Сумський державний університет

КАФЕДРА ЕКОНОМІКИ, ПІДПРИЄМНИЦТВА
ТА БІЗНЕС-АДМІНІСТРУВАННЯ

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА БАКАЛАВРА

Тема: Аналіз економічної ефективності розвитку стартапу

Спеціальність 051 «Економіка»
Освітня програма 6.051.00.06 «Економіка і бізнес»

Завідувач кафедри: _____/*Л.Г. Мельник*/

Керівник роботи: _____/*Б.Л. Ковальов*/

Виконавець: _____/*Р.В. Захарченко*/
П.І.Б.

Група: __ *Едн-61Чк*____
шифр

Суми 2020

ЗМІСТ

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ РОЗВИТКУ СТАРТАПІВ 6
1.1 Аналіз актуальних питань розвитку стартапів..... 6
1.2 Аналіз джерел венчурного фінансування для стартапів..... 12
РОЗДІЛ 2 МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ АНАЛІЗУ ЕФЕКТИВНОСТІ СТАРТАПІВ 18
2.1 Методичні підходи до оцінювання вартості стартапів 18
2.2 Аналіз емпіричних або скорингових методів 21
РОЗДІЛ 3 ОЦІНКА ЕКОНОМІЧНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ СТАРТАПІВ (НА ПРИКЛАДІ ІТ–ПРОЄКТУ)..... 25
ВИСНОВКИ..... 30
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ..... 31

АНОТАЦІЯ

Кваліфікаційна робота містить 33 сторінок тексту; 3 розділи; 1 таблиця; 2 рисунки; список літератури з 33 джерел.

Мета кваліфікаційної роботи – аналіз економічної ефективності розвитку стартапу.

Основні завдання дослідження:

- проаналізувати стан та проблеми розвитку стартапів;
- проаналізувати джерела зовнішнього венчурного фінансування стартапів;
- проаналізувати методи оцінювання вартості стартапів;
- провести оцінку економічної ефективності стартапу на основі його вартості.

Об’єкт дослідження – стартап-інфрастуктура.

Методи дослідження – аналітичний, розрахунковий та статистичний.

У першому розділі роботи «Теоретичні основи розвитку стартапів» з’ясовано суть та елементи стартапу, визначено стан та проблеми розвитку стартап інфраструктури в Україні.

У другому розділі роботи «Методичні підходи аналізу ефективності стартапів» проаналізовано методичні підходи до оцінювання вартості стартапів.

У третьому розділі роботи ««Оцінка економічної ефективності стартапів (на прикладі ІТ–проєкту) проведено оцінювання економічної ефективності стартапу на основі його вартості.

Ключові слова: стартап, ефективність, оцінювання, вартість, проєкт.

SUMMARY

Qualification paper contains 33 pages of text; 3 sections; 1 table; 2 figures; list of literature from 33 sources.

The purpose of the qualification work is to analyze the economic efficiency of the startup development.

The main objectives of the study:

– analyze the state and problems of startup development;
– analyze the sources of external venture financing of startups;
– analyze methods of estimating the value of startups;
– evaluate the economic efficiency of the startup based on its value.

The object of research is a startup infrastructure.

Research methods – analytical, computational and statistical.

The first section of the work «Theoretical foundations of startup development» clarifies the essence and elements of a startup, identifies the state and problems of startup infrastructure development in Ukraine.

The second section of the work «Methodological approaches to the analysis of the effectiveness of startups» analyzes the methodological approaches to estimating the value of startups.

In the third section of the work «Evaluation of the economic efficiency of startups (on the example of an IT project) » conducted an evaluation of the economic efficiency of a startup based on its value.

Keywords: startup, efficiency, evaluation, cost, project.

ВСТУП

Бізнес «ери інформації» став визначальним фактором економічного зростання, суттєво змінивши принципи роботи більшої частини підприємств минулого економічної епохи як в промисловості, так і в сфері послуг. І розвиток стартап-екосистеми по всьому світу – одне з характерних явищ сучасності, яке слід розглядати в більш широкому контексті того, що відбувається соціально-економічного структурних зрушень.

Об'єктом венчурних інвестицій є молоді непублічні інноваційні компанії, що знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку і, яких часто називають венчурними або стартапами. Незважаючи на те, що поняття «стартап» і позначуване ним явище існує вже не одне десятиліття, його визначення продовжує залишатися неоднозначним. Воно принципово інакше трактується професійними венчурними інвесторами та і засновниками інноваційного проєкту, які шукають їх фінансової підтримки. Це пов'язано, зокрема, з відмінностями в цілях, переслідуваних інноваторами та венчурними інвесторами. Інноваційний проект є результатом творчої діяльності, первинна мета якої – створення інновації, в той час як головна мета венчурного інвестора – отримання прибутку. Поєднання цих двох прагнень перетворює інновацію в джерело прибутку, і інноваційний проект стає венчурним. Якщо венчурні інвестори зацікавлені в проектах, що мають опрацьовані стратегії зростання і капіталізації, то засновники часто бачать в інвесторів швидше грантодавців, що дозволяють команді продовжити розпочаті дослідження. У повсякденній свідомості зі стартапом часто асоціюється будь-яке бізнес-починання (новий ресторан, магазин, автосервіс), в той час як в професійному середовищі стартапом називають інноваційний проєкт на будь-якій стадії його розвитку (від ідеї до IPO). Як правило, мова йде про компанії, які працюють в таких високотехнологічних галузях, як IT, біотехнології, енергоефективність, нанотехнології, інші промислові технології, послуги та ін.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ РОЗВИТКУ СТАРТАПІВ

1.1 Аналіз актуальних питань розвитку стартапів

Термін «стартап» з'явився на початку 2000–х і став позначати бізнес, що починається «з нуля». Однак у стартапів є свої особливості і відмінні характеристики. Так будь–який бізнес як вид діяльності передбачає організацію підприємства / фірми з метою отримання прибутку або диверсифікацію діяльності вже існуючого підприємства / фірми з метою збільшення капіталу і прибутку. Такі дії можуть здійснюватися як за рахунок власних, так і позикових коштів під відповідальність керівника організації або його поручителя. Стартап – це принципово нова організація, найчастіше провідна діяльність в IT – або інтернет–сфері. Головною характеристикою стартапу є наявність потенціалу для стрімкого зростання, який досягається створенням нових сегментів ринку або пропозицією абсолютно оригінальних, інноваційних товарів / послуг.

Неодмінними елементами будь–якого стартапу є принципово нова бізнес–ідея, розроблений під неї бізнес–план і певний джерело фінансування. Будь–стартап характеризується інноваційністю, надшвидкісним темпом розвитку і високим ризиком банкрутства.

Визначення джерел фінансування стартап проєкту – це складний і багатогранний процес. Для успішного розвитку стартапу дуже важливо оптимізувати структуру джерел його фінансування, особливо на ранній стадії розвитку. Як відомо, всього лише 10–15% від загальної кількості українських стартапів фахівці можуть назвати вдалими [9].

Очевидно, що венчурний ринок на Україні знаходиться в стадії розвитку. Державою свого часу були зроблені певні кроки щодо підвищення інтересу приватних інвесторів до інноваційних компаніям на ранніх стадіях розвитку.

Крім цього, існує кілька проблем, що гальмують розвиток даного ринку. За словами експертів, інноваційні продукти найчастіше мають спрямованість на локальний ринок. У такому випадку держава зобов'язана самому бути активним споживачем інноваційних продуктів, забезпечуючи попит на них і подаючи приклад іншим учасникам внутрішнього ринку. Ще одна важлива міра стосується інструментів державного фінансування інновацій, в тому числі і в IT–сфері. Поступово їх слід переводити в формат державно–приватного партнерства, оскільки в чистому вигляді гранти не так ефективні. Стартапум потрібно експертна оцінка і підтримка, а держава може, наприклад, якийсь час субсидувати різні елементи інфраструктури: технопарки, акселератори, бізнес–інкубатори. Стартапум ж пора виходити на міжнародний ринок.

Починаючи з 2000 року в Україні венчурним інвестуванням займалося виключно держава. Однак в 2018 році на Україні налічувалося вже понад 170 приватних венчурних фондів, при цьому частка в інвестиціях головного державного інституту розвитку – Української венчурної компанії – зменшилася до 7%. Що стосується сектора інформаційних технологій, в 2018 році був створений Фонд розвитку Інтернет–ініціатив. Ця організація планує запуск мережі акселераторів в містах України, а в подальшому – стати найбільшим елементом інфраструктури IT–спільноти, просувати законодавчі ініціативи, залучати для співпраці кращих зарубіжних і вітчизняних експертів.

Одним із пріоритетів сучасної економічної політики України є стійке довгострокове економічне зростання, що неможливо уявити в сучасних умовах без дії ключового фактора – необхідність розвитку інноваційної діяльності.

Протягом останніх десяти років на Україні був розроблений і впроваджений цілий комплекс заходів, спрямованих на формування і зміцнення національної інноваційної системи, наприклад, в грудні 2016 р Уряд України затвердив Стратегію інноваційного розвитку України на період до 2025 року, в якій представлені напрямки практичної реалізації широкого спектра інструментів та механізмів стимулювання інноваційної діяльності на

національному та регіональному рівнях. На першому етапі її реалізації в 2016–2018 рр. найважливішим завданням і визначальною умовою якісних змін переходу на інноваційну модель розвитку країни було створення умов для реалізації проривних інноваційних проєктів і забезпечення технологічного зсуву, а також розвиток інноваційної інфраструктури, середовища, культури [7].

При всій складності створення стартапів щороку з'являється безліч інноваційних компаній – стартапів. Приблизні підрахунки вказують на те, що в 2007–2017 рр. Український венчурний ринок продемонстрував, щонайменше, збільшення в чотири рази, як з точки зору обсягу інвестицій, так і в плані кількості угод. Рекордний обсяг ринку в 2017 році вивів Україну на друге місце в Європі і п'яте в світі (загальний обсяг інвестицій в 2017 році досяг майже 1,5 млрд. дол. США) [1]. За підсумками 2019 року обсяг венчурного ринку склав 480,9 млн. Дол. США, з яких 102,9 млн дол. США були реалізовані на стадії стартап [2].

Не можна залишити без уваги той факт, що відмінною рисою українського ринку стартапів є наявність великої кількості проєктів–аналогів успішних західних проєктів.

Крім того, необхідно відзначити, що в даний час економіка нашої країни переживає стан кризи, позиковий капітал дорожчає, що негативно впливає на діяльність стартапу. Це знижує в цілому активну фінансову діяльність на ринку, негативно впливає на фінансову стійкість стартапів, збільшує ризик втрати платоспроможності стартапу і ймовірність його майбутнього банкрутства.

Крім того, при вирішенні про запуск стартапу і виборі джерел його фінансування важливо враховувати дії зовнішніх і внутрішніх факторів, які також впливають на вартість капіталу: стабільність кон'юнктури обраного галузевого ринку, стабільність кон'юнктури фінансового ринку, ринкову активність стартапу, його масштаб діяльності, фінансову гнучкість .

Дані за 2019 рік показали, що обсяг угод в секторі IT зростає, і в першому кварталі його частка склала 44% від загального обсягу [10]. Держава, як в особі державних фондів, так і в особі державно–приватних партнерств, продовжує фінансувати в основному технологічні проєкти на ранніх стадіях, компенсуючи брак фінансування подібних проєктів за допомогою інших інвесторів.

Основним напрямком розвитку Українського венчурного ринку дослідники називають фокусування корпорацій на комп'ютерних технологіях і обладнанні. Приватні фонди також стали вкладати більше в комп'ютерні технології, і навіть трохи в біотехнології. Бізнес–ангели стали інвестувати не тільки в інтернет–проєкти, а й зацікавилися промисловими технологіями. Держава вкладається майже у всі сектори. Практично всі інвестиції в біотехнології здійснюються за участю держави.

Як вже зазначалося вище, саме на сектор інформаційних технологій припадає найбільший обсяг венчурних інвестицій на Україні. На даний момент прийнято розрізняти наступні види IT стартапів за видами діяльності: мобільні додатки, хмарні технології, соціальні мережі, телекомунікації, електронна торгівля, туризм, медицина, освіта, фінансовий сектор.

За оцінками експертів, найкращі перспективи електронного бізнесу на Україні – в металургії, фармацевтиці та машинобудуванні. У 2018 році найбільш популярними нішами в цьому секторі стали: Інтернет–торгівля, хмарні технології, а також телекомунікації, що наочно представлено на рисунку 1.

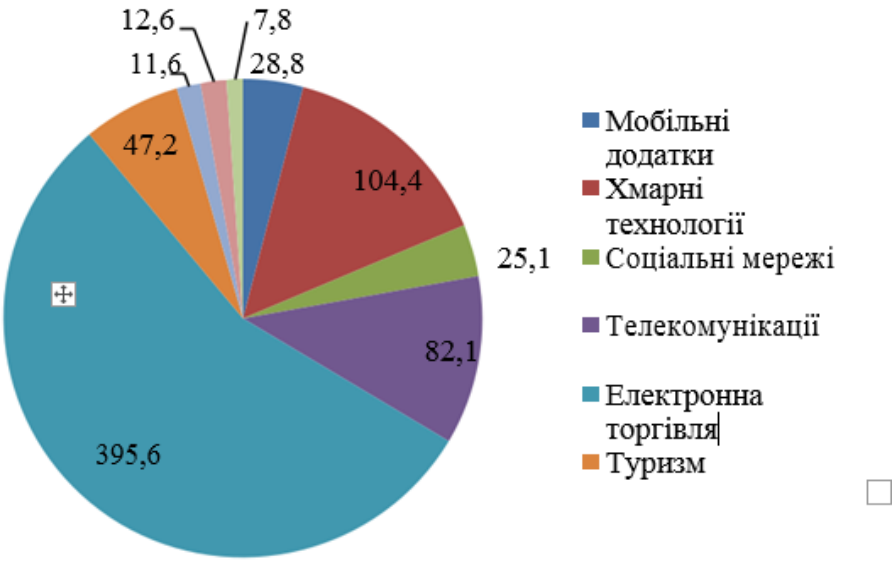

Рисунок 1 –Розподіл обсягу інвестицій в IT–секторі в 2018 році, млн. дол. (Джерело: [6])

Події 2019 року показали наступні тренди:

- більша частина угод припадає на сектор інтернету і інформаційно–телекомунікаційних технологій;
- обсяг інвестицій за 2019 р збільшився на 8% в порівнянні з 2018 року і склав 38 969 млн грн. Дана динаміка здебільшого обумовлена тим, що в 2019 році ринок став більш прозорим, що дозволило вивчити його більш детально, при цьому варто відзначити, що активного економічного зростання на ринку венчурних інвестицій в 2019 р не спостерігалося;
- кількість угод за 2019 р збільшилася на 4% в порівнянні з 2018 р .;
- в галузі найбільш активними стали учасники ринку, що виробляють інвестиції меншого обсягу в більш ранні стадії розвитку компанії [3].

Станом на 31.12.2019 в системі IPOboard зареєстровано 222 інноваційних компаній, найпопулярнішими нішами в цей період також стали: ринок комп'ютерних технологій, обладнання та мобільні додатки, телекомунікації, що наочно представлено на рисунку 2.

Рисунок 2 –Розподіл обсягу інвестицій в інноваційні компанії в 2019 році (джерело: [3])

Що стосується сучасних методів оцінки вартості стартапів, можна однозначно стверджувати, що вони стають все більш осмисленими і адаптованими до реалій сучасного бізнесу. Так, наприклад, метод оцінки вартості Інтернет–компаній з урахуванням кількості користувачів найбільш близький по суті і є актуальним для IT–стартапів. Однак на стадії стартапу користувачі тільки починають з'являтися, а значить, не достатньо інформації для формування такої оцінки.

Проведемо оцінювання джерела інвестування стартап проєктів. Станом на 1 січня 2020 р. трохи більше 10% фінансування всіх стартап–проєктів пов'язано з бізнес–акселераторами. Стартап–акселератори допомагають молодим фірмам на самій ранній стадії розвитку. Діяльність акселераторів в чомусь нагадує роботу бізнес–ангелів, але акселератори не завжди беруть частку. Акселератори виконують, в першу чергу, освітню функцію. Типовий акселератор набирає в групи навчання кілька стартап–команд і протягом 3–6 місяців навчає їх, допомагає їм вивести продукт на ринок і перевірити бізнес–модель, забезпечує потрібними зв'язками, а потім знайомить з інвесторами.

На кінець 2019 р четверта частина всіх проєктів в Україні фінансувалася за рахунок бізнес–ангелів, п'ята частина – це фінансування за рахунок отриманих Грантів. Даний варіант фінансування початківця проєкту має на

увазі участь в спеціалізованих конкурсах, вони проводяться венчурними фондами, державними органами влади, органами місцевого самоврядування, великими компаніями, університетами тощо.

При перемозі в конкурсі стартаперам надається певна сума грошових коштів, які даються безповоротно або ж вагоме фінансування стартапу на умови безвідсоткових виплат. Приблизно рівну частку у фінансовій підтримці стартап проєктів грають інвестування стартапів венчурними фондами і корпоративними інвесторами. Даний процес являє собою звернення до фонду з оформленим в класичному вигляді бізнес–планом. Фінансування вдається отримати тільки в тому випадку, якщо фонд або інвестор зацікавиться в проєкті. Характерною особливістю даного шляху фінансування є умова участі організацій в бізнесі, що має на увазі створення спільного юридичної особи [8].

На кінець 2019 р. є наступна статистика по інвестиційним витратам: близько 70% стартаперів розвивають свої проєкти або на власні кошти, або на кошти, отримані від родичів і друзів (до $ 5 тисяч). У той же час фінансування 25% – бізнес–ангельські інвестиції (до $ 50 тисяч), 19% – Українські та зарубіжні гранти (до $ 150 тисяч), по 15% – на венчурні фонди (до $ 500 тисяч) і корпоративних інвесторів (до $ 1 млн), 26% припадає на фінансування, отримане від інститутів розвитку і фондів з державною участю (до $ 3 млн), а також бізнес–акселераторів (понад $ 3 млн) [8].

1.2 Аналіз джерел венчурного фінансування для стартапів

Учасниками інвестиційного проєкту можуть виступати: команда менеджерів, що здійснює реалізацію проєкту; банки, що надають кредити; лізингові компанії, що надає обладнання для проєкту тощо [12].

Проєкт може зачіпати інтереси структур більш високого порядку (галузь, регіон тощо), які здатні відчутно вплинути на його реалізацію, бути суспільно значущим і вимагати підтримки національного, регіонального або

місцевого бюджетів. У зв'язку з наявністю кількох учасників, реалізація проєкту зумовлює розбіжність інтересів, різне ставлення до пріоритетності поставлених завдань [13].

У реалізації проєкту типу стартап задіяно значно більше учасників в порівнянні з інвестиційним проєктом. Крім ініціаторів проєкту, інвесторів, кредиторів і т.д. в стартапі важливу роль відіграють проєктні та науково–дослідні організації, маркетингові агентства, венчурні фонди, бізнес–ангели. Це призводить до збільшення ризиків реалізації стартапу, тому що кожен учасник проєкту є джерелом невизначеності, оскільки для всіх характерно формування специфічних потоків грошових коштів виходячи з розрахунку показників ефективності і, як наслідок, можливе розбіжність результатів оцінки та рішення про участь в стартапі [12].

1.2.1. Фінансування стартапу. Якщо розподіл грошових потоків стартапу незроблене належним чином, то він може переживати періоди накопичення фінансових надлишків або відчувати брак коштів. Дефіцит коштів змушує акціонерів стартапів залучати додаткові кредитні кошти, як правило, під більш високі відсотки. Тому при розробці схеми фінансування аналізується достатність грошових коштів для виконання умови фінансової можливості бути реалізованим стартапу і визначається потреба в залучених коштах [14].

Джерелами фінансування можуть бути власні кошти ініціаторів стартапу і засоби, які є зовнішніми по відношенню до стартапу (кредити, позики, гранти і т.д.). В умовах дефіциту власних фінансових коштів стартапу доцільний пошук відсутніх коштів на ринку венчурного інвестування з метою залучення інвесторів і отримання кредиту на вигідних умовах [15].

Як правило, стартапи шукають можливості для опціонних схем в рамках організаційної структури товариств з обмеженою відповідальністю. Можливості реалізації цих схем лежать в площині входження можливого власника опціону в статутний капітал товариства з обмеженою відповідальністю: угода зі зміни складу засновників; дозвіл на входження в

суспільство шляхом збільшення статутного капіталу [15]. Подібні опціонні схеми піддають корпоративному ризику інтереси засновників стартапу, тому необхідно проаналізувати існуючі джерела венчурного фінансування, щоб комбінувати фінансування проєкту як за рахунок власних коштів, так і за рахунок позикового капіталу, максимально враховуючи інтереси акціонерів стартапу з інтересами залучених інвесторів.

1.2.2. Державні і приватні джерела фінансування. У своєму розвитку до стану готового бізнесу стартап проходить наступні стадії: поява ідеї; реєстрація юридичної особи; опціонну залучення капіталу; НДДКР; патентування результатів; розробка прототипу; тиражування продукту; масштабування виробництва; продаж часток акціонерів. На кожному етапі розвитку команда стартапу може залучити приватні та державні інвестиції. Для приватного капіталу, перш за все, необхідна оцінка бізнесу з позиції самофінансування розробниками, яка полягає у визначенні ефективності проєкту виходячи з припущення, що він буде профінансований тільки за рахунок власних коштів акціонерів. Такий підхід дозволяє представити ефективність стартапів в цілому, а саме дієвість передбачених в ньому техніко–технологічних і організаційних рішень. Для державних інститутів розвитку пріоритетною є оцінка соціально–економічної ефективності стартапу. Підхід до її визначенню повинен відповідати принципам системності. Критеріями даного виду ефективності є: питомий внесок у формування валового регіонального продукту (ВРП); податкові виплати до бюджетів різних рівнів; оцінка екологічного ризику; створення додаткового попиту на робочу силу; підвищення продуктивності праці; підвищення фондовіддачі; вплив на рівень диференціації доходів населення; неформалізованих критерії, такі як створення комфортної соціальної інфраструктури [12].

Так, більшість державних компаній, діяльність яких полягає в наданні адресної фінансової підтримки стартапум, виділяють пріоритетні напрямки

венчурного інвестування, яким стартапи повинні відповідати. До них відносяться:

– безпека та протидія тероризму;

– живі системи (що розуміються як біотехнології, медичні технології та медичне обладнання);

– індустрія наносистем і матеріалів;

– інформаційно–телекомунікаційні системи;

– раціональне природокористування;

– транспортні, авіаційні і космічні системи;

– енергетика та енергозбереження.

Для команди стартапу при виборі державного або приватного джерела фінансування необхідно визначити потенційних інвесторів, завдання потенційних інвесторів, збалансувати власні цілі з завданнями потенційних інвесторів.

1.2.3. SWOT–аналіз джерел зовнішнього венчурного фінансування. У таблиці 1 наведено SWOT–аналіз основних джерел зовнішнього венчурного фінансування, доступного для стартапів у вітчизняному інноваційному суспільстві. Наведений SWOT–аналіз дозволяє зробити наступні висновки:

1) Стартапи, мета яких – максимізація прибутку, в найбільшою мірою підходять приватному сектору інвестування (НАБА, Seed Фонду сприяння розвитку венчурних інвестицій), оскільки приватні інвестори не накладають суттєвих обмежень на стартап за видом діяльності, здатні надати більший обсяг фінансування і, завдяки менторської підтримки, дозволяють створити конкурентне бізнес–модель. Вибір між джерелом приватного інвестування залежить від потреби фінансування і згоди міноритаріїв на зменшення своїх часток. Великі стартапи, які не відповідають пріоритетним напрямам інвестування інститутів розвитку, але володіють високою рентабельністю, залучають інвестиції через НАБА за надання акцій; якщо потреба фінансування менше 12 млн грн., а залучення сторонніх акціонерів небажано,

2) Стартапи до пріоритетних напрямів розвитку, в завдання яких, в тому числі, входить і досягнення позитивного соціального ефекту, мають можливість залучити державне фінансування. Виходячи з масштабів стартапу і можливості самофінансування більш дрібні проєкти відповідають програмам фонду сприяння розвитку малих форм, більші – програмам МСП банку.

Таблиця 1 – SWOT–аналіз основних джерел зовнішнього венчурного фінансування

Національна асоціація бізнес–ангелів	
Сильні сторони	*Слабкі сторони*
Обсяг фінансування і його тривалість не мають строгих обмежень. Фінансування надається в тому числі стартапум, діяльність яких не відповідає пріоритетним напрямам інвестування інститутів розвитку.	Стартап повинен володіти високим потенціалом: терміном окупності до 7 років, можливістю масштабування.
можливості	*загрози*
Отримання менторської підтримки від досвідченого інвестора, інтеграція в інноваційне співтовариство.	Загроза втрати контролю над компанією, оскільки фінансування надається на умовах зустрічної передачі міноритарного пакета акцій.
Програми Фонду сприяння розвитку малих форм	
Сильні сторони	*Слабкі сторони*
Можливість отримати співфінансування НДДКР, патентування результатів НДДКР і закупівель матеріалів. Отримання експертизи проєкту і трансфер технології інституту розвитку більш високого рівня.	Надана протягом трьох раундів сума в розмірі до 6 млн грн. дуже мала і передбачає паритетні умови фінансування з залученням зовнішніх інвесторів в обсязі фінансування 1: 1. Виручка компанії повинна відповідати сумарним інвестицій, а рентабельність бізнесу бути не менше 20%.
можливості	загрози

Розробник отримує майданчик для проведення НДДКР і можливість розвиватися в рамках програм інститутів розвитку, що потенційно дає можливість брати участь у конкурсах на розробку продукції на замовлення державних агенцій.	Мала фінансова підтримка і тривалі процеси експертизи гальмують розвиток амбітних проєктів. Також проєкт повинен відповідати пріоритетним напрямкам розвитку української економіки, що обмежує його потенційну цільову аудиторію.

4) Національна асоціація бізнес–ангелів є найбільш універсальним джерелом фінансування, оскільки єдина вимога до стартапу – короткі терміни окупності і можливість акціонерів масштабувати бізнес.

5) Фінансові продукти МСП банку підходять для великих стартапів пост–посівної стадії, оскільки потрібно обслуговувати кредит і надавати заставне забезпечення.

6) На передпосівної стадії найбільш підходящими джерелами фінансування для стартапів є програми фонду сприяння розвитку венчурного інвестування і фонду сприяння розвитку малих форм, тому що фінансування через ці організації тягне тільки репутаційні ризики в разі невдачі команди стартапу і не зобов'язує до повернення інвестованого капіталу.

РОЗДІЛ 2 МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ АНАЛІЗУ ЕФЕКТИВНОСТІ СТАРТАПІВ

2.1 Методичні підходи до оцінювання вартості стартапів

Питання оцінки вартості стартапів – молодих компаній, що працюють на нових або зароджуються ринках, що мають дуже коротку історію і поки що не мають прибутку, але обіцяють високий темп зростання виручки і високий коефіцієнт повернення інвестицій, стають все більш актуальними для інвесторів, підприємців, кредитних організацій, страхових компаній та інших учасників ринку.

Складність оцінки (визначення вартості) молодого динамічного бізнесу обумовлена тим, що історія розвитку компанії дуже коротка, прибутку, а іноді і виручки, немає, при цьому засновники компанії та інвестори зацікавлені в динамічному розвитку, прагнуть до захоплення значної частини ринку або створення нових ринків.

Відзначимо типові ситуації, в яких може знадобитися оцінка стартапу:

1) внесення частки в статутний капітал або інше відчуження частки;

2) формування опціонної (мотиваційної) програми;

3) кредитування під заставу частки;

4) різні суперечки (розлучення подружжя, вихід учасника з товариства тощо).

Одночасно збільшується попит на оцінку нематеріальних активів як для інвестиційних цілей, так і для цілей кредитування. Це пов'язано, зокрема, з тим, що Уряд України планує з 2019 по 2024 рік у ході реалізації національного проєкту «МСП та підтримка індивідуальної підприємницької ініціативи» виділити 31 млрд грн на кредитування суб'єктів малого та середнього підприємництва (МСП) під заставу прав на інтелектуальну власність [17].

2.1.1. Методологія оцінки. Перші публікації про методику оцінки стартапів у вигляді окремих глав, присвячених в основному застосування дохідного підходу, з'явилися більше 15 років тому в монографіях [18–20] англійською мовою. Сучасні керівництва по оцінці прямих і венчурних інвестицій, такі як Керівництво по оцінці IPEV (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) [21] або готується до прийняття Керівництво з бухгалтерського обліку та оцінці AICPA (Accounting and Valuation Guide. Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies) [22], поки не перекладені з англійської.

Таким чином, в даний час відсутня розроблена і доступна широкому колу україномовних користувачів методологія оцінки таких об'єктів. Ці питання висвітлені у фаховій літературі українською мовою вельми і вельми неповно. Відзначимо ряд вітчизняних публікацій на цю тему. Аналіз базових і специфічних характеристик стартапів, що відрізняють їх від інших фірм, наведено в статті [23], проблемам оцінки швидкозростаючих компаній присвячені публікації [24–26], в роботах [27–28] піднімається питання розрахунку ставки дисконтування.

Вибір методів оцінки в першу чергу залежить від стадії, на якій знаходиться стартап. Як уже зазначалося вище, зазвичай виділяють наступні стадії розвитку таких компаній:

• посівна стадія, стартап (seed, startup) – у компанії поки немає доходів, історія витрат коротка, але вже є команда, ідея, план діяльності і, можливо, первісна розробка продукту;

• 1 стадія, або рання стадія (1–st stage or early development) – компанія досягла значних успіхів в розробці продукту; ключові показники розвитку досягнуті, але, як правило, прибуток відсутній або нестабільна;

• 2 стадія, або масштабування (2–nd stage or expansion) – компанія прагне захопити значну частину ринку, є ясна бізнес–модель і розуміння цільових

клієнтських сегментів; компанія недавно досягла операційної прибутковості і має позитивні грошові потоки;

• бридж–фінансування / первинне розміщення акцій (Bridge / IPO) – компанія порівнянна з розвитку зі зрілими компаніями, клієнтська база стійко зростає; компанія має усталену фінансову історію прибуткових операцій або генерації позитивних грошових потоків.

Слід зазначити, що поділ на стадії може бути і іншим, оскільки немає єдиної загальноприйнятої їх градації.

Наведемо коротку характеристику методів оцінки, при цьому акцентуємо увагу на випадках обмеженого їх застосування.

2.1.2. Метод на основі ціни останньої інвестиції (Price of Recent Investment). Суть цього методу – визнання вартості активу дорівнює сумі, сплаченої за нього в недавньому минулому. До недавніх пір метод був дуже популярний при оцінці вкладень різних венчурних фондів. Однак в чинній редакції Керівництва по оцінці IPEV [21] і в проєкті Керівництва з бухгалтерського обліку та оцінці AICPA [22] щодо методу ціни останньої інвестиції зроблені важливі зауваження про необхідність калібрування (коригування) суми останньої інвестиції з урахуванням істотних подій в компанії і на ринку, що відбулися після зазначеної інвестиції.

2.1.3. Метод ринкових мультиплікаторів (Multiples). Метод застосовується при наступних умовах:

• оцінюється компанія має стабільну виручку / прибуток або збитки компанії тимчасові і можливо визначити очікуваний прибуток;

• є достовірні відомості про нещодавні ринкові операції з порівнянними компаніями–аналогами;

• інформація про фінансові показники компаній–аналогів доступна.

За результатами опитувань оцінювачів та інвесторів при оцінці найбільш часто використовуються мультиплікатори, пов'язані з EBITDA (60 відсотків опитаних, в тому числі 35 відсотків використовують скоригований показник EBITDA, 25 відсотків – EBITDA), 24 відсотки опитаних використовують

мультиплікатори грошового потоку, 10 відсотків – мультиплікатори виручки , 4 відсотка – EBIT і 2 відсотки – мультиплікатори чистого прибутку [29].

2.1.4. Метод галузевих метрик (Industry Valuation Benchmarks).В цілому, цей метод аналогічний методу ринкових мультиплікаторів, але базою порівняння компаній виступають операційні, а не фінансові показники (такі як кількість відвідувачів сайту, число місць в готелі, число покупців тощо). Метод застосовується при розрахунку вартості компаній в тих сегментах ринку, для яких характерна оцінка компаній інвесторами саме по операційним показниками (в основному застосовується тільки в якості перевірочного).

2.2 Аналіз емпіричних або скорингових методів

До таких методів належать: метод Беркус (Berkus Method), метод підсумовування факторів ризику (Risk Factor Summation Method), метод бенчмаркінгу або метод Білла Пейна (Scorecard Valuation Method), а також їх модифікації. Методи застосовуються для оцінки стартапів, ще не отримують прибутку, тобто стартапів ранніх стадій. Ці методи використовуються за умови наявності інформації про середню величину передінвестиційної оцінки (pre–money valuation) стартапів в тому сегменті ринку, до якого відноситься оцінюється компанія, бажано в тому регіоні, де компанія працює. Основним недоліком емпіричних методів є суб'єктивність, а складність їх застосування полягає в малій доступності даних про українських компаніях. Для компаній, що мають прибуток, скорингові методи зазвичай не застосовуються.

2.2.1. Метод Беркуса. Метод побудований на обліку вкладу п'яти основних чинників у вартість бізнесу 1 таким чином, щоб загальна максимальна оцінка компанії 2 відповідала середньої по галузі оцінці венчурних стартапів. Фактори, що впливають на вартість бізнесу, на думку Беркуса:

1) наявність основний бізнес–ідеї;

2) наявність прототипу (зниження технологічних ризиків);

3) наявність системи (команди) управління якістю (зниження ризику виконання);

4) наявність клієнтської бази (зниження ринкового і конкурентного ризиків);

5) досягнення етапу впровадження продукту або початку продажів (скорочення фінансових або виробничих ризиків. Автор методу наводить як приклад додавання 500 тисяч доларів за кожен фактор 3, але звертає увагу на те, що в різних сегментах ринку і в різних регіонах чисельні значення можуть значно відрізнятися [30].

2.2.2. Метод підсумовування факторів ризику. Цей метод побудований на аналізі різних факторів ризику, таких як управлінський ризик, ризики стадії бізнесу, політичні та правові ризики, виробничий ризик, збутові і маркетингові ризики, ризик фінансування і залучення капіталу, ризик конкуренції, технологічний ризик, ризики судових суперечок, міжнародні ризики, репутаційні ризики, ризик прибуткового виходу. Наявність або відсутність певних ризиків може оцінюватися за шкалою від –2 до +2 (для менш значущих ризиків від –1 до 1), один бал еквівалентний 250 тисячам доларів США. Оцінювана компанія порівнюється з відомими в галузі компаніями, які отримали фінансування (оцінку) [31].

2.2.3. Метод бенчмаркінгу. Метод бенчмаркінгу багато в чому схожий на метод підсумовування факторів ризику. Автор пропонує коригувати середню передінвестиційну оцінку стартапів в галузі, додаючи або віднімаючи відповідно 0–30 відсотків за якість команди засновників, 0–25 відсотків за розмір або потенціал компанії, 0–15 відсотків за продукт / технологію, 0–10 відсотків за конкурентне середовище, 0–10 відсотків за показники маркетингу (канали продажів, контракти), 0–5 відсотків за потреба в додаткових інвестиціях, 0–5 відсотків за інші фактори [32].

Крім добре відомих методів оцінки (метод капіталізації прибутку, метод дисконтування грошових потоків, метод реальних опціонів), докладно

описаних в роботах [18, 19], при оцінці стартапів часто використовують метод сценаріїв (Перший Чиказький метод), а також метод венчурного капіталу.

2.2.4. Метод сценаріїв (Перший Чиказький метод) і метод венчурного капіталу. Як випливає з назви першого із зазначених методів, при його застосуванні передбачається розгляд декількох сценаріїв розвитку компанії (від зльоту і успіху до повного провалу). Оцінки вартості компанії для кожного із сценаріїв можуть бути зроблені як дисконтуванням грошових потоків, так і мультиплікаторами. Отримані результати зважуються [33].

При оцінці методом венчурного капіталу немає необхідності детально прогнозувати грошові потоки. У розрахунку використовуються очікувана до моменту виходу інвестора вартість компанії (або очікувані фінансові показники компанії і відповідний мультиплікатор), термін інвестування та необхідна прибутковість. У загальному вигляді формула вартості компанії виглядає так:

Вартість компанії = Вартість компанії на момент виходу інвестора з проєкту × (1 + Ставка дисконтування) $^{-n}$,

де n – кількість років до виходу інвестора.

Значення показників прибутковості на венчурному ринку досить високі і залежать від стадії стартапу, а також від типу інвестора (в роботі [29] наведені ставки для інших типів фінансування – від ангельських інвестицій до традиційного банківського кредитування).

При оцінці стартапів такі традиційні методи оцінки бізнесу, як метод чистих активів і метод ліквідаційної вартості, застосовуються нечасто. Це пов'язано з тим, що значна частина вартості компанії зазвичай формується за рахунок нематеріальних активів, оцінка яких окремо від всього бізнесу часто утруднена.

Проте при оцінці діючої компанії використовувати метод чистих активів можна і потрібно, хоча б для перевірки оцінок, зроблених іншими методами, на здоровий глузд.

При оцінці компанії, продовження діяльності якої не планується, основним методом оцінки стає метод ліквідаційної вартості.

Як уже зазначалося, вибір методів оцінки в першу чергу залежить від стадії, на якій знаходиться стартап. Не менш важливим при оцінці є наявність доступної інформації про компанії, ринку і галузі. Сукупність цих факторів і визначає придатність методів оцінки.

За даними опитувань, при оцінці непублічних компаній найчастіше використовують метод капіталізації прибутку і метод дисконтування грошових потоків (34 відсотки і 30 відсотків відповідно). Помітно рідше використовуються методи, пов'язані з ринковими даними про угоди (13 відсотків – угоди з непублічним компаніями, 11 відсотків – емпіричні методи, 3 відсотка – угоди з акціями публічних компаній). На метод чистих активів припадає лише 6 відсотків оцінок [29].

Оцінка стартапів при деякій схожості з оцінкою зрілих компаній має багато специфічних особливостей, таких як:

• відсутність ретроспективних даних;

• високі ризики;

• невизначеність прогнозів;

• значний внесок нематеріальних активів до вартості бізнесу.

Недостатня розвиненість методології оцінки об'єктів венчурного інвестування, відсутність належного технологічного та економічного аналізу призводять до серйозних помилок при визначенні вартості швидкозростаючих компаній. Вважаємо за доцільне здійснювати подальше методичне розвиток даної теми як в частині комплексних методичних рекомендацій, в яких повинен бути врахований міжнародний досвід оцінки об'єктів венчурних інвестицій, так і в частині дослідження окремих методичних питань, а також розгляд окремих типових кейсів.

РОЗДІЛ 3 ОЦІНКА ЕКОНОМІЧНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ СТАРТАПІВ (НА ПРИКЛАДІ ІТ–ПРОЄКТУ)

Крім розглянутих в попередньому розділі методів оцінки стартапів існує досить велика кількість методів оцінки ІТ–стартапів: параметрична оцінка, оцінка по аналогам, оцінка «знизу–вгору», оцінка «зверху–вниз», експертна оцінка. На наш погляд, такими критеріями відповідає оцінка за методом «зверху–вниз». Це пов'язано з тим, що при запуску ІТ–стартапу у автора ідеї завжди є уявлення про кінцеву мету і складі блоків робіт, які необхідно виконати для досягнення мети. Але всередині цих блоків завдання можуть постійно змінюватися, додаватися, вилучатися. Тому для найбільш правильної оцінки є сенс кожну із складових частин проєкту розглянути, як набір завдань.

В ході дослідження нами було проведено порівняння оцінок проєкту по розробці автоматизованої системи управління підприємством (АСУП) малого або середнього бізнесу, реалізованої в форматі веб–додатки. В організації використовувався проєктно–кошторисний метод, за яким, згідно з розрахунками, собівартість проєкту повинна була скласти 21541,25 дол. З урахуванням новизни проєкту і того, що він є стартапом в сфері інформаційних технологій, було додано резерв до отриманої сумі. У підсумку, з урахуванням ризиків, було прийнято рішення про визначення вартості проєкту в розмірі 25 000 дол.

По завершенню проєкту було проаналізовано склад робіт, терміни і витрати на реалізацію. Отримані результати показали, що проєкт був реалізований за 76 робочих днів, витрати склали 35 172 доларів. Таким чином, по закінченню проєкту видно, що фактичні витрати набагато перевищили очікуваний результат. Ця різниця безпосередньо пов'язана з неправильним плануванням і оцінкою вартості запланованих робіт.

Вихід за рамки бюджету призвів до того, що було втрачено вигоду. Так як організація займається не одним, а кількома проєктами, весь бюджет

компанії розподілений на кілька проєктів. Через те, що розробка АСУП вийшла за рамки бюджету, додаткові кошти були спрямовані на цей проєкт. Це призвело до того, що інші проєкти залишилися без необхідного фінансування і були припинені.

Провівши аналіз методів оцінки стартапів в області IT і прийшовши до висновку, що найбільш доречним є метод «зверху–вниз», було прийнято рішення про застосування даної методики до оцінки згаданого раніше IT–стартапу. Метод «зверху–вниз» можна здійснити за допомогою різних підходів. Одним з варіантів є використання автоматизованих засобів планування і відстеження проєкту. Інший підхід включає в себе оцінку інвестицій в стартап за допомогою витратних методів оцінки.

Оцінка трудовитрат і приблизної вартості IT–стартапу починається з підготовки плану проєкту в Microsoft Project. Для цього послідовно складаються завдання, які необхідно виконати для досягнення поставленої мети. Після того, як список завдань підготовлений, виставляються умови переходу від одного завдання до наступної, призначаються виконавці і виконується вирівнювання завантаження ресурсів. На вході був внесений той же набір трудових ресурсів, який використовувався при первинному плануванні. Після складання плану, розподілу ресурсів і вирівнювання завдань стає видно тривалість проєкту. Крім того, автоматично з урахуванням витрачених ресурсів проведена вартісна оцінка проєкту.

За методом «зверху–вниз» сума витрат на проєкт склала 31837,44 дол., Відхилення від фактичного значення 9,5%. Таким чином, наочно видно, що при оцінці вартості IT–стартапу за методом «зверху–вниз» і використанні MSP, показники відрізняються від значень, отриманих за допомогою проєктно–кошторисного методу.

Другим методом, використовуваним для оцінки IT–стартапу, була методика сукупної вартості володіння (TCO). TCO – ефективний підхід до визначення найкращого співвідношення ціна / якість на основі розгляду таких ключових бізнес–процесів, як відновлення після збоїв, управління

модернізацією та технічна підтримка. В рамках даного підходу передбачається оцінка вартості планування, розробки, придбання, адміністрування, установки, переміщення і модернізації, технічної підтримки і супроводу, вимушених простоїв і інших прихованих витрат. Методологія ТСО підходить для підрахунку поточних вартісних параметрів, з її допомогою можна досить повно проаналізувати ефективність виконання якихось окремих функцій або набору функцій. У поєднанні з іншими параметрами, що застосовуються на практиці,

При оцінці проєкту за методом ТСО всі витрати на проєкт поділяються на дві групи: прямі і непрямі витрати. Підсумкова сума всіх витрат і складе приблизну оцінку вартості проєкту. За методом сукупної вартості володіння сума витрат на проєкт склала 29 573 дол., Відхилення від фактичного значення 13%.

Рішення про доцільність зміни методу оцінки IT–стартапу прийнято на основі розрахунку річного економічного ефекту, який представляє собою сумарну економію фінансових ресурсів, яку отримує підприємство в результаті використання нових методів оцінки. Умовно–річна економія є приріст прибутку, який може бути отриманий за рахунок скорочення поточних витрат на реалізацію стартапу після застосування нового методу оцінки. Умовно–річна економія розраховується на річний обсяг реалізованих проєктів. З аналізу отриманих даних наочно видно, що реалізація АСУП зажадала майже в 1,5 рази більше коштів, ніж планувалося спочатку. Сума перевищення запланованого бюджету фактично дорівнює половині вартості нового, менш масштабного проєкту. А це означає, що, будучи неврахованої, ця різниця привела до невдачі іншого проєкту організації. В рамках одного проєкту така неточність може мати місце за умови його успішності і подальшого невеликого терміну окупності. Але протягом одного року підприємство реалізує не один, а кілька IT–стартапів і подібні помилки призводять до несприятливих наслідків. Використовуючи усереднені

значення, ми простежили динаміку зростання перевитрати коштів в залежності від кількості реалізованих IT–стартапів.

Очевидно, що зі збільшенням кількості стартапів, сума похибки зростає, причому при будь–якому методі оцінки. Це пов'язано з особливостями планування стартапів. Тому метою висококваліфікованого менеджера є мінімізація витрат і упущених вигод. Як видно на графіку, зі збільшенням числа проєктів розрив між перевитратою по проєктно–кошторисній методу і підходами «зверху–вниз» збільшується. Це призводить до зниження суми незапланованих витрат.

Таким чином, використовуючи обидва методи в сукупності можна отримати досить достовірний результат оцінки IT–стартапу. Перехід на нову метод оцінки IT–стартапу допоможе не тільки більш детально простежити за етапами реалізації ідеї, а й спрогнозувати терміни і вартість проєкту.

Описана методика не претендує на універсальність, але вона досить проста і логічна, при цьому дозволяє вирішувати практичні завдання керівника проєкту. Використання цього підходу дозволяє успішно планувати і завершувати проєкти.

Незважаючи на те, що різниця в оцінці даного IT–стартапу невелика, помилки в розрахунку вартості проєктів можуть привести до великих фінансових втрат з плином часу. Саме тому важливо приділяти достатню увагу оцінці кожного готується і реалізується проєкту.

Таким чином, для якісної оцінки IT–стартапу необхідно:

1. Провести аналіз статей витрат на проєкт.

2. Розрахувати суми прямих і непрямих витрат з використанням методу розрахунку сукупної вартості володіння.

3. Розробити план–графік робіт в середовищі Microsoft Project.

4. Розподілити фахівців на завдання.

5. Визначити ризики на кожному етапі реалізації

6. Розрахувати тривалість і вартість проєкту виходячи з певних ресурсів і ризиків.

7. Прийняти усереднене значення отриманих оцінок в якості підсумкової оцінки вартості стартапу.

Запропонована методика дозволила більш точно оцінити вартість IT–стартапу і знизити суму упущеної вигоди. Методика є простою і легкою в розумінні, але в той же час досить точної і ефективною. Її використання призведе до зниження перевитрати запланованого бюджету, а значить і до збільшення інноваційних розробок на підприємстві.

ВИСНОВКИ

З’ясовано суть та елементи стартапу, визначено стан та проблеми розвитку стартап інфраструктури в Україні.

Визначено, що найбільш привабливими нішами для стартап-проєктів є Інтернет–торгівля, хмарні технології, а також телекомунікації.

Встановлено, що обсяг стартап-інвестицій за 2019 р. збільшився на 8% в порівнянні з 2018 р.

Визначено, що джерелами інвестування більше 10% всіх стартап–проєктів є бізнес–акселератори.

З’ясовано, що близько 70% стартаперів розвивають бізнес-проєкти за власні заощадження або кошти родичів і друзів.

Проведено SWOT-аналіз джерел зовнішнього венчурного фінансування. Встановлено, що приватний сектор інвестування найбільш підходить для стартапів з метою максимізації прибутку. Тоді як, для соціально орієнтованих стартапів – державне фінансування.

Визначено, що найбільш типовими мотивами для проведення оцінювання вартості стартапу є: внесення або відчуження частки капіталу, кредитування під заставу частки, особисті конфлікти з подальшим виходом зі стартапу.

Встановлено, що такі традиційні методи оцінки бізнесу, як метод чистих активів і метод ліквідаційної вартості, застосовуються нечасто для оцінювання вартості стартапу.

З використанням методів «зверху-вниз» та сукупної вартості володіння розраховано вартість стартапу в ІТ-галузі, яка становить 31837,44 дол. і 29 573 дол. відповідно.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. «MoneyTreeTM: Навігатор венчурного ринку». Огляд венчурної індустрії України за 2018 рік. – К., 2019 – 24 с., С. 4.
2. «MoneyTreeTM: Навігатор венчурного ринку». Огляд венчурної індустрії України за 2019 рік. – К., 2020 року – 24 с. С. 4.
3. Огляд ринку прямих і венчурних інвестицій. 2019 г. URL: http://www.ipoboard.ua/files/cms/200dff3c0e542cd52294f166a762cfe0 стор. 9.
4. Офіційний сайт Групи «Експерт» – URL: http://expert.ua/.
5. Офіційний сайт Центрального Банку (Банку України) – URL: www.cbr.ua.
6. Ринок венчурних інвестицій ранній стадії: ключові тренди // Офіційний сайт Української венчурної компанії. URL: http://www.uasventure.ua/ua/programm/analytics/docs/201802_vciom.pdf.
7. Україна: курс на інновації. Відкритий експертно–аналітичний звіт про хід реалізації «Стратегії інноваційного розвитку України на період до 2025 року». Випуск II. ВАТ «РВК» за сприяння Міністерства економічного розвитку України. – К., 2019. – 148 с.
8. Стартапи.ру. Бізнес ідеї та інвестиції в стартапи. Новини про бізнес, інвестиції і тренди США, Європи, України і Азії. URL: http://startapy.ua/.
9. Чаюн Юлія Почати з нуля // Газета Коммерсант 19.05.2019 http://www.kommersant.ua/.
10. www.beznal.pro – інформаційний портал (дата звернення: 04.05.2020).
11. www.entrepreneur.com і аналогічному Українському ресурсі http://smartsourcing.ua.
12. Шулепов А.А. Системний підхід до аналізу ефективності інвестиційних проєктів // Проблеми сучасної економіки. – 2009. – № 4. – С. 251–253
13. Оцінка ефективності інвестиційних проєктів // реферати – Центр дистанційної освіти URL:

http://www.elitarium.ua/2007/07/04/print:page,1,ocenka_jeffektivnosti_investicionnykh_proektov.html

14. Дьякова Ю.Н. Аналіз взаємозв'язку інвестиційної та виробничо–фінансової діяльності підприємства: Методичний посібник. – К: ГУАП, 2003. – 29 с

15. Демидов О.Ю. Фінансове забезпечення нафтогазового комплексу України в контексті світового досвіду: автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.14. – К., 2003. – 144 с.

16. Як роздати (отримати) опціони і не облажався // Цукерберг подзвонить! – інтернет–бізнес, стартапи та маркетинг URL: http://www.siliconuas.com/2013/11/get–richor–die–working/.

17. МСП отримає 31 млрд грн на кредити під заставу прав на інтелектуальну власність. URL: https://uapto.ua/ ua / news / 21–02–2019–msp–poluchit–31–mlrduableу–na–kredity–pod–zalog–prav–na–intellektu alnuyu–sobstvennost

18. Райлі Р., Швайс Р. Оцінка бізнесу – досвід професіоналів / пер. з англ. К.: ВД «Квінт–КОНСАЛТИНГ», 2010. 408 с.

19. Дамодаран А. Інвестиційна оцінка: Інструменти і методи оцінки будь–яких активів / пер. з англ. 10–е вид., Перераб. і доп. К.: Паблішер, 2017. 1316 с.

20. Сли Р. Приватні ринки капіталу: оцінка, фінансування і передача капіталу непублічних компаній / пер. з англ. К.: Громадська організація «Українське товариство оцінювачів», 2011. 656 с.

21. International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) Guidelines. December 2018. URL: http: //www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/ IPEV% 20Valuation% 20Guidelines% 20–% 20 December% 202018.pdf

22. Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide. Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies. Частини 1 і 2. URL: http: //www.globalviewadvisors.com/wp–content/uploads/2018/05/Working–Draft–of–AICPA–Portfolio–CompanyValuation–Guide–Part–1–Chapters–1 to–14– 15May18.pdf.

23. Недзвецький Н. С. Інноваційний стартап як об'єкт венчурного інвестування: базові та специфічні характеристики // Економіка: вчора, сьогодні, завтра. 2017. Т. 7. № 2А. С. 124–137.

24. Куніцина Н. Н., Халявських Т. В. Методи оцінки доінвестіціонной вартості стартапів, які не досягли рівня прибутковості // Науково–технічні відомості ДПУ. 2016. № 4 (246). С. 292–301.

25. Суханова І. Г. Оцінка швидкозростаючих компаній // Питання оцінки. 2018. № 2 (92). С. 27–33.

26. Силаєв А. А. Методика оцінки вартості інноваційних проєктів із залученням венчурних інвестицій // Майнові відносини в Україні. 2012. № 2 (125). С. 29–39. 12. Альтова І. П. Аналіз методів оцінки вартості венчурних інноваційних компаній // Науково–технічні відомості ДПУ. 2009. № 4. С. 237–240.

27. Силаєв А. А. Модифікована факторна модель розрахунку ставки дисконтування на основі методу кумулятивного побудови для оцінки вартості інноваційних проєктів із залученням венчурного фінансування // Майнові відносини в Україні. 2011. № 5 (116). С. 89–93.

28. Касьяненко Т. Г. Про структуру ставки дисконту при оцінці венчурних компаній // Майнові відносини в Україні. 2014. № 12 (159). С. 28–45

29. Everett Craig R. Private Capital Markets Report »(2019). Pepperdine Graziadio Business School. URL: http://digitalcommons.pepperdine.edu/gsbm_pcm_pcmr/12

30. After 20 years: Updating the Berkus Method of valuation. URL: https: // berkonomics. com /? p = 2752

31. Valuations 101: The Risk Factor Summation Method. URL: http://blog.gust.com/ valuations–101–the–risk–factor–summationmethod /

32. Valuations 101: Scorecard Valuation Methodology. URL: http://blog.gust.com/valu ations–101–scorecard–valuation–methodo logy /

33. Venture Valuation – First Chicago Method. URL: http://www.venionaire.com/first–chi cago–method–valuation /