

ПІДХОДИ ТА МЕТОДИ ОЦІНЮВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ КОМПАНІЇ

<https://doi.org/10.23939/smeu2021.01.177>

© Терлецька В. О., 2021

Досліджено та проаналізовано основні традиційні підходи до оцінювання вартості бізнесу, а саме: дохідний, витратний та порівняльний. Розглянуто основні методи в межах кожного із традиційних підходів. Крім цього виявлено, що у сучасних умовах функціонування традиційні підходи до оцінювання вартості бізнесу “в чистому вигляді” венчурні інвестори застосовують не завжди, а найпопулярніші серед них методи – договірний, мультиплікаторів, дисконтованого грошового потоку, венчурний та метод реальних опціонів. Практика оцінкової діяльності свідчить про широке використання стохастичних методів, які неможливо безпосередньо зарахувати до жодного із традиційних підходів.

Ключові слова: інноваційна компанія; методи оцінювання вартості компанії; традиційні підходи; синтетичні моделі.

Постановка проблеми

У динамічних умовах функціонування оцінювання вартості інноваційної компанії є одним з інструментів корпоративного управління. Як показують дослідження та засвідчує практична діяльність, істотна кількість корпорацій за основу бере саме стратегію підвищення вартості власного бізнесу. Тому сьогодні актуалізація питань щодо управління вартістю бізнесу потребує удосконалення методології оцінювання.

Актуальність дослідження

Огляд наукових джерел засвідчує, що на практиці застосовують різноманітні підходи та методи для оцінювання вартості компанії, активів та бізнесу. Поряд із цим, під час виконання оцінювальних робіт на підприємствах багато із наявних підходів та методів або ж взагалі не використовуються, або ж застосовуються доволі рідко, тому зазвичай на практиці не завжди досягається всебічне, повне та об’єктивне оцінювання вартості капіталу.

Вчені зазначають, що під час визначення вартості бізнесу в межах використання будь-якого із загальноживаних методів важлива необхідність урахування різноманітних факторів фінансової діяльності. Це спричиняє одержання диференційних розрахункових величин вартості бізнесу, що вимагає узгодження отриманих даних. Це пов’язано з альтернативою ключових параметрів вартості для одержання підсумкової величини вартості бізнесу. Враховуючи вищесказане, необхідно та доцільно здійснити узгодження результатів за методами оцінювання вартості бізнесу, що дасть змогу отримати обґрунтовану величину вартості завдяки поєднанню переваг кожного із традиційних методів.

Формування завдань та мети статті

Завдання статті: дослідити та проаналізувати основні традиційні підходи до оцінювання вартості бізнесу, а саме: дохідний, витратний та порівняльний, а також розкрити зміст основних методів у межах кожного з традиційних підходів. Крім цього, заплановано дослідити використання сучасних методів до оцінювання вартості бізнесу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Огляд наукових публікацій та досліджень свідчить, що проблему використання методичних підходів до оцінювання вартості бізнесу розробляли вітчизняні та зарубіжні науковці, серед яких: Т. Єрофєєва [3], В. Єсіпов [7], Л. Лапицька [5], Г. Маховікова [7], Н. Патрікі [1], В. Терехова [7] та інші.

Виклад основного матеріалу

Визначення вартості компанії є одним із найважливіших завдань у галузі корпоративного управління, що дає можливість оцінити рівень конкурентоспроможності та успішності фірми на ринку. Визначення вартості бізнесу як процесу реалізовується з відповідною метою, а саме: для розрахунку ціни продажу, страхування майна, одержання кредиту тощо, що зумовлює вибір методу оцінювання вартості.

Під час вибору методу оцінювання вартості компанії дуже важливо вибрати адекватну модель, адже вибір непридатної моделі зазвичай призводить до переоцінки чи недооцінки бізнесу, що, зокрема, спричинено особливостями функціонування компанії, негативними змінами кон'юнктури ринку та нераціональним формулюванням оцінювання.

Уже накопичено значний досвід у здійсненні оцінювання вартості бізнесу, визначення витрат на інвестиції. Як відомо, сьогодні для оцінювання бізнесу традиційно використовують класифікацію підходів до оцінювання вартості бізнесу за певними вихідними даними. Переважно компанію як бізнес і як майновий комплекс оцінюють за однаковими підходами, проте зміст методів у межах кожного із підходів істотно відрізняється.

Як вказує Н. П. Патрікі, оцінювання вартості бізнесу – це конкретизація вартості бізнесу як майнового комплексу, що здатний приносити прибутки. Під час проведення оцінкової експертизи розраховують вартість усіх активів компанії, а саме: нерухомого майна, машин і устаткування, складських запасів, фінансових вкладень, нематеріальних активів. Оцінюють також ефективність роботи компанії, її доходи, перспективи розвитку і конкурентне середовище на ринку. Відтак оцінювану компанію порівнюють із підприємствами-аналогами. За результатами комплексного аналізу оцінюють бізнес як майновий комплекс, здатний приносити прибуток [1, с. 165].

Оцінювання залежить як від причин, так і від поставленої мети. Важливо, що один і той самий об'єкт на ту саму дату володіє різною вартістю залежно від мети його оцінювання. Вартість визначається різними методами [1, с. 165].

Загальновідомі три основні (традиційні) підходи до оцінювання вартості бізнесу: дохідний, витратний і порівняльний. Характеристику кожного деталізовано у міжнародних та національних стандартах оцінювання [2; 3].

Методи оцінювання вартості бізнесу за дохідним підходом такі: метод капіталізації чистого доходу, метод капіталізації дивідендів, метод капіталізації надлишкового доходу та метод дисконтування грошового потоку [1–6].

Метод капіталізації чистого доходу передбачає розрахунок поточної вартості із застосуванням потоку доходу в разі використання норми капіталізації. Норма капіталізації – коефіцієнт дисконтування, що використовується, якщо дохід надходить рівними частинами.

Метод капіталізації дивідендів застосовують для оцінювання компанії, акції якої котируються на фондовому ринку.

Метод капіталізації надлишкового доходу використовують у разі отримання додаткового прибутку від гудвілу.

Метод дисконтування грошового потоку дає змогу оцінити майбутній потенціал підприємства. Як дисконтований дохід застосовують чистий дохід або грошовий потік. Вартість бізнесу дорівнює вартості чистих активів, сумі вартостей як матеріальних, так і нематеріальних активів за вирахуванням зобов'язань. Цей метод застосовується у разі, коли прогнозовані грошові потоки від використання об'єкта оцінки неоднакові за величиною, непостійні протягом визначеного періоду прогнозування або якщо отримання їх обмежується у часі.

Методами оцінювання вартості бізнесу за витратним підходом є метод чистої балансової вартості, метод скоригованої балансової вартості, метод оцінювання чистої ринкової вартості матеріальних активів, метод вартості заміщення, метод відновної вартості та метод ліквідаційної вартості [1–6].

Метод чистої балансової вартості – найпростіший метод оцінювання активів компанії. Для отримання чистої балансової вартості активів від значення валюти балансу віднімають короткострокові та довгострокові зобов'язання підприємства. У підсумку визначають вартість власного капіталу компанії (значення чистої балансової вартості активів).

Метод скоригованої балансової вартості містить результат переоцінювання, що коригує залишкову вартість активів за фактором інфляції. Визначаючи вартість компанії, здійснюють переоцінювання її активів із введенням отриманого результату цього переоцінювання у баланс. Отже, визначається чиста скоригована балансова вартість, яка є сумою власного капіталу компанії та резерву переоцінювання.

Метод оцінювання чистої ринкової вартості матеріальних активів передбачає коригування матеріальних активів на рівень інфляції.

Метод вартості заміщення оснований на витратах на повне заміщення її активів зі збереженням господарського профілю, орієнтований на оцінку матеріальних активів і використовується для капіталомістких підприємств.

Метод відновної вартості передбачає розрахунок всіх витрат, необхідних для створення точної копії оцінюваної фірми. Такі витрати розглядають як відновну вартість оцінюваного об'єкта.

Метод ліквідаційної вартості застосовують, коли фірма припиняє операції, продає активи і погашає зобов'язання.

Методами оцінювання вартості бізнесу за порівняльним підходом є метод галузевих коефіцієнтів, метод порівняння продажів та метод мультиплікаторів [1–6].

Метод галузевих коефіцієнтів ґрунтується на використанні рекомендованих співвідношень за ціною бізнесу і фінансовими параметрами.

Метод порівняння продажів ґрунтується на використанні ціни придбання підприємства-аналога чи його контрольного пакета акцій.

Метод мультиплікаторів застосовують для закритих компаній, акції яких не котируються на біржі, використовуючи інформацію про прибутки та ціни на акції аналогічних компаній.

В основу ринкової ціни угоди, яка виступає результатом узгодження цін продавця і покупця, покладено внутрішню величину – вартість, яка, будучи кількісно визначеною в умовах конкретного ринку, являє собою ринкову вартість. Однак потрібно враховувати, що вартість компанії визначається доходами від її діяльності, ємкістю ринку, стійкістю конкурентних переваг й іншими фундаментальними факторами. У випадку з венчурними інвесторами йдеться про оцінювання нових компаній, які здійснюють інновації, тобто часто відкривають ринки, які раніше не існували. Робити припущення про ємкість таких ринків, про конкуренцію, про стійкість конкурентних переваг інноваційних стартапів часто можна тільки приблизно [6, с. 77].

Отже, традиційні підходи до оцінювання бізнесу “в чистому вигляді” не завжди можуть застосувати венчурні інвестори.

За даними Л. М. Лапицької [6], підходи, які використовують венчурні інвестори, оснований на традиційних, проте вони часто модифіковані порівняно зі звичайною практикою, оскільки покликані оцінювати молоді неpubлічні компанії. Загалом виділяють такі методи оцінювання вартості бізнесу: договірний, мультиплікаторів, дисконтованого грошового потоку, венчурний та метод реальних опціонів.

За договірним методом вартість компанії визначається на основі домовленості між засновниками та інвесторами. Домовленість є результатом очікувань обох сторін щодо перспектив зростання та прибутковості компанії.

За методом мультиплікаторів (ринкових зіставлень) вартість компанії визначають, використовуючи коефіцієнти відношення вартості до операційних показників для компаній, аналогічних оцінюваних у галузі, рівень ризику, розміри, темпи зростання.

За методом дисконтованого грошового потоку вартість компанії визначається як сума кумулятивного дисконтованого грошового потоку за період її розвитку та теперішньої вартості залишкового грошового потоку на виході з проекту.

Венчурний метод передбачає, що прогнозна вартість компанії під час виходу дисконтується за ставкою, прийнятною для венчурного інвестора. Оцінюється цільова частка венчурного інвестора в компанії на момент виходу.

Метод реальних опціонів передбачає урахування можливості прийняття управлінських рішень щодо вартості компанії або мінімізації втрат.

За даними Т. А. Єрофєєва [4, с. 26], практика оцінкової діяльності свідчить, що під час визначення величини вартості бізнесу широко застосовуються стохастичні методи, які неможливо безпосередньо зарахувати до жодного з традиційних підходів. Найпопулярніші серед моделей, формалізація яких здійснюється у межах зазначених методів, моделі Ольсона та Блека–Шоулза. Такі моделі є синтетичними, оскільки є синтезом переваг, притаманних кожному з основних підходів до оцінювання.

Модель Ольсона дає змогу розрахувати вартість компанії на підставі показників балансової вартості підприємства за останні роки, що перераховується на основі ринкових даних, ставки дисконтування, величини сплачених дивідендів, а також двох емпіричних параметрів, значення яких встановлюють за даними ринку. В зарубіжній практиці діють міжнародні норми бухгалтерської звітності – як американська система бухгалтерського обліку (GAAP), так і Міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ). Використання бухгалтерських даних для моделі Ольсона не спричиняє складностей, суперечностей і неадекватності, оскільки умовами вказаних систем передбачена регулярна оцінка вартості активів та зобов'язань підприємств. В Україні ж склалася інша ситуація: в бухгалтерській звітності вітчизняних підприємств вартість активів не відповідає їх ринковій вартості, тому під час застосування моделі Ольсона виникає низка питань. Яку вартість розуміють під вартістю активів – ринкову, бухгалтерську чи будь-яку іншу? Яку ставку дисконтування потрібно використовувати в розрахунках – ставку дисконтування для грошового потоку, чистого прибутку чи дивідендів? Переважно як вартість активів та зобов'язань використовують бухгалтерські показники активів та пасивів.

Модель Блека–Шоулза ґрунтується на теорії опціонів для оцінювання вартості бізнесу. Сутність опціона полягає у тому, що компанія “продає” свої активи кредиторам із правом їх подальшого викупу за ціною боргу через певний проміжок часу. За моделлю вартість такого опціона є вартістю бізнесу. Для визначення вартості компанії застосовують формулу Блека–Шоулза для оцінювання опціонів, вартість компанії є функцією п'яти змінних: вартості активів та зобов'язань, безризикової ставки, дюрації боргу та середньоквадратичного річного ринкового відхилення вартості акцій. Якщо бухгалтерська звітність формується відповідно до умов систем обліку GAAP та МСФЗ, то більшість проблем, пов'язаних з розрахунком цих параметрів моделі, не виникає.

Висновки

Підсумовуючи вищевказане, доцільно зазначити, що у професійній практиці використовують декілька методів оцінювання бізнесу компанії, а саме: витратний, порівняльний (ринковий) і прибутковий підходи. Кожен із них передбачає використання властивих йому методів. Прибутковий підхід підкреслює застосування методу капіталізації та методу дисконтованих грошових потоків. Витратний підхід використовує метод чистих активів і метод ліквідаційної вартості. За порівняльного підходу застосовують як метод ринку капіталу, метод операцій, так і метод галузевих коефіцієнтів.

Крім цього виявлено, що сьогодні венчурні інвестори не завжди застосовують традиційні підходи до оцінювання вартості бізнесу “в чистому вигляді”. Ніякі із перерахованих підходів і методів не лише не є взаємовиключними, а й можуть доповнювати один одного.

Практика оцінкової діяльності свідчить, що під час визначення величини вартості бізнесу широко застосовують стохастичні методи, які неможливо безпосередньо віднести до жодного з традиційних підходів. Найпопулярнішими серед моделей, формалізація яких здійснюється у межах зазначених методів, є моделі Ольсона та Блека–Шоулза. Ці моделі синтетичні, оскільки є синтезом переваг, притаманних кожному із основних підходів до оцінювання.

Перспективи подальших досліджень

Аналізування методичних підходів до оцінювання вартості бізнесу дало можливість виявити, що більшість проблем, пов'язаних із використанням традиційних підходів, можна подолати за допомогою використання синтетичних моделей. Моделі Ольсона та Блека–Шоулза застосовують для узгодження результатів, отриманих у межах традиційних підходів, за умови дотримання основних умов: методика визначення вартості інноваційної компанії має бути достатньо чіткою і не містити множини “вільних параметрів”, зміна яких у межах моделей дає змогу зменшувати чи збільшувати вартість у широкому діапазоні значень; параметри і вхідні дані моделей Ольсона та Блека–Шоулза повинні бути тісно пов'язані з відповідними показниками стандартних підходів.

Список літератури

1. Патрікі Н. П. (2009). Методичні підходи до оцінювання вартості бізнесу. Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. URL: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/2766/1/29.pdf>.
2. Загальні засади оцінки майна та майнових прав: постанова Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 р. № 1440 “Про затвердження Національного стандарту № 1”. Офіційний вісник України, 2003, № 37. С. 629.
3. Микерин Г. И., Недужий М. И., Паелое Н. В., Ящина Н. Н. (2000). Международные стандарты оценки. Кн. 1. М.: Новости. 264 с.
4. Єрофєєва Т. А. (2007). Підходи до оцінки вартості бізнесу. Наукові записки, Том 68. С. 25–30.
5. Задерей В. Ю. (2017). Методи оцінки вартості компаній. Агросвіт, № 5. С. 48–54. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/agrosvit_2017_5_10.
6. Лапицкая Л. М. (2019). Венчурное финансирование: учеб. пособ. Минск: БГУ. С. 184.
7. Есипов В., Маховикова Г., Терехова В. (2001). Оценка бизнеса. СПб: Питер. 416 с.

References

1. Patriki N.P. (2009). Metodichni pidkhody do otsiniuvannia vartosti biznesu. [Methodical approaches to business valuation.] *Menedzhment ta pidpriemnytstvo v Ukraini: etapy stanovlennia i problemy rozvytku. [Management and entrepreneurship in Ukraine: stages of formation and problems of development]*. Retrieved from: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/2766/1/29.pdf> (accessed 25 March 2021).
2. Zahalni zasady otsinky maina ta mainovykh prav»: postanova Kabinetu Ministri v Ukrainy vid 10.09.2003 r. N 1440 «Pro zatverdzhennia Natsionalnoho standartu N 1». *Ofitsiinyi visnyk Ukrainy. [Official Gazette of Ukraine] 2003, 37, 629*
3. Mykeryn H.Y., Neduzhyi M.Y., Paeloe N.V., Yashchyna N.N. (2000) Mezhdunarodnie standarti otsenky. Kn . 1. M.: NOVOSTY, 264.
4. Yerofeieva T.A. (2007) Pidkhody do otsinky vartosti biznesu. [Approaches to business valuation] *Naukovi zapysky [Proceedings]*. Tom 68. 25-30
5. Zaderei V. Yu. (2017) Metody otsinky vartosti kompanii. [Methods of valuing companies] *Ahrosvit. [Agrosvit]*, 5. S. 48-54. Retrieved from: http://nbuv.gov.ua/UJRN/agrosvit_2017_5_10 (accessed 29 March 2021).
6. Lapitskaya, L.M. (2019). *Venture financing: textbook allowance*. Minsk: BSU (in Russ.)
7. Esypov V., Makhovykova H., Terekhova V. (2001) Otsenka byzne sa. SPb: Pyter, 416.

APPROACHES AND METHODS OF EVALUATION OF THE INNOVATION COMPANY

© *Terletska V. O., 2021*

The article the main traditional approaches to business valuation, namely: profitable, costly and comparative have been explored and analyzed. The main methods within each of the traditional approaches have been investigated. The methods of estimating the value of business by income approach are the method of capitalization of net income, the method of capitalization of dividends, the method of capitalization of excess income and the method of discounting cash flow. The methods of estimating the value of business by the cost approach are: the method of net book value, the method of adjusted book value, the method of estimating the net market value of tangible assets, the replacement cost method, the replacement cost method and the liquidation value method. The methods of estimating the value of business by a comparative approach are the method of industry ratios, the method of comparing sales and the method of multipliers. In addition, it is found that in modern conditions, traditional approaches to assessing the value of the business “in its pure form” are not always used by venture investors, and the most popular methods are contractual, multipliers, discounted cash flow, venture and real options. Synthetic models play an important role today.

In world practice, many different approaches are used to assess the value of companies, their assets, business in general. However, the issue of evaluation is still insufficiently addressed. When conducting valuation work in enterprises, many of the existing approaches are either not used at all, or are used very rarely, resulting in practice does not always achieve a comprehensive, complete and objective assessment of the amount of capital.

A characteristic feature in determining the value of the business within the application of each of the commonly used methods is the need to take into account various aspects of financial activities, which leads to different estimates of the value of the business, which requires coordination of the results. This situation involves the selection of key cost parameters to obtain the final value of the business. Given the above, there is a need and feasibility to reconcile the results of business valuation methods, which will help to obtain a reasonable value by combining the advantages of each of the traditional methods.

Determining the value of the company is one of the most important tasks in the field of corporate governance, which makes it possible to assess the level of competitiveness and success of the company in the market. The process of determining the value is carried out with a specific purpose: calculating the sale price, property insurance, obtaining a loan, etc., which determines the choice of valuation method.

Business valuation is the determination of the value of a business as a property complex that can bring profit to the owner. When conducting an appraisal examination, the value of all the company's assets is determined: real estate, machinery and equipment, inventories, financial investments, intangible assets. In addition, the efficiency of the company, its past, present and future revenues, development prospects and competitive environment in this market are assessed separately, and then the evaluated company is compared with similar companies. On the basis of such a comprehensive analysis, the business is actually assessed as a property complex that can be profitable.

Key words: innovative company; methods of company valuation; traditional approaches; synthetic models.