

УДК 336.64

DOI: 10.31891/2307-5740-2020-280-2-10

КАРПУШЕНКО М. Ю., ВАЩЕНКО О. М.

Харківській університет міського господарства ім. О.М. Бекетова

ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ START-UP ПІДПРИЄМСТВ

Під час прийняття рішень про вкладання коштів в той чи інший start-up проект важливо визначити вартість проекту. Крім того, потенційним інвесторам треба встановити ризики як внутрішнього, так і зовнішнього середовища. Важливо застосовувати найбільш доцільні методи, які дозволять об'єктивно оцінити вартість start-up проектів та зробити обґрунтовані висновки. Основна мета статті – проведення аналізу різних методів оцінки вартості start-up підприємств та обґрунтування додаткових зовнішніх факторів, які б дозволили розрахувати вартість найбільш точно. У зарубіжній та вітчизняній практиці оцінки вартості майна найбільшого поширення дістали наступні методичні підходи до оцінки вартості start-up проектів: скоринговий метод, метод венчурного капіталу, метод Дэйва Беркуса та метод підрахунку факторів ризику. Аналіз цих методів показав, що кожен має позитивні та негативні сторони, і вони можуть застосовуватися в різних випадках.

Ключові слова: оцінка бізнесу, скоринговий метод, метод венчурного капіталу, метод Дэйва Беркуса, метод підрахунку факторів ризику.

KARPUSHENKO M., VASHCHENKO O.

O.M. Beketov National University of Urban Economy in Kharkiv

FEATURES OF START-UP ENTERPRISE VALUATION

At the moment of making decisions about investing in a start-up, it is important to determine how much the project will cost. In addition, potential investors need to identify risks to both the internal and external environment. It is important to use the most appropriate methods that will allow you to objectively assess the cost of start-up projects and draw sound conclusions. The following researchers paid attention to the problems of estimating the value of the enterprise within the implementation of the cost-oriented approach to management: Berkus D., Payne B.O., Zvegintsova O.D., Kunitsyna N.N. and other. The main purpose of the article is to analyze various methods of estimating the cost of start-up enterprises and substantiate additional external factors that would allow to calculate the cost most accurately. Internal factors can include the implementation of a promising area of activity; quality of management and staff; location of the enterprise in an investment-attractive territory with a favourable economic, political and tax environment risk. Each of the methods has pros and cons, and can be used in different cases. Further research should specify and deepen this problem, taking into account the circumstances of the operation and external environment of the enterprise. These are such factors as the implementation of a promising area of activity; quality of management and leadership; location of the enterprise in an investment-attractive territory with a favourable economic, political and tax environment. The study analyzes the existing methods of business valuation, which allow, taking into account the factors and goals of stakeholders to obtain detailed information about the state of the business and investment alternatives. Further research should specify and deepen this problem, taking into account the circumstances of the operation and external environment of the enterprise.

Keywords: business valuation, scoring method, venture capital method, Dave Berkus method, method of calculating risk factors.

Вступ. Останнім часом виникає все більша потреба щодо оцінки вартості start-up підприємств або окремих проектів. Нові підприємства або проекти, що запускаються, здійснюють пошук інвесторів, яким необхідно мати інформацію щодо подальших перспектив своїх вкладень. Як правило, інвестиції здійснюються венчурними фондами або окремими бізнес-ангелами в інноваційні підприємства, особливо в області високих технологій. Даний вид інвестицій дуже популярний в США, але в Україні тільки почав впроваджуватися. Статистичні дані показують, що більшість – близько 70 % start-up компаній – закриваються в перші роки свого існування. Ця проблема дуже актуальна в Україні, тому що інвестиції мають високий ступінь ризику. Тому інвестори повинні адекватно оцінити всі ризики проекту.

Окрім показнику прибутку, критерієм оцінки start-up проекту виступає можливий його розвиток. Отже, оцінка вартості підприємства є одним з найбільш актуальних напрямів сучасних досліджень. Це спричиняє застосовувати адекватні методи оцінки, які дозволять об'єктивно оцінити вартість бізнесу та зробити обґрунтовані висновки. Дослідження існуючих методів оцінки вартості start-up проектів та обґрунтування певних факторів, які б дозволили розрахувати вартість проекту більш детально, є основною метою цього дослідження.

Виклад основного матеріалу дослідження. Оцінка будь-якого бізнесу – це процес грошового визначення вартості об'єкта власності з урахуванням потенційного і реального доходів та інших складових, які впливають на його перспективні можливості. Оцінювання дає змогу визначити конкурентоспроможність і успішність компанії на ринку, майбутні перспективи. Особливістю оцінки start-up проектів на ранніх стадіях є відсутність повної інформації щодо можливих доходів, витрат компанії, особливостей діяльності.

Теоретичним та методологічним проблемам оцінки вартості підприємства в межах реалізації вартісноорієнтованого підходу до управління присвятили увагу наступні дослідники: Беркус Д. [1], Пейн Б. [2–6], Звєгінцова О.Д. [7], Куніцина Н.Н. [8] та ін. Так, Звєгінцова О.Д. пропонує для оцінки start-up проектів застосовувати розрахунок вартості з урахуванням таких показників, як конкурентоспроможність стартапу на ринку, оцінка ринку збуту, витрати на створення проекту, а також надання можливості скласти бізнес план [7].

Куніцина Н.Н., проаналізувавши кожен з методів і визначивши певні переваги та недоліки кожного,

пропонує використовувати зразу ж декілька різних методів оцінки, таких як метод скорингу, метод Беркусу, метод підрахунку факторів ризику та ін. [9].

Особливу увагу оцінці start-up проєктів приділили дослідники з США – бізнес-ангел Беркус Д. та Пейн Б., які на підставі власного практичного досвіду запропонували обґрунтовані методики щодо вирішення проблеми вибору найбільш привабливого проєкту. Ці методи передбачають врахування найбільш важливих факторів і були апробовані ними власноруч підчас приймання інвестиційних рішень.

Питання оцінки start-up, що не вийшов на рівень прибутковості (початкова стадія), виникає за необхідності залучення інвестицій. Більшість фахівців підтримають тезу про те, що оцінити компанію, яка не має ні доходів, ні будь-яких суттєвих даних про операційну діяльність, досить складно. Однак така потреба є, отже, необхідні методи, що дозволяють впоратися з подібним завданням.

Слід відзначити, що існують загальновідомі методичні підходи, які застосовуються згідно з Міжнародними стандартами оцінки [9] – дохідний, витратний та ринковий. Але ж підчас оцінки start-up проєктів вони не можуть застосовуватися у певному обсязі. Це виникає внаслідок об'єктивних обставин – на первинному етапі існування start-up не вистачає необхідних показників. Дійсно, дохідний підхід ґрунтується на інформації про здатність активів генерувати доходи або майбутні чисті грошові потоки (Cash-flow) або дивіденди, які можна отримати в результаті володіння підприємством. Для start-up проєктів цей метод не може бути об'єктивним, оскільки проєкт ще не має доходів та неможливо цілком точно спрогнозувати їх рівень – оцінка може бути здійснена лише приблизно.

Витратний підхід використовує вартість усіх активів підприємства за мінусом зобов'язань. У складі витратного підходу основним методом вважається метод оцінки за відновною вартістю активів. Враховуючи, що відновна вартість – це вартість відтворення об'єкта на дату оцінки, застосування цього підходу також є не прийнятним для start-up підприємств, оскільки баланс, на підставі якого проводиться оцінка, може бути складений лише приблизно на підставі прогнозних даних.

Ринковий підхід передбачає розрахунок вартості підприємства на основі результатів його зіставлення з іншими бізнес-аналогами. Оскільки основними джерелами інформації при застосуванні цього підходу є фондова біржа та позабіржові торговельні системи, дані фінансової звітності підприємств-аналогів, а також інформація про попередні транзакції з корпоративними правами на той бізнес, який оцінюється, цей підхід також не є прийнятним для start-up проєктів.

Таким чином, необхідно застосовувати нетрадиційні підходи, що повинні враховувати як певні кількісні, так і якісні характеристики, які б давали уяву щодо особливостей запуску таких проєктів. Останнім часом виділяють наступні методи оцінки start-up проєктів (рис. 1).



Рис. 1. Методи оцінки вартості start-up проєктів

Кожний з методів має свої певні недоліки, які слід враховувати підчас проведення оцінки.

Слід відзначити, що в міжнародній практиці найбільше застосування отримали п'ять перших методів. Розглянемо їх більш детально.

Метод Беркусу – дозволяє оцінити потенціал стартапу за допомогою введення емпіричних коефіцієнтів до певної вартості. Вартість розраховується приблизно, тобто повинна бути впевненість у тому, що у стартапу є потенціал для отримання доходу у визначеному розмірі до кінця п'ятого року роботи. В якості додаткових складових, які збільшують вартість проєкту, найчастіше використовують наступні:

- перспективна ідея – її наявність, за думкою автора, є основою вартості проєкту;
- реалізований прототип – його наявність сприяє зниженню технологічних ризиків;

– кваліфікована команда та якісне управління – допомагає зменшити операційні ризики;
 – стратегічно важливі зв'язки – мається на увазі наявність професійного ради директорів, вдало підбраного ментора, що гарантують конкурентні переваги проекту і в сукупності сприяють зниженню ринкового ризику;
 – просування продукту або продажу – у разі здійснення діяльності з просування продукту або початку продажів зменшуються фінансові та виробничі ризики [1].

Метод скорингу – дозволяє оцінити стартап до моменту отримання перших доходів, при цьому порівнює його з іншими типовими проектами, що фінансуються, і коригує середню оцінку.

Цей метод вперше представлений Біллом Пейном (Bill Payne) на інформаційній платформі для підприємців та інвесторів Gust в травні 2001 р. У 2008 р метод адаптований організацією бізнес-ангелів в США Ohio TechAngels для своїх потреб і названий на честь автора методом Білла Пейна (the Bill Payne Method). На першому етапі застосування скорингового методу необхідно визначити середнє значення доінвестиційної оцінки стартапів в регіоні і бізнес-секторі, де працюватиме start-up. Реалізація другого етапу скорингового методу пов'язана з процесом порівняння цільового стартапу зі схожими компаніями в заданому регіоні, за рядом параметрів [2–6].

В якості параметрів пропонується застосовувати наступні: якість керуючої команди; можливості зростання; продукт / інтелектуальна власність; конкурентне середовище; просування / продаж / партнерство; потреба в додаткових інвестиціях.

Метод підрахунку факторів ризику – дозволяє здійснити попередню оцінку стартапу, який не досяг рівня прибутковості, за допомогою аналізу інформації про вплив на дане підприємство різних видів ризику: операційного (Management risk), пов'язаного зі стадією розвитку бізнесу (Stage of the business), політичного (Legislation / Political risk), виробничого (Manufacturing risk), ринкового (Sales and marketing risk), фінансового (Funding / Capital raising risk), конкурентного (Competition risk), технологічного (Technology risk), судового (Litigation risk), міжнародного (International risk), репутаційного (Reputation risk), інвестиційного (Potential lucrative exit). Кожен з перелічених видів ризику необхідно оцінити відповідно до шкали [8]. Наприклад, може бути застосована наступна шкала (табл. 1).

Таблиця 1

Шкала оцінки факторів ризику

+2	Сильний позитивний вплив на зростання компанії і на успішний «вихід» інвестора
+1	Позитивний вплив
0	Нейтральний рівень впливу
-1	Негативний вплив на зростання компанії і на успішний «вихід» інвестора
-2	Сильний негативний вплив

Слід підкреслити, що для кожного балу необхідно визначити певне значення у грошовому виразі, яке б віднімалося чи додавалося до базової вартості, але доцільніше було б ці значення встановлювати ні в абсолютному розмірі, а у відносному. Тобто помножувати вартість на певні індекси: 1, 1,1, 1,2, 0,9, 0,8. У такому разі вартість збільшувалася або зменшувалася залежно від додаткових оцінок.

Важливо звернути увагу на те, що попередньо, як і в скоринговому методі, необхідно знайти величину середньої оцінки стартапів в регіоні. Саме така вартість є основою для подальших коригувань, які встановлюються за вказаною шкалою.

Порівнюючи параметри, які використовуються в методі скорингу, методі Беркусу, методі підрахунку факторів ризику, можна дійти висновку, що серед них є однакові складові, які дійсно є важливими під час оцінки внутрішніх факторів – якість команди та керівництва, продукт (бізнес-ідея), що пропонується, можливості просування (продажу), конкуренція. Однак у відмінності від перших двох методів, метод підрахунку факторів ризику враховує і зовнішні фактори, що є дуже важливими, коли рішення приймається відносно start-up, які розповсюджуються у міжнародному просторі.

Метод венчурного капіталу визначається як відношення термінальної вартості (Terminal Value) до післяінвестиційної оцінки (Post-money Valuation). Цей метод (The Venture Capital Method – VC Method) був уперше представлений у 1987 р. професором Harvard Business School Біллом Салманом (Bill Sahlman) [8].

Показник післяінвестиційної оцінки визначається як відношення термінальної вартості до прогнозованої норми прибутковості інвестицій. Під термінальною вартістю мається на увазі приблизна ціна продажу компанії в певний момент в майбутньому (приблизно через 5 років). Ціна продажу може бути визначена на підставі очікуваної виручки фірми в рік передбачуваного продажу, а також з урахуванням даних галузевої статистики щодо рівня доходів аналогічних організацій.

Метод *PVN* («*Palcem v Nebo*») – оцінки, отримані на основі цього методу, спираючись на бізнес-інтуїцію інвестора, і вважаються найбільш надійними і достовірними. Дійсно, в умовах, коли визначити реальні показники дуже важко і вони мають лише приблизні значення, думка професіоналів дає більш вагомі оцінки, які засновані на досвіді та практиці. Свідомі інвестори, що володіють хорошою інтуїцією на вигідні вкладення, можуть приймати рішення про вкладення грошей в стартап, ґрунтуючись виключно на своїй інтуїції. Цей метод не містить будь-якої наукової складової, але у фахівців він, тим не менш, працює.

Однак, тут важливо не переоцінити свої можливості. Інвестори з досвідом дійсно мають нюх на вигідні стартапи і можуть визначити, які саме з них зроблять їх мільйонерами. Але ж результати проведених оцінок цілком залежать від досвіду інвесторів, їх впевненості в оцінюванні об'єктів інвестування, прогресивного мислення та ступеня розвиненості логіки. Під час прийняття рішення за цим методом рішення приймаються також із врахуванням певних факторів. Найбільш вагомий вклад на позитивне рішення має можливість масштабувати проєкт у міжнародному середовищі, тобто реалізовувати його в багатьох країнах. Така можливість принесе прибуток у сотні разів більший, ніж проєкт на місцевому рівні. Звісно, що такі проєкти отримують найбільшу підтримку зацікавлених інвесторів.

Висновки. Підсумовуючи аналіз найбільш застосовуваних методів оцінки start-up, слід підкреслити, що всі вони застосовуються в умовах значної невизначеності з урахуванням суттєвих припущень. Тобто доцільно застосовувати не один, а декілька методів, що дозволить отримати більш обґрунтовану вартість проєкту. Якщо застосування декількох методів дає різні результати, слід враховувати якийсь середній показник, який є більш приємним для оцінки, ніж різні, не узгоджені між собою значення за різними методиками підрахунку. Отже, діяльність, пов'язана з оцінкою start-up, в більшій мірі лежить в евристичній площині. Під час оцінки особливого значення набувають збір і аналіз статистичних даних в області венчурного фінансування на ранніх стадіях розвитку бізнесу з метою визначення базових тенденцій і закономірностей як основи для прийняття адекватного рішення. В цьому дослідженні проаналізовані існуючі методи оцінки вартості проєктів, які дозволяють з урахуванням факторів та мети зацікавлених сторін отримати детальну інформацію про альтернативи інвестування. Подальші дослідження повинні конкретизувати та поглиблювати цю проблему, враховуючи обставини функціонування та зовнішнього середовища підприємств.

Література

1. Berkus D. The Berkus Method: Valuing an Early Stage Investment. URL: <http://berkonomics.com/?p=1214>
2. Payne B. Investors' Insights: 2011 Valuation Survey of North American Angel Groups. URL: <http://blog.gust.com/2011-valuation-survey-of-northamerican-angel-groups/>
3. Payne B. Methods for Valuation of Seed Stage Startup Companies. URL: www.angelcapitalassociation.org/blog/methods-for-valuation-of-seed-stage-startup-companies/
4. Payne B. Scorecard Valuation Methodology: Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies. URL: <http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan-11-11.pdf>
5. Payne B. Startup Valuations: The Dave Berkus Method. URL: <http://billpayne.com/2011/02/14/startup-valuations-the-dave-berkus-method.html>
6. Payne B. Startup Valuations: The Risk Factor Summation Method. URL: <http://billpayne.com/2011/02/27/startup-valuations-the-risk-factor-summation-method-2.html> (дата звернення: 11.06.2016).
7. Звєгінцова О.Д. Інтегрована оцінка стартап проєктів / О.Д. Звєгінцова, І.О. Золотарьова, О.В. Щербаків // Системи обробки інформації. – 2015. – Випуск 4(129). – С. 163–165.
8. Куницына Н.Н. Методы оценки инвестиционной стоимости стартапов, не достигших уровня доходности / Н.Н. Куницына, Т.В. Халаявская // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. – 2016. – № 4(246). – С. 292–302.
9. Міжнародні стандарти оцінки 2011 / пер. з англ. УТО. – К. : «Авантпост-Прим», 2012. – 144 с.

References

1. Berkus D. The Berkus Method: Valuing an Early Stage Investment. URL: <http://berkonomics.com/?p=1214>
2. Payne B. Investors' Insights: 2011 Valuation Survey of North American Angel Groups. URL: <http://blog.gust.com/2011-valuation-survey-of-northamerican-angel-groups/>
3. Payne B. Methods for Valuation of Seed Stage Startup Companies. URL: www.angelcapitalassociation.org/blog/methods-for-valuation-of-seed-stage-startup-companies/
4. Payne B. Scorecard Valuation Methodology: Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies. URL: <http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan-11-11.pdf>
5. Payne B. Startup Valuations: The Dave Berkus Method. URL: <http://billpayne.com/2011/02/14/startup-valuations-the-dave-berkus-method.html>
6. Payne B. Startup Valuations: The Risk Factor Summation Method. URL: <http://billpayne.com/2011/02/27/startup-valuations-the-risk-factor-summation-method-2.html> (дата звернення: 11.06.2016).
7. Zvehintsova O.D. Intehrovana otsinka startap proiektiv / O.D. Zvehintsova, I.O. Zolotarova, O.V. Shcherbakov // Systemy obrobky informatsii. – 2015. – Vypusk 4(129). – S. 163–165.
8. Kunicyna N.N. Metody ocenki investicionnoj stoimosti ctartapov, ne dostigshih urovnya dohodnosti / N.N. Kunicyna, T.V. Halyavskaya // Nauchno-tehnicheskie vedomosti SPbGPU. Ekonomicheskie nauki. – 2016. – № 4(246). – S. 292–302.
9. Mizhnarodni standarty otsinky 2011 / per. z anhl. UTO. – K. : «Avantpost-Prym», 2012. – 144 s.

Надійшла / Paper received: 27.03.2020
Надрукована / Paper Printed : 07.05.2020