

# Управление инвестициями и инновационной деятельностью

УДК 658.1:001.895  
ББК У9(2)-55

DOI: 10.14529/em180210

## ЭВОЛЮЦИЯ ПОНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

*Е.И. Добрынин*

*Южно-Уральский государственный университет, г. Челябинск, Россия*

Оценка инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций является важной задачей для изучения, так как в случае успеха венчурные инвестиции позволяютратно приумножить капитал. Неоднозначность понятия инвестиционной привлекательности влияет на подход к ее оценке. В статье приводятся различные точки зрения интерпретации понятия инвестиционной привлекательности. Проводится анализ эволюции понятия инвестиционной привлекательности, рассматриваются сущность венчурных инвестиций, характер инвестирования на разных стадиях реализации инноваций, основные объекты венчурного инвестирования, показатели экономической эффективности, факторы инновационной эффективности. Финансово-экономические факторы сравниваются с внеэкономическими факторами инвестиционной привлекательности, экономическая эффективность сравнивается с инновационной эффективностью, между этими понятиями найдена связь, доказывається абстрактность понятия инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций. В результате представлен современный взгляд на оценку инвестиционной привлекательности, сделан вывод о превалирующей роли субъективных факторов оценки инвестиционной привлекательности в связи с развитием инвестиционных площадок, скоринговых моделей и принятия термина «инвестиционная привлекательность» как абстрактного понятия.

**Ключевые слова:** инвестиционная привлекательность, венчурные инвестиции, подход к оценке, абстрактное понятие, субъективные факторы, экономическая эффективность, инновационная эффективность.

В разные периоды истории термин инвестиционной привлекательности претерпевал изменения в соответствии с меняющимся профилем инвестора, экономической конъюнктурой и характером финансовых отношений экономических субъектов. Понимание процесса эволюции понятия инвестиционной привлекательности приводит к пониманию, каким образом необходимо оценивать инвестиционную привлекательность объектов инвестирования.

В данном случае в качестве объектов инвестирования выступают венчурные инвестиции. Венчурные инвестиции так или иначе связаны с инновациями. Это могут быть стартапы, отдельные инновационные проекты. Все это финансовые инструменты, которые обеспечивают высокий уровень доходности, отдачи от инвестиций при условии, что идея воплощается в жизнь.

Многих инвесторов привлекают венчурные инвестиции, поскольку отдача от вложенных средств в инновационные проекты, стартапы и другие объекты венчурного инвестирования частократно превышает вложенный капитал. Так, инвестировав 5 \$ в Apple в 2004 году, в 2015 – за эти 5 \$ можно было получить уже 115–130: кратный рост больше чем в 20 раз за 10 лет [1]. Но стоит ли

инвестору ориентироваться только на доходность актива? Можно ли сказать, что чем доходнее актив, тем больше он привлекателен для инвестиций? И какие критерии могут служить ориентиром для выбора объекта инвестирования в современном мире?

Для ответа на эти вопросы необходимо провести контент-анализ инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций, рассмотреть показатели для оценки инвестиционной привлекательности и предложить концептуальный подход к оценке инвестиционной привлекательности программ инновационного развития.

В настоящий момент в литературе сложно встретить примитивные подходы, однако их тоже стоит рассмотреть для поиска критерия истины среди ряда мнений. Подход к оценке инвестиционной привлекательности, где основным и преимущественно единственным критерием оценки инвестиций является доход, часто сравнивают с финансовой неграмотностью. В данном конкретном случае доход ассоциируется лишь с оборотом, то есть с идеальной ситуацией, принцип которой гласит следующее: доход зависит лишь от объема вложенных средств, умноженного на определенный коэффициент. При таком подходе можно

ранжировать инструменты инвестирования по доходу, и такая модель не учитывает риски, что в современных реалиях явно указывает на финансовую неграмотность.

Стоит признать, что такие компании, как Apple, и, соответственно, успех от инвестиций в них являются феноменальными. Зачастую вероятность успеха по венчурным инвестициям описывается дискретной величиной: либо успех, либо неуспех. Сложно найти какие-либо еще состояния между этими пределами, поскольку успех данных инвестиций характеризуется множеством параметров, которые и определяют сам инновационный проект.

Следующим этапом к пониманию инвестиционной привлекательности можно отнести соотношение риск-доходность. В этих моделях инвесторы задумываются не только о доходности, но и о риске, что повлекло за собой развитие риск-менеджмента. Условно инвесторы разделились на 2 типа: склонные к риску и несклонные к риску инвесторы. При этом склонных к риску инвесторов нельзя отнести к финансово неграмотной части населения, склонные к риску инвесторы выбирают более агрессивные стратегии, при этом сознательно идут на риск.

Начальник отдела анализа корпоративных заемщиков ОАО «ТрансКредитБанк» Наталия Зайцева указывает, что акции второго и третьего эшелона дают высокую доходность, сопряженную с повышенным принимаемым на себя риском, но отказываться от таких инвестиций не стоит, такого рода инвестиции, как правило, требуют более тщательного анализа [2].

Таким образом, если учитывать не только доходность, но и риск, то инвесторы делятся на 2 типа: склонные к риску и несклонные к риску. Несклонные к риску инвесторы используют инструменты с небольшим уровнем доходности и небольшим риском. Склонные к риску экономические субъекты рассматривают риск как возможность получить большую доходность. Большой риск воспринимается не только как высокая вероятность потерь, но и как большая возможность сделать рывок на следующий уровень развития. Можно сравнить развитие склонных к риску инвесторов как развитие по спирали, так как переход на следующий уровень спирали является резким скачком в росте капитала или, наоборот, в падении активов. Одним из видов инвестиций, удовлетворяющих потребности склонных к риску экономических субъектов, являются венчурные инвестиции.

Венчурные инвестиции обладают свойством неопределенности, которая меняется в зависимости от стадии развития инновационного проекта. Зависимость от стадии инновационного проекта предполагает более мягкое ранжирование между склонными и несклонными к риску инвесторами и дает возможность поэтапного финансирования в

зависимости от стадии проекта, что накладывает ряд различных условий от размера инвестиций до выбора определенной категории инвесторов. Всего выделяют 6 стадий [3]:

1. Seed («Фаза разработки», «Посевная стадия»). Инвестиции на данном этапе считаются самыми рискованными и одновременно самыми прибыльными. На этой стадии инвестиции используются для формирования теоретической и практической коммерческой значимости своей идеи.

2. Start-up («Старт-ап», «Стартовая фаза»). На этой стадии организовывается новая фирма, которая проводит разработку и испытание прототипа инновации. Инвестиции используются для запуска коммерческой реализации инновации.

3. Early stage (Early growth, «Ранний рост», «Фаза ранней экспансии»). На этой стадии фирма начинает занимать свою долю рынка, выпуская и реализуя продукцию. Поскольку фирма слаба и финансово, и с точки зрения репутации, то ей необходимы инвестиции, чтобы занять свою нишу на рынке.

4. Expansion («Расширение», «Фаза быстрой экспансии», «Фаза роста»). На этой стадии фирма стремится к тому уровню развития, чтобы снизить вероятность банкротства за счет генерирования прибыли. Фирма уже имеет опыт разработки и коммерциализации своего продукта, поэтому инвестиции используются для совершенствования своей продукции и расширения сбыта. Эта стадия является начальной для традиционного инвестирования, который в основном реализует банковский сектор.

5. Mezzanine («Мезонинная» фаза, «Подготовительная фаза»). Цель данной стадии – подготовка к IPO.

6. Exit («Выход», Liquidity stage, «Фаза ликвидности», «Фаза мостового финансирования»). На этой стадии компания выпускает акции и набирает обороты на финансовом рынке.

Несклонные к риску инвесторы входят в проекты ближе к поздним стадиям их реализации, когда наибольшую доходность получают склонные к риску инвесторы, которые вкладывают свои денежные средства и опыт на самой ранней стадии проекта. Оценить, какой проект считается прорывным, очень сложная задача, но именно благодаря инновациям существует развитие, научно-технический прогресс, и участвующие в этом инвесторы достигают и индивидуального, и общественного успеха.

Инвестиционная привлекательность – весьма абстрактное понятие, поскольку существуют финансово-экономические и внеэкономические факторы [4, 5]. С финансово-экономическими факторами все проще. Определяющим показателем является экономическая эффективность. Здесь важно понимать отличие от других показателей, в том числе и от коммерциализуемости, которую часто

приводят в качестве критерия оценки инновационных проектов [6].

Термин коммерциализуемость отождествляется со степенью сложности продажи. Не всегда коммерциализуемый продукт может приносить прибыль, что важно для инвестора, определяющими факторами для которого является финансово-экономические. Первоочередная задача для такого инвестора – приобрести тот актив, который можно продать в будущем дорожке.

Инвесторы этой группы понимают инвестиционную привлекательность как финансовый результат. Инвесторы, оценивающие инвестиционную привлекательность (Л.Т. Гиляровская, Э.И. Крылов, В.М. Власова, М.Г. Егорова) [7, 8], рассматривают ее как оценку эффективности использования собственного и заемного капитала, анализ платежеспособности и ликвидности (аналогичное определение – структура собственного и заемного капитала и его размещение между различными видами имущества, а также эффективность их использования).

При принятии финансового подхода к оценке рисков инвестора интересуют такие показатели, как:

- ликвидность – показывает, насколько быстро предприятие может превратить свои активы в денежные средства в случае необходимости;
- имущественное положение – отражает долю оборотных и необоротных средств в общем имуществе предприятия;
- деловая активность – показатель характеризует все финансовые процессы на предприятии, от которых в свою очередь зависит прибыль предприятия;
- финансовая зависимость – показывает зависимость предприятия от внешних источников финансирования и возможность функционирования без дополнительных средств;
- рентабельность – отражает эффективность использования предприятием своих финансовых возможностей.

Однако с развитием теории рисков инвесторы стали учитывать снижение дохода, изменение рыночной конъюнктуры, усиление конкурентов и другие факторы, которые сложно оценить. Инвесторы стали склоняться к тому, что, используя финансовые показатели (в особенности бухгалтерского баланса), можно оценить только текущее положение компании. Получившие свое распространение модели оценки рисков действовали с определенной долей вероятности в определенный момент времени и не учитывали индивидуальные особенности отрасли, региона. Применение данных моделей можно слабо связать с оценкой вероятности банкротства компании, но для сравнения двух предприятий с одинаковой доходностью данные модели не подходят. Важно отметить, что в РФ нет своей модели оценки рисков, в аудитор-

ских отчетах можно встретить популярную модель Альтмана [9], что указывает на фактическую практическую неприменимость моделей или слабую разработанность для российского рынка.

Инвесторы, не имея подхода к оценке рисков, предпочитают в качестве базы для принятия решений доходность, имитируя развитие предприятия с финансовой точки зрения. Для решения этой задачи используется метод дисконтирования денежных потоков [10]. Риск в этом случае определяется ставкой дисконтирования, которая может включать в себя множество факторов, но важно понимать, что в итоговой модели это всего лишь 1 прогнозируемый параметр, пусть и в усложненном варианте различный в зависимости от периода. Данный подход очень часто используется для сравнения проектов, предприятий, позволяет определить место данного инструмента инвестирования среди альтернатив в денежном эквиваленте.

К минусам такого подхода часто относят возможность воспользоваться результатом только в ближайшее время, чем неопределенные факторы типа рыночной конъюнктуры, законодательства, инвестиционной политики предприятия и других, тем больше применение данного метода теряет свой смысл.

Таким образом, использование известных решений в области оценки инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций с точки зрения финансово-экономических факторов целесообразно только со стадии расширения. Следовательно, возникает вопрос, стоит ли тогда учитывать финансово-экономические факторы, и если стоит, то каким образом?

Помимо финансово-экономических факторов, существуют внеэкономические факторы, которые индивидуальны для каждого инвестора. Например, явным «оппозиционером» финансово-экономических факторов являются экологические факторы, поскольку мероприятия по улучшению уровня экологии всегда означают расходы. В некоторых случаях отсутствие проведения экологических мероприятий означает нарушение законодательства, влечет за собой штрафы, падение стоимости капитализации компании [11], но это косвенная связь, прямой связи между экономической выгодой и экологическими мероприятиями нет.

В контексте внеэкономических факторов, которые напрямую не описываются финансовыми показателями, за термином инвестиционная привлекательность стоит множество факторов, которыми инвестор руководствуется при принятии решений. Соответственно, встает вопрос характера использования финансово-экономических и внеэкономических факторов применительно к оценке инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций.

Инновации привносят что-то новое в уже существующее или создают кардинально новое.

Оценить степень новизны однозначно вряд ли возможно, особенно используя абсолютные величины. С относительными показателями ситуация лучше, но в пределах какой-либо группы инноваций, зачастую очень узкой, возможно, ограниченной самой серией продукта. Допустим, тормозной путь у новых автомобилей снизился на 25 %. Однозначно, это улучшающая инновация: известна величина, которая однонаправлена и уменьшается. Но если анализировать более абстрактные понятия, например, точность: резьба была 0,2 мм, теперь 0,22 мм. Здесь можно говорить о том, что произошли улучшения, но эквивалентны тому, если бы резьба стала 0,18 мм. Величина не только двунаправлена, но и абстрактна. Более того, может не соответствовать заявленным характеристикам оцениваемого параметра, например, по спецификации заказа резьба должна быть 0,23 мм, то есть проект не удался, хотя относительная величина свидетельствует о повышении точности.

Рассмотренные выше примеры актуальны, когда есть аналоги, какой-то предшествующий опыт, позволяющий сравнивать инновацию с существующими продуктами или процессами. Но есть тип инноваций, аналоги для которых найти крайне сложно, особенно если рассматриваются радикальные инновации. Поскольку величины измерения нет, то и оценить степень новизны инновации близко к невозможному, руководствуясь абсолютными величинами, производственными показателями и характеристиками.

С инновационными программами анализ успешности еще сложнее, поскольку инновационный проект включает, как правило, реализацию и внедрение нескольких инноваций. Инновационный проект – это ограниченное во времени предприятие, предназначенное для создания уникальных продуктов, услуг или результатов. Инновационная программа – ряд связанных друг с другом проектов, управление которыми координируется для достижения преимуществ и степени управляемости, недоступных при управлении ими по отдельности. Инновационный портфель – набор проектов, программ и других мероприятий, объединенных вместе с целью эффективного управления данными работами для достижения стратегических целей [12]. Инновационная программа сложнее, чем инновационный проект, поскольку включает в себя несколько инновационных проектов. Портфель проектов сложнее, чем инновационная программа, поскольку образует инновационную стратегию предприятия, а именно развитие по нескольким направлениям.

Таким образом, при оценке инвестиционной привлекательности программ инновационного развития нельзя в полной мере руководствоваться финансово-экономическими факторами, поскольку они эффективны на уровне инновационных проектов с определенной стадией их развития.

При оценке инвестиционной привлекательности программ инновационного развития стоит признать абстрактность понятия инвестиционной привлекательности. Стоит рассмотреть субъективизм в оценке инвестора как определяющую тенденцию в развитии профиля инвестора. Поэтому целесообразным способом оценить инвестиционную привлекательность программ инновационного развития служит использование скоринговых моделей. Необходимо определиться с характером факторов, участвующих в данной модели.

Если посмотреть на скоринговые модели банков по определению платежеспособности физических лиц, то можно заметить различные факторы, которые, на первый взгляд, имеют косвенное отношение к платежеспособности клиента. Например, количество детей, водительские права и прочие факторы. Каждый из этих факторов имеет свой вес. Так получается интегральная модель оценки, которая позволяет принимать решения о выборе объекта инвестиции. В данном случае объектом является физическое лицо, которое сравнивается с другими физическими лицами. Лицо, набравшее наибольшее количество очков, получает кредит.

С точки зрения инвестиционной привлекательности отличным примером внедрения скоринговых моделей являются не только банки, но и инвестиционные площадки. Скоринговые модели используются для тех же целей: ранжирование инвестиционных проектов. Скоринговые модели представляют набор факторов, которые, по мнению представителя инвестиционной площадки или уже инвестора, влияют на инвестиционную привлекательность объекта инвестиций.

У некоторых субъектов инвестиционной деятельности существует даже порог на вход на инвестиционные площадки, или минимальные требования. Например, на инвестиционной площадке «Поток» Альфа-банка в качестве объектов инвестиций выступают предприятия, а минимальным требованием является указание банковского счета, по которому владельцы площадки считают безналичный оборот, который должен превышать определенный порог, также учитываются крупные арбитражи, долги, просрочки по кредитам у учредителей [13]. Важно отметить, что помимо количественных характеристик существует множество качественных. И действительно отношение к качественным характеристикам более стабильно. Например, безналичный оборот по банковскому счету может меняться в номинальном выражении, но если рассматривать его качественно в зависимости от условий на определенный момент времени, то он будет менее подвержен колебаниям, то есть разные количественные характеристики будут восприниматься одинаково на уровне качественных характеристик. Это обуславливает стремление оценивать объекты инвестирования абстрактно.

Абстрактная оценка в свою очередь требует особого подхода. Основная проблема возникает в том случае, если абстракции намеренно декомпозируются на определенный набор факторов. Например, субъект инвестирования может обозначить абстракцию порядочность, понятие достаточно субъективное, абстракция в модели должна иметь вес, но при жесткой привязанности к определенным факторам вес абстракции состоит из весов его составляющих. Абстракция сама по себе перестает иметь смысл, поскольку мышление задается меньше. Допустим, если инвестор посчитал, что порядочность зависит от уровня образования, что тоже является абстракцией, потому что уровень образования может состоять из рейтинга вуза (который также является абстракцией от других абстракций), степени образования, среднего балла и других факторов. Таким образом, получается модель в модели, которая вряд ли даст верный результат.

Косвенной проблемой, вытекающей из описанной выше основной проблемы, является подгонка набора параметров в модели. Известно, что площадки имеют скоринговые модели. Но если эти модели будут полностью публично доступны, то объект инвестирования в анкету может разместить такую информацию, которая даст ему преимущество по сравнению с другими. Условно, если инвестор в большей степени ориентируется на порядочность, а порядочность зависит от количества сотрудников, то можно увеличить этот параметр до любого оптимального, допустим, по критерию «объем инвестирования на единицу сотрудника», используя в простом случае «мертвые души».

Таким образом, для выполнения условий закрытости скоринговой модели и эффективности ее оценки скоринговая модель оценки инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций должна быть абстрактной на уровне факторов, при этом независимость абстрактных факторов друг от друга позволит избежать двойного учета в модели. С учетом абстрактности и независимости факторов для повышения объективности оценки следует предложить оценить инвестиционную привлекательность объектов инвестирования экспертам. К похожему выводу пришли российские ученые Русак Н.А. и Русак В.А. [14]. Они сводят определение инвестиционной привлекательности объекта в основном к эвристическим методам, связанным с ранжированием исследуемых объектов на основании оценки специалистов (экспертов). Отсюда, инвестиционная привлекательность касается сравнения нескольких объектов с целью определения лучшего, худшего, среднего.

При оценке инвестиционной привлекательности наиболее оптимальным способом служит построение модели на основе абстрактных величин, значения которых определяются экспертами. За

инвестиционной привлекательностью скрывается множество понятий: чаще всего, ими являются экономическая эффективность и инновационная эффективность.

Под экономической эффективностью часто подразумевается рентабельность проекта, программы, предприятия. Традиционные инвесторы определяют это понятие ликвидностью, имуществом, положением, деловой активностью, финансовой зависимостью. Как выяснили ранее, данная модель позволяет оценить только текущее состояние предприятия, не дав ответ на вопрос: стоит ли инвестировать?

Инновационная эффективность первоначально рассматривалась как очень близкое понятие к экономической эффективности. Скорее всего, это связано было с тем, что аналитики стали уделять больше внимание оценке проектов, чем оценке предприятий. Это очень важный момент для определения современной модели оценки инвестиционной привлекательности. Фактически произошел переломный момент, когда возникло сравнение объектов разного уровня, что указывает, возвращаясь к традиционным экономическим понятиям, на определение экономической прибыли с учетом альтернативных вложений.

Так, инновационную эффективность Хаушильдт трактует как суммарный успех отдельных проектов [15], а сама инновационная эффективность определяется степенью отдачи от инвестиций в инновации в сравнении с рентабельностью фирмы, которая инвестирует или занимается инновациями.

Одним из показателей, которыми фирма руководствуется при принятии решения о запуске инновационного проекта, является Weight Average Cost of Capital (WACC) [10, 16, 17].

WACC – это средневзвешенная стоимость капитала, показатель используется при оценке необходимости инвестирования в различные ценные бумаги, проекты и дисконтировании ожидаемых доходов от инвестиций и измерении стоимости капитала компании.

Наиболее простым методом принятия решения становится расчет показателя WACC для фирмы и доходности проекта. Если доходность проекта становится меньше, чем WACC, то от запуска данного проекта необходимо отказаться.

Несмотря на то, что Хаушильдт акцентирует свое внимание на финансовой составляющей инновационной привлекательности как первоочередной составляющей, он также утверждает, что не стоит ограничиваться только финансами [15]. Его поддерживают коллеги Альтманн, Гриффин, Пейдж, которые разделяют понятие инновационной привлекательности на 4 фактора: финансовый, технический, маркетинговый и процессный [18, 19]. Под финансовым фактором подразумеваются различные финансовые величины, такие как объем

продаж, доля рынка, прибыль. Технический фактор обозначает «техническую эффективность» инновации. Маркетинговая составляющая включает в себя удовлетворенность покупателей, уровень престижа и т. п. Процессная эффективность подразумевает проектную эффективность, а именно соответствие качеству, которое должно достигаться при окончании проекта, а также эффективный процесс управления и реализации самого инновационного проекта. Естественно, что данные факторы имеют различный «вес» в глазах инвестора. Возможно, следует определять и зависимость данных факторов. Так мы можем утверждать, что процессная эффективность и эффективный маркетинг ведут к экономической эффективности инноваций.

Экономическую эффективность инноваций рассматривают, используя, как правило, 2 группы финансовых показателей: одна основана на влиянии инноваций на капитализацию компаний, которая определяется при помощи рыночной цены акций, вторая – на показатели финансовой отчетности. При этом подавляющее число исследований, если не абсолютное большинство, находят положительную связь между внедрением инноваций или инновационной эффективностью и экономической эффективностью.

Так, Вулдридж и Сноу заметили, что рынок акций моментально реагирует позитивом на анонсирование инновационных проектов [20]. Героски, Мачин и Ван Ринен заметили связь между количеством внедренных инноваций и улучшением финансового состояния фирмы [21]. Бланделл, Гриффит и Ван Ринен подтвердили положительное влияние технологических или процессных инноваций на рыночную капитализацию компаний, внедряющих такой тип инноваций [22]. Сореску, Чанди и Прабу анализировали внедрение радикальных инноваций в фармакологии и заметили, что инновации оказывают большее влияние на экономическую эффективность, чем улучшения в области маркетинга или технологии производства традиционных товаров [23]. Предметом анализа Мизика и Якобсона стали маркетинговые мероприятия, где ученые выяснили, что рынок положительно реагирует на проведение маркетинговых мероприятий, особенно связанных с инновациями [24]. Паувелс с группой ученых отмечает долгосрочное улучшение финансового состояния фирм автомобилестроения при внедрении продуктовых инновациях сразу в двух аспектах: рыночная капитализация и финансовая отчетность [25]. Однако, Паувелс, Лейфер и другие ученые признают, что успех отдельных инновационных проектов не должен отождествляться с успехом фирмы, к тому же внедренные инновации не могут гарантировать мгновенное улучшение дел в компании, то есть

успех инноваций имеет определенный лаг с момента разработки и внедрения инноваций [25, 26].

Экономическая эффективность и инновационная эффективность являются смежными понятиями в условиях современной экономики, где основной движущей силой является реализация успешных проектов. Важно отметить, что оба этих понятия определяют инвестиционную привлекательность того или иного объекта инвестиций. Поэтому в качестве экономической эффективности можно рассмотреть минимальную норму на прибыль инвестиций, которая зависит от факторов инновационной эффективности и которая служит фильтром для отбора объектов инвестирования. Математически модель представлена в следующем виде:

$$\begin{cases} IA(IE, EE): IE \rightarrow \max \\ IE_j = \sum_i w_i * k_{ij} \\ EE_j: RR_j \geq MRR \end{cases}$$

где  $IA$  – инвестиционная привлекательность объектов инвестирования;  $IE$  – инновационная эффективность объектов инвестирования;  $EE$  – экономическая эффективность объектов инвестирования;  $w_i$  – весовой коэффициент значимости фактора;  $k_{ij}$  – значение оценки объекта инвестирования по фактору инновационной эффективности;  $RR_j$  – норма на прибыль объекта инвестирования;  $MRR$  – минимальная норма на прибыль.

Следует выделить следующие требования к модели оценки инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций:

- абстрактность инвестиционной привлекательности объектов инвестирования;
- абстрактность и независимость друг от друга факторов инновационной эффективности;
- взаимосвязь факторов инновационной эффективности и экономической эффективности;
- ограничение доходности по объектам инвестирования минимальной нормой на прибыль инвестиций.

Таким образом, в результате исследования эволюции инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций:

- рассмотрены подходы к пониманию понятия инвестиционной привлекательности;
- определена концепция инвестиционной привлекательности как абстрактного понятия;
- предложено использование скоринговой модели для оценки инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций;
- определены требования к модели оценки инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций;
- предложено оценивать инвестиционную привлекательность венчурных инвестиций, привлекая экспертов.

### Литература

1. Apple Inc. (AAPL). NasdaqGS Delayed Price. – Yahoo Finance. <https://finance.yahoo.com/quote/AAPL> (15 янв. 2018).
2. Зайцева, Н.С. Как оценить инвестиционную привлекательность? / Н.С. Зайцева // *Банки и деловой мир*. – 2007. – № 12.
3. Цвирко, С.Э. Венчурное финансирование как фактор инновационного развития экономики России / С.Э. Цвирко // *Вестник ТГУ*. – 2010. – № 9 (89) – С. 149–156.
4. Пархоменко, Е.Л. Качество инновационного продукта / Е.Л. Пархоменко, Б.И. Герасимов, Л.В. Пархоменко. – Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2005. – 116 с.
5. Колосова, О.В. Управление инновационной деятельностью / О.В. Колосова, С.Н. Яшин, Н.А. Мурашова. – 2-е изд. – Нижний Новгород: Нижегород. гос. техн. ун-т, 2012. – 566 с.
6. Доронин, Б.А. Инновационно-ориентированное развитие АПК Ставропольского края: монография / Б.А. Доронин, Л.В. Агаркова, И.И. Глотова. – Ставрополь: АГРУС Ставропольского гос. аграрного ун-та, 2016. – 266 с.
7. Гиляровская, Л.Т. Экономический анализ: учебник для вузов. – 2-е изд. / Л.Т. Гиляровская. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 615 с.
8. Крылов, Э.И. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия: учебное пособие / Э.И. Крылов, В.М. Власова, М.Г. Егорова. – М.: Финансы и статистика, 2014. – 192 с.
9. Дягель, О.Ю. Банкротство: учет, анализ и аудит: учебное пособие / О.Ю. Дягель, Т.П. Сацук, Т.Э. Неупокоева, С.Г. Татаринцева, Е.О. Энгельгардт. – Красноярск: КГТЭИ, 2007. – 152 с.
10. Рогова, Е.М. Венчурный менеджмент: учебное пособие / Е.М. Рогова, Е. А. Ткаченко, Э. А. Фияксель. – М.: НИУ ВШЭ, 2011. – 440 с.
11. Volkswagen to recall 8.5 million diesel vehicles in Europe. – Euronews. <http://www.euronews.com/2015/10/15/germany-orders-volkswagen-to-recall-and-refit-24-million-diesel-vehicles> (15 окт. 2015).
12. Руководство к Своду знаний по управлению проектами (Руководство РМВОК®). 4-е изд. – Pennsylvania, Newtown Square: Project Management Institute Inc., 2008 – 496 с.
13. Поток. – <https://business.potok.digital/> (10 фев. 2018).
14. Русак, Н.А. Финансовый анализ субъекта хозяйствования / Н.А. Русак, В.А. Русак. – Минск: Вышэйшая школа, 1997. – 309 с.
15. Hauschildt, J. *Innovationsmanagement* / J. Hauschildt, S.Salomo. – Munchen: Vahlen, 2011. – 410 s.
16. Романовский, М.В. Корпоративные финансы: учебник для вузов / М.В. Романовский, А.И. Вострокнутова. – СПб.: Питер, 2014. – 592 с.
17. Теннент, Д. Управление денежными потоками: Как не оказаться на мели / Д. Теннент. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – 208 с.
18. Altmann, G. *Unternehmensführung und Innovationserfolg – Eine empirische Untersuchung im Maschinenbau*. / G. Altmann. – Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2003. – 237 s.
19. Griffin, A. PDMA success measurement project: Recommended measures for product development success and failure. / A. Griffin, A.L. Page // *Journal of Product Innovation Management*. – 1996. – № 13. – P. 478–496.
20. Wooldridge, J.R. Stock market reaction to strategic investment decisions / J.R. Wooldridge, C.C. Snow // *Strategic Management Journal*. – 1990. – № 11. – P. 353–363.
21. Geroski, P. The profitability of innovating firms / P. Geroski, S. Machin, J. Van Reenen // *The Rand Journal of Economics*. – 1993. – № 24. – P. 198–211.
22. Blundell, R. Market share, market value and innovation in a panel of British manufacturing firms / R. Blundell, R. Griffith, J. Van Reenen // *Review of Economic Studies*. – 1999. – № 66. – P. 529–554.
23. Sorescu, A.B. Sources and financial consequences of radical innovation: Insights from pharmaceuticals / A.B. Sorescu, R.K. Chandy, J.C. Prabhu // *Journal of Marketing*. – 2003. – № 67. – P. 82–102.
24. Mizik, N. Trading off between value creation and value appropriation: The financial implications of shifts in strategic emphasis / N. Mizik, R. Jacobson // *Journal of Marketing* – 2003. – № 67. – P. 63–76.
25. Pauwels, K. New products, sales promotions and firm value: The case of the automobile industry / K. Pauwels, J. Silva-Risso, S. Srinivasan, D.M. Hanssens // *Journal of Marketing*. – 2004. – № 68. – P. 142–156.
26. Leifer, R. R&D investment and innovative-ness: Their contributions to organizational success / R. Leifer, G. Kasthurirangan, D. Robeson // *The SMS conference, Vienna*. – 2006.

**Добрынин Евгений Игоревич**, аспирант очной формы обучения кафедры финансов, денежного обращения и кредита Высшей школы экономики и управления, Южно-Уральский государственный университет (г. Челябинск), [eugenemmk@gmail.com](mailto:eugenemmk@gmail.com)

Поступила в редакцию 25 мая 2018 г.

## EVOLUTION OF THE CONCEPT OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF VENTURE INVESTMENTS

*E.I. Dobrynin*

*South Ural State University, Chelyabinsk, Russian Federation*

Evaluation of investment attractiveness of venture investments is an important issue to study because the successful venture investments allow multiplying the invested funds. Ambiguity of the concept of investment attractiveness affects the approach to its evaluation. The article provides various points of view in interpretation of investment attractiveness. Analysis of evolution of the investment attractiveness concept is carried out; the essence of venture investments, the nature of investment at various stages of innovations' implementation, the main objects of venture investment, as well as economic efficiency indicators and innovation efficiency factors are considered. Financial and economic factors are compared with noneconomic factors of investment attractiveness; economic efficiency is compared with innovation efficiency; a relation is found between these concepts; this proves the abstract nature of the venture investment attractiveness concept. As a result, a modern view on estimation of investment attractiveness is presented; a conclusion is made on the prevailing role of subjective factors when evaluating the investment attractiveness in regard with the development of investment platforms, scoring models, and acceptance of the term of "investment attractiveness" as an abstract concept.

**Keywords:** investment attractiveness, venture investments, estimation approach, abstract concept, subjective factors, economic efficiency, innovative efficiency.

### References

1. *Apple Inc. (AAPL). NasdaqGS Delayed Price.* Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/AAPL> (accessed 15 January 2018).
2. Zaitseva N.S. [How to Estimate the Investment Attractiveness]. *Banki i delovoy mir* [Banks and Business World], 2007, no. 12. (in Russ.)
3. Tsvirko S.E. [Venture Investment as Innovation Growth Factor of the Russian Economics]. *Vestnik TGU* [Bulletin of the TSU], 2010, no. 9, pp. 149–156. (in Russ.)
4. Parkhomenko E.L., Gerasimov B.I., Parkhomenko L.V. *Kachestvo innovatsionnogo produkta* [Innovation Product Quality]. Tambov, 2005. 116 p.
5. Kolosova O.V., Yashin S.N., Murashova N.A. *Upravlenie innovatsionnoy deyatel'nost'yu* [Innovation Activity Management]. 2 ed. Nizhniy Novgorod, 2012. 566 p.
6. Doronin B.A., Agarkova L.V., Glotova I.I. *Innovatsionno-orientirovannoe razvitiye APK Stavropol'skogo kraya* [Innovation-oriented Growth of the Stavropol Territory Agribusiness]. Stavropol', 2016. 266 p.
7. Gilyarovskaya L.T. *Ekonomicheskiy analiz* [Economic analysis]. 2 ed. Moscow, 2004, 615 p.
8. Krylov E.I., Vlasova V.M., Egorova M.G. *Analiz finansovogo sostoyaniya i investitsionnoy privlekatel'nosti predpriyatiya* [Analysis of Firm Financial Conditions and Investment Attractiveness]. Moscow, 2014. 192 p.
9. Dyagel' O.Yu., Satsuk T.P., Tatarintseva S.G., Engel'gardt E.O. *Bankrotstvo: uchet, analiz i audit* [Bankruptcy: Accounting, Analysis and Audit]. Krasnoyarsk, 2007. 152 p.
10. Rogova E.M., Tkachenko E.A., Fiyaksel' E.A. *Venchurnyy menedzhment* [Venture Management]. Moscow, 2011. 440 p.
11. *Volkswagen to recall 8.5 million diesel vehicles in Europe.* Available at: <http://www.euronews.com/2015/10/15/germany-orders-volkswagen-to-recall-and-refit-24-million-diesel-vehicles> (accessed 15 October 2015).
12. *Rukovodstvo k Svodu znaniy po upravleniyu proyektami (Rukovodstvo PMBOK®)* [Project Management Body of Knowledge]. 4 ed. Pennsylvania, Newtown Square, Project Management Institute Inc., 2008, 496 p.
13. *Potok.* Available at: <https://business.potok.digital/> (accessed 10 February 2018).
14. Rusak N.A., Rusak V.A. *Finansovyy analiz sub'ekta khozyaystvovaniya* [Financial Analysis of Business Entity]. Minsk, 1997. 309 p.
15. Hauschildt J., Salomo S. *Innovationsmanagement.* Munchen, 2011. 410 p.
16. Romanovskiy M.V., Vostroknutova A.I. *Korporativnye finansy* [Corporate Finance]. St. Petersburg, 2014. 592 p.

17. Tennent D. *Upravlenie denezhnymi potokami: kak ne okazat'sya na meli* [Cash Flow Management: How not to be Aground]. Moscow, 2014. 208 p.
18. Altmann, G. *Unternehmensführung und Innovationserfolg – Eine empirische Untersuchung im Maschinenbau*. Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag, 2003. 237 p.
19. Griffin A., Page A.L. PDMA Success Measurement Project: Recommended Measures for Product Development Success and Failure. *Journal of Product Innovation Management*, 1996, no. 13, pp. 478–496. DOI: 10.1111/1540-5885.1360478
20. Wooldridge J.R., Snow C.C. Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions. *Strategic Management Journal*, 1990, no. 11, pp. 353–363. DOI: 10.1002/smj.4250110503
21. Geroski P., Machin S., Van Reenen J. The Profitability of Innovating Firms. *The Rand Journal of Economics*, 1993, no. 24, pp. 198–211. DOI: 10.2307/2555757
22. Blundell R., Griffith R., Van Reenen J. Market Share, Market Value and Innovation in a Panel of British Manufacturing Firms. *Review of Economic Studies*, 1999, no. 66, pp. 529–554. DOI: 10.1111/1467-937X.00097
23. Sorescu A.B., Chandy R.K., Prabhu J.C. Sources and Financial Consequences of Radical Innovation: Insights from Pharmaceuticals. *Journal of Marketing*, 2003, no. 67, pp. 82–102. DOI: 10.1509/jmkg.67.4.82.18687
24. Mizik N., Jacobson R. Trading off between Value Creation and Value Appropriation: The Financial Implications of Shifts in Strategic Emphasis. *Journal of Marketing*, 2003, no. 67, pp. 63–76. DOI: 10.1509/jmkg.67.1.63.18595
25. Pauwels K., Silva-Risso J., Srinivasan S., Hanssens D.M. New Products, Sales Promotions and Firm Value: The Case of the Automobile Industry. *Journal of Marketing*, 2004, no. 68, pp. 142–156. DOI: 10.1509/jmkg.68.4.142.42724
26. Leifer R., Kasthurirangan G., Robeson D. R&D Investment and Innovativeness: Their Contributions to Organizational Success. *The SMS Conference*. Vienna, 2006.

**Evgenii I. Dobrynin**, Postgraduate student of full-time mode of study at the Department of Finance, Money Circulation and Credit, School of Economics and Management, South Ural State University, Chelyabinsk, eugenemmk@gmail.com

*Received May 25, 2018*

---

### ОБРАЗЕЦ ЦИТИРОВАНИЯ

Добрынин, Е.И. Эволюция понятия инвестиционной привлекательности венчурных инвестиций / Е.И. Добрынин // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». – 2018. – Т. 12, № 2. – С. 88–96. DOI: 10.14529/em180210

### FOR CITATION

Dobrynin E.I. Evolution of the concept of investment attractiveness of venture investments. *Bulletin of the South Ural State University. Ser. Economics and Management*, 2018, vol. 12, no. 2, pp. 88–96. (in Russ.). DOI: 10.14529/em180210