

Оценка роста капитализации инновационных предприятий: мультипликатор роста капитализации



А. А. Сафарян,
к. ф.-м. н.,
ведущий научный сотрудник



К. В. Сафарян,
к. э. н.,
преподаватель
e-mail: ashotsaf@hotmail.com

**Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации**

Статья посвящена вопросам оценки роста капитализации инновационной компании. Авторы предлагают новый метод оценки роста капитализации инновационного бизнеса в рамках сравнительного подхода и использованием нового инструмента — мультипликатора роста.

Ключевые слова: инновация, капитализация инновационной компании, оценка инновационного бизнеса, оценочный мультипликатор, мультипликатор роста, сравнительный подход.

В настоящей работе решается задача оценки роста капитализации инновационной компании. Таковыми считаются компании, в производственном процессе которой применяются любые инновации. Как отреагирует рынок на ту или иную инновацию, внедряемую компанией, трудно прогнозировать. Этим заняты многочисленные финансовые аналитики, брокеры на фондовых биржах, инвестиционные банкиры и прочие специалисты в области финансов. В любом случае давать точные прогнозы — дело почти безнадежное. Яркий пример — недавнее публичное размещение акций компании TWITTER на Нью-Йоркской фондовой бирже¹. В первый же день свободного обращения его акции поднялись в цене на 73%, что в лишний раз подтверждает наше утверждение. В статье предлагается *метод оценки роста* капитализации инновационного бизнеса в рамках сравнительного подхода.

Сравнительный подход применяется, когда существует достоверная и доступная для анализа информация о ценах и характеристиках объектов-аналогов. Экономическое содержание сравнительного подхода к оценке бизнеса состоит в том, что собирается информация о *совершенных* в недавнем прошлом сделках по

продаже *сопоставимых предприятий (аналогов)* или их акций на открытом рынке. По предприятиям аналогам рассчитываются соотношения между ценой продажи и важнейшими их финансовыми показателями. Эти соотношения называются *мультипликаторами*. Рыночная стоимость оцениваемого бизнеса определяется путем умножения указанных показателей предприятия на соответствующие мультипликаторы. Таким образом, *сравнительный подход в большей степени опирается на рынок*.

Обозначим через $V_0(t)$ значение рыночной стоимости рассматриваемого инновационного предприятия на момент времени t . Нам известно, что на дату оценки t указанный выше финансовый показатель равен $D_0(t)$.

Далее производится поиск максимально близких к объекту оценки аналогов на рынке капиталов. Про эти аналоги известны достоверные их цены совершенных недавно сделок по покупке и продаже этих компаний целиком, либо пакетов их акций. Также про них известны величины рассматриваемых финансовых показателей (условно назовем их доходом).

Зафиксируем время (период) t , на момент которого производим оценку (дата оценки). Обозначим значения рыночной стоимости выбранных аналогов через V_1, V_2, \dots, V_n , а соответствующие значения доходов у этих же аналогов — D_1, D_2, \dots, D_n .

¹ Начало ноября 2013 г.

Оценочным мультипликатором для объекта-аналога с номером i назовем следующую величину:

$$\mu_i = V_i / D_i.$$

Далее определяется средневзвешенное значение оценочного мультипликатора для выбранной группы объектов-аналогов. Каждому из мультипликаторов присваивается взвешивающий коэффициент α_i . При этом:

$$\sum_{i=1}^n \alpha_i = 1.$$

Чем ближе по своим характеристикам найденный объект-аналог к оцениваемому объекту, тем больше значение соответствующего коэффициента α .

Величина

$$\mu = \sum_{i=1}^n \alpha_i \mu_i \quad (1)$$

называется *оценочным мультипликатором* для нашего объекта оценки. В качестве предварительной стоимости объекта, рассчитанного с применением сравнительного подхода и данного типа мультипликатора, берется следующая величина

$$V_0(t) = \mu D_0(t). \quad (2)$$

При сравнительном подходе можно применять различные группы мультипликаторов. Выбор зависит от того, какой именно финансово-экономический показатель D лежит в основе его определения. Далее приведены несколько наиболее распространенных типов оценочных мультипликаторов:

- мультипликаторы цена/прибыль (денежный поток);
- мультипликаторы цена/дивиденды;
- мультипликатор цена/выручка от реализации;
- мультипликатор цена/физический объем производства;
- мультипликатор цена/чистая стоимость активов.

Для решения поставленной нами задачи в разной степени эффективности можно использовать любой из этих мультипликаторов. На первый взгляд может показаться, что сравнительный подход практически не применим при решении такой задачи. Ведь каждая инновация уникальна, и вряд ли можно на открытом рынке найти предприятия аналоги, похожие на инновационное предприятие.

Это утверждение справедливо, когда речь идет об инновациях, имеющих прорывной, революционный характер. Однако это не совсем так, когда говорим об инновациях вообще. Применение сравнительного подхода может дать достаточно достоверную картину при оценке роста капитализации компании, внедряющего инновационные проекты диффузионного характера. *Диффузия* — это способ, каким инновации распространяются по рыночным или нерыночным каналам от места их первой реализации различным потребителям [3]. Это значит, что данную инновацию в прошлом уже внедряли другие компании, и среди них вполне могут найтись предприятия, близкие по остальным

характеристикам к нашему предприятию. Примеры диффузионных инноваций — выпуск товаров или услуг по лицензии, франчайзинг, использование опыта инновационных решений в других компаниях. Пример такой инновации — внедрение пластиковых карт лояльного покупателя в магазине. Очевидно, что поиск предприятий-аналогов не представляет большой сложности. А для магазина, внедряющего такую систему, этот проект, безусловно, является инновационным.

Новизна нашего подхода заключается в том, что мы ищем два типа предприятий аналогов, которые составляют две группы. *Первая группа* — предприятия, которые близки по всем основным своим показателям к нашему предприятию и уже внедрили данный вид инновации. *Вторая группа* — предприятия, которые тоже близки к нашему предприятию по основным показателям, однако они отказались от внедрения данной инновации.

Выберем любой из оценочных мультипликаторов в качестве инструмента оценки. Зафиксируем момент времени t . Мы делаем предположение, что в момент времени $t=0$ предприятия аналогии первой группы приняли решение о применении рассматриваемой инновации, а предприятия второй группы — отказались.

Обозначим через $\mu_1(0)$ и $\mu_1(t)$ значения выбранных оценочных мультипликаторов для первой группы компаний аналогов. Значения этих мультипликаторов определяются по формуле (1). Аналогично через $\mu_2(0)$ и $\mu_2(t)$ обозначим значения выбранных оценочных мультипликаторов для второй группы компаний аналогов.

Мы выбирали аналоги таким образом, что в начале времени, соответствующем точке ноль, эти компании были близки по основным своим характеристикам. Это значит, что можно сделать предположение, что

$$\mu_1(0) = \mu_2(0). \quad (3)$$

Обозначим текущий доход компании через D . Это экономический показатель, соответствующий одному из перечисленных рыночных мультипликаторов (например, дивиденды компании за определенный период).

В первой группе предприятий аналогов единица дохода D обеспечивала рост капитализации компании (рост рыночной стоимости), равный

$$\mu_1(t) - \mu_1(0).$$

Аналогично, во второй группе единица дохода D обеспечивала рост капитализации компании (рост рыночной стоимости), равный

$$\mu_2(t) - \mu_2(0).$$

Разницу между этими двумя величинами можно считать показателем роста (падения) капитализации компании на единицу дохода D при условии, что она внедряет данную инновацию. Следовательно, можно определить рост капитализации $I(t)$ инновационной компании как

$$I(t) = V(t) - V(0) = D(t) ((\mu_2(t) - \mu_2(0)) - (\mu_1(t) - \mu_1(0))).$$

Учитывая равенство (3), получаем

$$I(t) = D(t) (\mu_2(t) - \mu_1(t)) = \Delta \mu(t) D(t). \quad (4)$$

Величину $\Delta \mu(t)$ назовем оценочным мультипликатором роста капитализации инновационного бизнеса.

Данную формулу можно применять при оценке роста капитализации инновационных предприятий как одну из возможных. Она достаточно точно отражает реальную рыночную картину, поскольку все данные о предприятиях аналогах берутся из реальной экономики.

Список использованных источников

1. П. Э. Самуэльсон, В. Д. Нордхаус. Экономика: учебное пособие/ Пер. с англ. 16-е изд. М.: Издательский дом «Вильямс», 2000.
2. К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю. Экономикс: принципы, проблемы и политика/Пер. с англ. В 2-х т. 11-е изд. М.: Республика, 1995.
3. Руководство Осло. Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям. 3-е изд., совместная публикация ОЭСР и Евростата/Пер. на рус. яз. М.: ГУ «Центр исследований и статистики науки», 2010.
4. Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. Стоимость компаний. М.: Олимп-Бизнес, 2008.
5. А. Дамодоран. Инвестиционная оценка. М.: Альпина паблишерс, 2010.
6. Оценка бизнеса: учебник/Под ред. А. Грязновой и М. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2006.
7. Ю. Козырь. Стоимость компаний: оценка и управленческие решения. М.: Альфа-Пресс, 2009.

8. Ф. П. Бюер. Оценка стоимости технологий: проблемы бизнеса и финансов в мире исследований и разработок. М.: Олимп-Бизнес, 2007.
9. Р. Брейли, С. Майерс. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2007.
10. У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. Инвестиции. М.: Инфра-М, 2009.
11. К. Сафарян. Инновационный бизнес: практические аспекты оценки активов. М.: Дело, 2010.
12. L. Downes, P. F. Nunes. Big-Bang Disruption. Harvard Business Review. Mart 2013
13. M. Bertini, J. T. Gourville. Pricing to Create Shared Value. Harvard Business Review. June 2009.
14. G. M. Ahlfeldt, N. Wendland. Looming stations: valuing transport innovations in historical context. Economic Letters, 105 (1), 2009.
15. Innovation In India. Government of India: National Knowledge Commission. June 2007.

Evaluation of the growth of capitalization of innovative companies: multiplier capitalization growth

A. A. Safaryan, PhD, Senior Research Fellow, Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation.

K. V. Safaryan, PhD, teacher, Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation

This article covers the issues of evaluation of the capitalization growth of innovation company. Authors suggest new method of the evaluation of capitalization growth of innovation business for comparison approach and using of new instrument — multiplier.

Keywords: innovation, capitalization of innovation company, evaluation of innovation business, evaluation multiplier, multiplier, comparison approach.

ВУЗПРОМЭКСПО-2013. Отечественная наука – основа индустриализации

С 17 по 18 декабря 2013 года в старейшем московском выставочном комплексе «Гостиный двор» пройдет выставка «ВУЗПРОМЭКСПО-2013. Отечественная наука – основа индустриализации» (далее – Выставка). Организатором мероприятия выступает Министерство образования и науки Российской Федерации совместно с Министерством экономического развития Российской Федерации и Министерством промышленности и торговли Российской Федерации.

Стратегические партнеры Выставки – государственные корпорации «Ростехнологии» и «Росатом».

Выставка объединит ведущих ученых российской вузовской науки и лидеров отечественного крупного предпринимательства. Ведущие вузы страны представят свои последние разработки, которые полностью готовы к внедрению в массовое производство, а некоторые из них уже внедрены. Представители крупного бизнеса выступают не только в привычной роли покупателей готовых технологий, но и в качестве основных заказчиков инновационных разработок – партнеров российских вузов, представив яркие примеры такой кооперации.

В построении новой индустриальной экономики Правительством Российской Федерации последовательно создаются благоприятные экономические и правовые условия для инновационной деятельности, нарабатывается практика успешной реализации проектов, внедряются, в том числе при федеральной поддержке, программы подготовки кадров. В качестве примеров можно назвать Программы инновационного развития, постановления Правительства Российской Федерации № 218 «О мерах государственной поддержки развития кооперации российских высших учебных заведений и организаций, реализующих комплексные проекты по созданию высокотехнологичного производства», № 219 «О государственной поддержке развития инновационной инфраструктуры в федеральных образовательных учреждениях высшего профессионального образования» и № 220 «Привлечение ведущих ученых в российские образовательные учреждения высшего профессионального образования, научные учреждения государственных академий наук и государственные научные центры Российской Федерации».

Актуальность подобных мер обуславливается необходимостью опережающего развития приоритетных направлений научных исследований и технологических разработок. Ведь нельзя забывать о том, что развитие инновационной деятельности – это не только хозяйственная, но и политическая задача. Отставание в этой сфере может грозить как долговременным закреплением сырьевого характера российской экономики, так и переходом в категорию стран с инновационной системой имитационного типа.