

ОПЦІЙНИЙ МЕТОД ОЦІНКИ БІЗНЕСУ

Процес приватизації, виникнення фондового ринку, розвиток системи страхування, перехід комерційних банків до видачі кредитів під заставу майна формують потребу в новій послугі — оцінці вартості підприємства (бізнесу). Вартість перш за все дає реалістичне уявлення про потенційні можливості підприємства, а процес оцінки бізнесу підприємств виступає підставою для вироблення стратегії його розвитку за допомогою спеціальних альтернативних підходів оцінки. Для того, щоб оцінка вартості бізнесу була достовірною і точною, необхідно строго дотримувати технологію оцінки, яка включає ряд послідовних етапів: визначення принципів оцінки, розробка плану оцінки об'єкту, визначення якнайкращого і найбільш ефективного способу використання об'єкту, збір і аналіз необхідної інформації. Точність оцінки вартості бізнесу залежить від правильності використання підходів та методів оцінки.

Перш за все зазначимо, що підходи до оцінки вартості бізнесу наведено в Міжнародних стандартах оцінки. За останні роки в Україні прийнято ряд законодавчих та нормативних актів щодо оцінки вартості підприємства [1—4]. Дослідженню підходів і методів оцінки вартості бізнесу присвячено низку наукових робіт вітчизняних і зарубіжних вчених [5—10].

За мету в статті поставлено дослідження опційного методу в прийнятті рішень в оціночній та управлінській діяльності.

В умовах гострої конкуренції суб'єкти підприємницької діяльності все більше розуміють потребу у

визначенні ринкової вартості їх бізнесу, традиційні підходи до оцінки якого досить повно наведено в спеціальній літературі [5—7]. При проведенні оцінки бізнесу визначається вартість усіх активів підприємства: нерухомого майна, машин і обладнання, складських запасів, фінансових вкладень, нематеріальних активів. Крім того, окремо оцінюється ефективність роботи підприємства, його минулі, теперішні і майбутні доходи, перспективи розвитку і конкурентне середовище на даному ринку. Проводиться порівняння оцінюваного підприємства з підприємствами-аналогами. На підставі такого комплексного аналізу визначається реальна оцінка бізнесу, як майнового комплексу, здатного приносити прибуток. Як правило, оцінюване підприємство — дуже складна структура, що об'єднує у собі значну кількість активів абсолютно різної природи — від нерухомого майна до ділової репутації підприємства. Тому оцінку бізнесу необхідно здійснювати з позицій усіх трьох оціночних підходів: витратного, дохідного та порівняльного (рис. 1). Ці підходи не використовуються ізольовано, а взаємно доповнюють один одного. Для оцінки бізнесу доцільно одночасно використовувати методи за різними підходами, які засновано на використанні певних властивостей підприємства, що впливають на величину його вартості.

Методи порівняльного та витратного підходів іноді об'єднують в групу статичних методів, оскільки при їх застосуванні не відбувається приведення різночасних грошових потоків до конкретного періоду часу.



Рис. 1. Підходи оцінки бізнесу

Частіше за все для оцінки вартості ця група методів використовує ціни ринку, що склалися на аналогічні підприємства (порівняльний підхід) або витрати зі створення активів, що їх складають (витратний підхід).

Оскільки бізнес — це господарська діяльність, яка провадиться або планується для провадження з використанням активів цілісного майнового комплексу, то можна сказати, що ключовим словом в даному визначенні є діяльність. Тому, маючи в своєму арсеналі динамічний та статичний інструментарій при оцінці бізнесу оцінювач повинен використовувати перш за все динамічні методи. До динамічних методів відносять методи порівняльного та дохідного підходів.

Методи порівняльного підходу припускають, що цінність власного капіталу підприємства визначається тією сумою, за яку воно може бути продане за наявності достатньо сформованого ринку. Іншими словами, найвірогіднішою ціною бізнесу може бути реальна ціна продажу схожого підприємства, зафіксована ринком. Теоретичною основою порівняльного підходу, що доводить можливість його застосування, а також об'єктивність результативної величини, є наступні базові положення.

1. Оцінювач використовує як орієнтир реально сформовані ринком ціни на схожі підприємства або їх акції. За наявності розвинутого фінансового ринку фактична ціна купівлі – продажу підприємства в цілому або однієї акції найбільш інтегрально враховує численні чинники, що впливають на величину вартості власного капіталу підприємства. До таких чинників можна віднести: співвідношення попиту та пропозиції на даний вид бізнесу; рівень ризику; перспективи розвитку галузі; конкретні особливості підприємства і багато іншого, що в кінцевому рахунку полегшує роботу оцінювача.

2. Порівняльний підхід базується на принципі альтернативних інвестицій. Інвестор, вкладаючи гроші в акції, купує перш за все майбутній дохід. Виробничі, технологічні та інші особливості конкретного бізнесу цікавлять інвестора тільки з позиції перспектив отримання доходу. Прагнення отримати максимальний дохід на вкладений капітал при адекватному рівні ризику і вільному розміщенні інвестицій забезпечує вирівнювання ринкових цін.

3. Ціна підприємства відображає його виробничі і фінансові можливості, положення на ринку, перспективи розвитку. Отже, в схожих підприємствах повинне співпадати співвідношення між ціною і найважливішими фінансовими параметрами, такими як прибуток, дивідендні виплати, обсяги реалізації, балансова вартість власного капіталу. Відмінною рисою цих фінансових параметрів виступає їх визначальна роль у формуванні доходу інвестора.

Порівняльний підхід володіє низкою переваг і недоліків, які повинен враховувати професійний оцінювач. Основною перевагою порівняльного підходу є те, що оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі — продажу подібних підприємств. В даному випадку ціна визначається ринком, оскільки оцінювач обмежується тільки коректуваннями, що забезпечують збіжність аналога з оцінюваним об'єктом. При використуванні інших підходів оцінювач визначає вартість підприємства на основі проведених розрахунків. Перевагою порівняльного підходу також є реальне віддзеркалення попиту та пропозиції на даний об'єкт інвестування.

Разом з тим порівняльний підхід має ряд істотних недоліків, що обмежують його використання в практиці оцінки вартості бізнесу. Такий підхід не враховує перспективи розвитку підприємства. Порівняльний підхід можливий тільки за наявності різносторонньої фінансової інформації не тільки по оцінюваному підприємству, але й значної кількості подібних підприємств, взятих оцінювачем як аналоги. Оцінювач повинен робити складні коректування, вносити поправки в підсумкову величину і проміжні розрахунки, що вимагає досить складних розрахунків вартості. Це пов'язано з тим, що на практиці не існує абсолютно однакових підприємств. Оцінювач зобов'язаний виявити відмінності при визначенні підсумкової величини вартості [8, с. 214 — 218].

У зв'язку з цим зростає значення новітніх методів оцінки бізнесу, які можуть використовуватися на практиці як для оцінки підприємства зовнішніми організаціями, так і для ухвалення більш зважених рішень, націлених на управління вартістю підприємства в перспективі. До таких методів належить метод реальних опціонів (далі використовуватиметься скорочення ROV-метод від англ. — Real Options Valuation).

Хронологія розвитку концепції реальних опціонів в теорії фінансів наведена на рис. 2.

Найважливіша особливість опційного методу — здатність враховувати зміну економічних умов функціонування підприємства.

Теорія реальних або управлінських опціонів є об'єднанням фінансово-економічного стану і різних підходів до прогнозування грошових потоків з урахуванням різного ступеня невизначеності доходів, прибутку, витрат і інших показників за відповідними стадіями функціонування об'єкту оцінки.

Суть поняття «реальний опціон» аналогічна суті поняття «опціон на ринку цінних паперів», який є похідним цінним папером, що дає її покупцю право продати або купити конкретну кількість благ (інших цінних паперів) в заданий термін за певною ціною. Наприклад, опціон на акції американського типу дає його власнику

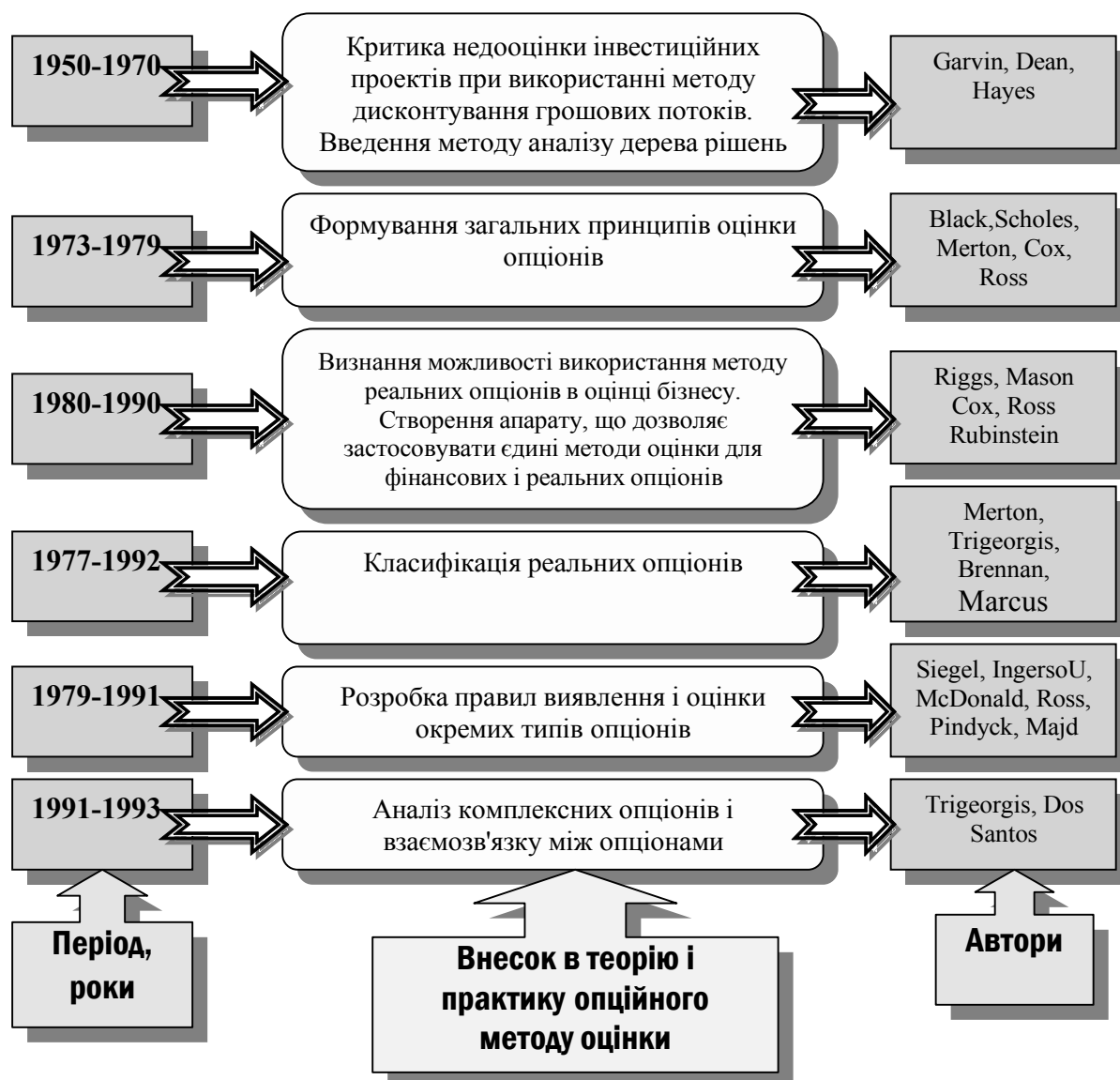


Рис. 2. Періоди розвитку концепції реальних опціонів

право придбання (опціон на покупку, або опціон колл) чи продажу (опціон на продаж, або опціон пут) певної акції (базисного активу) протягом заданого періоду за обумовленою ціною (базисній ціні). Якщо йдеться про опціон європейського типу, дата його виконання фіксована (у останній день терміну дії) [8, с.136]. *Колл-опціон з програшем* (out of the money) — це колл-опціон, ціна базисного активу якого нижче ціни виконання. *Колл-опціон без виграшу* (at the money) — це колл-опціон, ціна базисного активу якого приблизно дорівнює ціні виконання. *Колл-опціон з виграшем* (in the money) — це колл-опціон, ціна базисного активу якого вище ціни виконання [10]. Залежно від майбутньої курсової динаміки власник опціону може реалізувати або не реалізувати своє право, а зобов'язання купівлі або продажу

має продавець опціону. Отже, опціон завжди є віддзеркаленням здійснення тієї або іншої дії.

Згідно вище наведеним підходам до оцінки вартості, ROV-метод відноситься перш за все до доходного підходу, оскільки орієнтований на визначення майбутньої прибутковості та дає можливість мати значну кількість варіантів з вартості об'єкту оцінки, тобто ROV-метод уточнює уявлення про майбутню динаміку бізнесу з урахуванням моменту часу.

Для оцінки бізнесу найбільше значення мають такі типи опціонів (рис. 3):

- 1) опціон відстрочення;
- 2) опціон часу будівництва;
- 3) опціон регулювання (зміна) операційного масштабу;

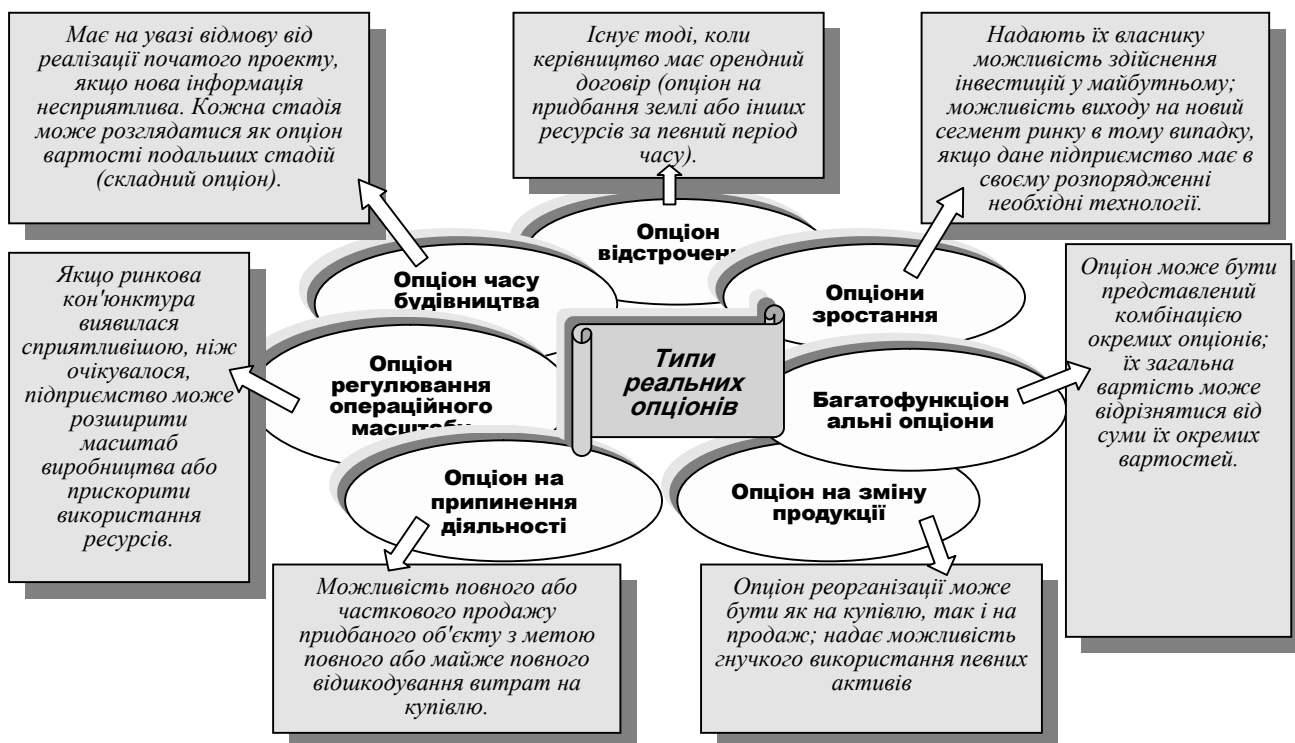


Рис. 3. Класифікація реальних опціонів

Таблиця 1

Порівняльна характеристика методу реальних опціонів та методу дисконтування грошових потоків

Параметри, що впливають на вартість об'єкту	ДГП	ROV
Ступінь зміни вартості будь-якого активу протягом визначеного, як правило, короткострокового періоду	В умовах невизначеності інвестори вимагають додаткову премію за ризик, що приводить до зменшення грошового потоку і зниження вартості бізнесу	Вартість бізнесу зростає, оскільки є можливість захисту від негативної дії зовнішнього середовища
Безризикова відсоткова ставка	Підвищення безризикової відсоткової ставки приводить до підвищення дисконту майбутнього грошового потоку, що обумовлює зниження вартості бізнесу	Підвищення безризикової відсоткової ставки веде до зростання вартості бізнесу, оскільки капітал «розміщується» у вигляді безризикових інвестицій, а потім використовується в рамках стратегічних можливостей
Прогнозний період	Оцінка вартості бізнесу на тривалу перспективу пов'язана зі значним дисконту грошових потоків, що обумовлює зниження його вартості	Позитивні грошові потоки від майбутніх інвестицій перевищать негативні потоки від поточних інвестицій і вартість бізнесу підвищиться

- 4) опціон на припинення діяльності;
- 5) опціон на зміну продукції або опціон реорганізації;
- 6) опціони зростання;
- 7) багатофункціональні опціони або різноманітні взаємодіючі опціони.

Базова формула, на якій ґрунтується використання опціонів, наступна:

$$NPV_s = NPV_p + ROV,$$

де NPV_s — стратегічний показник NPV ;

NPV_p — пасивне значення NPV , розраховане на основі традиційного методу дисконтування грошових потоків;

ROV — вартість опціонів активних дій менеджменту оцінюваного підприємства.

Ключовою проблемою застосування методу реальних опціонів є визначення вартості ROV . Скореговане на величину ROV значення NPV може істотно відрізнитися від суми NPV , обчисленої на основі традиційних методів. Наприклад, якщо підприємство характеризується підвищеною гнучкістю і здатністю адаптації до змін навколишнього середовища, NPV , з урахуванням ROV , істотно зростає. Навпаки, якщо підприємство практично не може (без істотних витрат) змінити номенклатуру і обсяг виробництва, NPV по ROV -методу зменшується [8, с.202].

Відмінності методу реальних опціонів і класичного методу дисконтування грошових потоків за трьома основними параметрами, наведено у таблиці 1.

Найбільш відомими моделями визначення ціни опціону, незалежно від індивідуальних переваг, є модель Блека-Скоулза [10], у якій динаміка курсу акцій описується за допомогою безперервної випадкової величини. Початковою передумовою моделі виступає нормальний розподіл вірогідності. На основі цієї посилки складається основна формула моделі (щодо європейського опціону на придбання активу) [7; 8]:

$$C = V * N(d_1) - I * e^{-r_f T} * N(d_2),$$

де C — вартість опціону;

V — поточна вартість активу;

$N(d_1)$ і $N(d_2)$ — кумулятивна вірогідність відповідно до нормального розподілу:

$$d_1 = \frac{\ln \frac{V}{I} + (r_f + 0,5\sigma^2) \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}};$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{T},$$

де r_f — безризикова процентна ставка;

σ — стандартне відхилення вірогідностей (σ^2 — дисперсія)];

I — встановлена у момент придбання опціону ціна купівлі активу в майбутньому (витрати на майбутні інвестиції);

$e^{-r_f T}$ — база логарифма (константа);

T — термін дії опціону, роки.

У такій моделі число періодів t прагне до нескінченності (відбувається перехід від дискретної вірогідності, властивої конкретним періодам, до безперервних розподілів вірогідності).

Висновки. Вартість бізнесу у більшості випадків є змінною величиною, залежною від зовнішніх (відносно до виробничо-фінансової характеристики підприємства) умов. Саме такі змінні величини варто оцінювати з використанням техніки опційного ціноутворення. Застосування опційного методу оцінки вартості бізнесу особливо виправдано за невизначеності щодо майбутніх грошових потоків за певні проміжки часу та високого ступеня впливу менеджменту.

Подальшого дослідження потребують моделі процесу зміни моментальної вартості бізнесу за допомогою опційного методу.

Література

1. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12 липня 2001 р., № 2658-III.
2. **Національний** стандарт №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», затверджений Кабінетом Міністрів України від 10 вересня 2003 р., № 1440.
3. **Національний** стандарт №2 «Оцінка нерухомого майна», затверджений Кабінетом Міністрів України від 28 жовтня 2004 р., № 1442.
4. **Національний** стандарт №3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», затверджений Кабінетом Міністрів України від 29 листопада 2006 р., № 1655.
5. **Економіка** нерухомості / А.М. Асаул, В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, Н.В. Павліха, І.В. Крив'язюк: Навч. посібник. — К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004.
6. **Коздаєв М.** Оценка и бизнес — М.: ОЛІМА-ПРЕСС Инвест: Институт экономических стратегий, 2003.
7. **Есипов В., Маховиков Г., Теренова В.** Оценка бизнеса. — СПб: Питер, 2001.
8. **Козир Ю.В.** Методичний посібник з використання теорії опційного ціноутворення в оцінній діяльності, <http://www.labrate.ru/kozyr>.
9. **Грязнова А.Г., Федотова М.А.** Оценка бизнеса. — М.: Финансы и статистика, 2001.
10. **Black and M. Scholes**, 1972, «The Valuation of Option Contracts and Test of Market Efficiency», Journal of Finance 27, 399—417.