

Н.Н. Куницына, Т.В. Халявская

**МЕТОДЫ ОЦЕНКИ
ДОИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ СТАРТАПОВ,
НЕ ДОСТИГШИХ УРОВНЯ ДОХОДНОСТИ**

N.N. Kunitsyna, T.V. Halyavskaya

**EVALUATION METHODS
OF PRE-INVESTMENT COST OF THE STARTUPS
WHICH HAVE NOT REACHED PROFITABILITY LEVEL**

Усиление роли государства в области инвестиций на ранних стадиях развития бизнеса с целью создания драйвера роста для инновационной экономики России и обеспечения ее конкурентоспособности сопряжено с формированием и поддержкой посевных фондов, бизнес-акселераторов, бизнес-инкубаторов, технопарков. Несмотря на кризисные явления, ведется планомерная работа по созданию системы стартапов, оценка стоимости которых требует специализированного подхода. Особенно она затруднена на ранних стадиях ведения бизнеса, когда вновь созданные фирмы не достигли уровня доходности. Предмет исследования – методика оценки доинвестиционной стоимости стартапов с учетом российской и мировой практики. В основу оценочного подхода положены такие методы, как скоринговый, венчурного капитала, Дэйва Беркуса, суммирования факторов риска. Отражены их преимущества и недостатки, приведен алгоритм использования, проиллюстрированы особенности применения для стартапов, не получающих достаточной величины прибыли, стоимость которых не представляется возможным оценить с помощью традиционных методов доходного и альтернативного подходов. Базовые факторы, определяющие величину стоимости: качество управляющей команды, возможности роста бизнеса, конкурентная среда, продвижение продукции/услуг, партнерство, потребность в дополнительных инвестициях. Для поиска предварительных результатов оценки рекомендовано воспользоваться тремя методами, позволяющими усреднить стоимость. Кроме того, описан порядок отсеивания результатов, значительно отличающихся от средних величин. Поскольку деятельность, связанная с оценкой стартапов, находится большей частью в эвристической плоскости, подчеркнута значимость сбора и анализа статистической информации в сфере венчурного финансирования на ранних стадиях развития бизнеса.

СТАРТАП; ОЦЕНКА СТОИМОСТИ; ДОИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ; МЕТОД ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА; МЕТОД СУММИРОВАНИЯ ФАКТОРОВ РИСКА.

Strengthening the role of the government in the investment field at early stages of business development for giving impetus to the growth of the Russian innovative economy and providing its competitiveness is connected with forming and supporting the sowing funds, business accelerators, business incubators, science and technology parks. Despite the ongoing crisis, it is necessary to do systematic work on creating a system of startups whose value assessment requires specialized approach. It is especially complicated at the early stages of business when newly created firms have not reached profitability level. The purpose of the article is considering a technique for assessing the pre-investment cost of startups taking into account the Russian and world practice. Some methods are the basis for the estimative approach: scorecard, venture capital, Dave Berkus, risk factors summation. Their benefits and shortcomings, and algorithm of use are reflected in article. Moreover, the authors have illustrated the features of application for the startups which are not receiving a sufficient amount of profit, so it is not possible to estimate their costs by means of traditional methods of profitable and alternative approaches. The basic factors determining the cost are the quality of the managing team, the possibility of business growth, a competitive environment, the promotion of products/services, partnership, the need for additional investments. For searching the preliminary results of an assessment it is necessary to use three methods allowing to calculate the average cost. Besides, the article describes the order of eliminating the results considerably different from average sizes. As the activities connected with an assessment of startups are mostly in the heuristic sphere, the authors have emphasized the importance of collection and analysis of statistical information about venture funding at early stages of business development.

STARTUP; VALUE ASSESSMENT; PRE-INVESTMENT COST; METHOD OF A VENTURE CAPITAL; RISK FACTOR SUMMATION METHOD.



Введение. Стадия активной трансформации экономики России способствует развитию малого и среднего бизнеса, росту инновационной активности, которые включены в перечень приоритетных направлений системы стратегического планирования государства и отражены в «Прогнозе научно-технологического развития Российской Федерации на период до 2030» [1]. Одним из ее элементов выступает развитие стартапов. При этом следует отметить, что не любая новая компания выступает стартапом. Кроме того, стартап не обязательно увязывать с технологией или венчурным финансированием. Единственной его существенной характеристикой является реализованная способность к быстрому росту. Обычно стартап, имея временную структуру, занимается поисками масштабируемой, воспроизводимой, рентабельной бизнес-модели [2].

Вопрос оценки стартапа, не вышедшего на уровень доходности (посевная и начальная стадии), возникает при необходимости привлечения инвестиций. Большая часть специалистов поддержат тезис о том, что оценить компанию, не имеющую ни доходов, ни каких-либо существенных данных об операционной деятельности, достаточно сложно. Однако такая потребность имеется, следовательно, необходимы методы, позволяющие справиться с подобной задачей.

В современных научных публикациях не дано четких рекомендаций по применению тех или иных методов преинвестиционной стоимости стартапов. Более того, следует отметить, что нет и единого мнения относительно их отнесения к доходному, затратному или альтернативному подходам. Вместе с тем наиболее популярными работами в данной области являются интернет-публикации Б. Пейна, посвященные оценке стоимости организаций, в том числе бизнес-ангелов на ранних стадиях инвестирования [4–6], анализу риск-факторов в процессе оценочных работ [9, 12], Д. Беркуса и Л. Виллалобуса в разработке предпосевных и посевных этапов инвестирования в малый бизнес [15].

В этой связи целью исследования стало совершенствование методических подходов к оценке стоимости стартапов, находящихся на стадии преинвестиционного внедрения с учетом особенностей ведения бизнеса в российских условиях.

Методика и результаты исследования. В мировой практике венчурного финансирования для оценки доинвестиционной стоимости стартапов, не вышедших на уровень доходности, применяются различные методы, целесообразность и необходимость адаптации которых к российским условиям своевременны и очевидны: это скоринговый метод, метод венчурного капитала, метод Дэйва Беркуса и метод суммирования факторов риска [10].

Скоринговый метод. Данные по указанному методу впервые представлены Биллом Пэйном (Bill Payne) на информационной платформе для предпринимателей и инвесторов Gust в мае 2001 г. В 2008 г. метод адаптирован организацией бизнес-ангелов в США Ohio TechAngels для своих нужд и назван в честь автора методом Билла Пэйна (the Bill Payne Method). Многие именуют данную и схожие методики бенчмаркингом (The Benchmark Method) от английского to benchmark – «сравнивать со стандартом». Сам автор отдает предпочтение названию The Scorecard Method [7, 13], что в русскоязычной финансовой литературе обычно переводится как скоринговый метод, или скоринг.

Скоринговый метод основан на сравнении целевой компании (в нашем случае стартапа, не достигшего уровня доходности) со средним значением оценки подобных предприятий по венчурной отрасли в регионе (имеются в виду бизнес-ангелы и венчурные фонды, специализирующиеся на вложениях в стартапы).

Рассматривая суть метода, необходимо затронуть некоторые статистические закономерности в распределении результатов венчурного финансирования. Согласно данным по США за 2011 г. бизнес-ангелы и инвестиционные фонды, специализирующиеся на инвестировании в компании, находящиеся на ранних стадиях развития бизнеса, в среднем оценивали стартапы в диапазоне от 1,5 до 2,5 млн долл. [7, 13]. На данном этапе финансирования инвесторы приобретали доли в компаниях в размере 20–30 %, ожидая при этом возврат инвестиций в 20-кратном размере через приемлемый период времени, который обычно для первых раундов инвестирования составляет 5–8 лет.

При этом согласно зарубежным эмпирическим данным из десяти проинвестированных стартапов около половины терпят крах, три-четыре обеспечивают возврат вложенных средств или умеренную прибыль в 2–5-кратном размере и лишь один-два стартапа из десяти позволяют получить доход в 10–30-кратном размере [15].

Российскими венчурными фондами также проводятся подобные обобщения эмпирических данных. Согласно данным Российского венчурного фонда (РВК) закономерность в возврате инвестиций может быть представлена пропорцией 3 : 3 : 3 : 1. То есть три проинвестированные компании разорятся, и фонд потеряет вложенные средства, три компании не обеспечат прибыли, а лишь вернут вложенный капитал, небольшой доход от вложений в три следующие компании обеспечит возврат инвестиций в весь портфель (из десяти объектов) и лишь одна из десяти компаний обеспечит 10–30-кратную прибыль от вложенных средств [3].

Естественно, на первых порах невозможно предсказать, какой из стартапов потерпит крах, а какой окажется успешным. Общая рекомендация состоит в том, чтобы каждый проинвестированный стартап имел потенциал к возврату вложений в 10–30-кратном размере [7, 13].

При проведении оценки стартапа скоринговым методом целесообразно учитывать регион и бизнес-сектор целевой компании [5]. Это связано с тем, что стартапы в «кремневой долине» из-за большей конкуренции будут оцениваться выше, чем стартапы в Бостоне. По той же причине применительно к российскому экономическому пространству стартапы, реализуемые в г. Москве, будут оцениваться несколько выше, чем стартапы в Северо-Кавказском, Южном и других федеральных округах. Что касается бизнес-сектора целевой компании, здесь также имеются различия в уровне оценки. Так, стартапы, связанные с биотехнологиями, обычно получают более высокую оценку, чем стартапы, разрабатывающие программное обеспечение [5].

На первом этапе применения скорингового метода необходимо определить среднее значение доинвестиционной оценки стартапов в регионе и бизнес-секторе, в которых

намерена (или начала) работать целевая компания. Билл Пейн иллюстрирует свой метод на примере исследования результатов деятельности северо-американских организаций бизнес-ангелов [5], для которых в рассматриваемый автором методики период была характерна величина среднего значения доинвестиционной стоимости стартапов, не получающих доход от своей деятельности, на уровне 2 млн долл.

Реализация второго этапа скорингового метода связана с процессом сравнения целевого стартапа со схожими компаниями, проинвестированными в заданном регионе, по ряду параметров (табл. 1).

Таблица 1

Параметры доинвестиционной оценки стартапа скоринговым методом

Параметр стартапа	Диапазон значений веса параметра, %
Качество управляющей команды	0–30
Возможности роста	0–25
Продукт / интеллектуальная собственность	0–15
Конкурентная среда	0–10
Продвижение / продажи / партнерство	0–10
Потребность в дополнительных инвестициях	0–5
Прочее	0–5

Источник: www.billpayne.com

В табл. 1 параметры расположены в последовательности убывания веса при определении доинвестиционной стоимости стартапа. Для инвестора наибольшую ценность представляет качество команды, поскольку считается, что подготовленная команда, обладающая необходимыми компетенциями, имеет все шансы на успех, даже в случае наличия среднего по качеству продукта, в то время как слабая команда с великолепным продуктом, скорее всего, окажется менее успешной или потерпит крах. Таким образом, наибольший вес в модели приписывается параметру, связанному с качеством команды стартапа (до 30 %). Вторым по важности

элементом является возможность роста для организации (вес до 25 %). Имеется в виду параметр, связанный с размером потенциального рынка, от объема которого совершенно закономерно зависит перспективная возможность роста компании до момента выхода инвестора, а значит, и доход последнего. Наличие готового продукта и (или) интеллектуальной собственности может иметь вес до 15 %. Оценка особенностей конкурентной среды получила отражение в модели и может иметь вес до 10 % в зависимости от наличия преимущества продукта перед конкурентами, барьеров для вхождения на рынок, количества и качества субъектов, действующих в целевом сегменте. В случае запуска или завершения процесса тестирования каналов продаж, определения стратегических партнеров, наличия первых продаж в модели предусмотрен вес до 10 % для обозначенного

параметра. Вес потребности в дополнительных инвестициях составляет 5 %. Также имеется возможность расширения метода посредством наличия параметра, предусматривающего учет иных положительных или отрицательных факторов. Данный элемент может иметь вес до 5 %.

Далее при оценке стартапа следует приписать каждому параметру, приведенному в табл. 1, индивидуальное значение. Для этих целей была составлена методика эмпирической оценки параметров стартапа [7, 13]. Данный подход основан на анализе факторов, оказывающих влияние на соответствующий параметр, посредством условной оценки влияния факторов от весьма положительной (+ + +) до крайне отрицательной (– – –). В табл. 2 представлены факторы, влияющие на оценку каждого из параметров целевой компании, с учетом степени воздействия.

Таблица 2

Факторы, оказывающие влияние на оценку параметров целевой компании

Оценка влияния	Фактор
<i>1. Качество управляющей команды</i>	
Наличие опыта	
+	Большой опыт в бизнесе (вообще)
++	Опыт в данном бизнес-секторе
+++	Опыт работы генеральным директором
++	Опыт работы исполнительным, финансовым или техническим директором
+	Опыт работы менеджером по продукту
–	Опыт работы в отделе продаж или в техническом отделе
– – –	Опыт работы в бизнесе отсутствует
Готовность уступить управление опытному генеральному директору	
– – –	Готовность отсутствует
0	Нейтральное отношение к вопросу
+++	Готовность имеется
Готовность основателя к дополнительному обучению	
+++	Готовность имеется
– – –	Готовность отсутствует
Степень укомплектованности команды	
–	Имеется только основатель стартапа
0	В команде имеется один компетентный специалист
+	Члены команды готовы заниматься проектом, но имеют дополнительную занятость
+++	Команда полностью укомплектована и готова к работе
<i>2. Возможности роста</i>	
Размер целевого рынка (объем продаж)	
– –	< 50 млн долл.
+	100 млн долл.
++	> 100 млн долл.

Оценка влияния	Фактор
Потенциальный доход целевой компании через пять лет	
--	< 20 млн долл.
++	20–50 млн долл.
-	> 100 млн долл. (потребуется дополнительные раунды инвестирования)
3. Продукт / интеллектуальная собственность	
Наличие прототипа, продукта, реакции покупателей	
---	Продукт не определен, ведется работа над прототипом
0	Продукт определен, прототип имеет перспективы
++	Имеются положительные отзывы потенциальных клиентов о продукте
+++	Имеются заказы и ранние продажи
Степень важности продукта для потребителя	
---	Потребители могут обойтись без продукта
++	Продукт удовлетворяет важные потребности потребителя
+++	Продукт идеально подходит потребителю для удовлетворения жизненно важной потребности
Наличие интеллектуальной собственности	
---	Продукт легко скопировать, интеллектуальная собственность отсутствует
0	Копирование продукта затруднено
++	Продукт уникален, защищен коммерческой тайной
+++	Наличие патента на изобретение
4. Конкурентная среда	
Уровень конкуренции в выбранном рыночном сегменте	
--	Доминирует единственный крупный игрок
-	Имеется несколько крупных игроков
++	Имеется множество мелких игроков
Уровень качества конкурентных продуктов	
--	Конкуренты предлагают продукт лучшего качества
+++	Конкуренты проигрывают в качестве продукта
5. Продвижение / продажи / партнерство	
Каналы продаж, продажи и торговые партнеры	
---	Каналы продаж не определены и не тестировались
++	Каналы продаж тестируются, имеется реакция потребителей
+++	Определены надежные каналы продаж, клиентами размещены первые заказы
--	Партнеры отсутствуют
++	Определены ключевые партнеры
6. Потребность в дополнительных инвестициях	
+++	Дополнительные инвестиции не потребуются
0	Будет необходим еще один раунд финансирования на ранней стадии развития бизнеса
---	Потребуется значительное финансирование проекта крупными венчурными фондами
7. Прочее	
++	Наличие иных положительных факторов
--	Наличие иных отрицательных факторов

В ходе иллюстрации метода на примере стартапа [7, 13] автор методики предположил, что в компании средний уровень качества продукта и технологии (100 % норма по сектору), сильная команда (125 %), большие

возможности роста (150 %). Положительные показатели денежных потоков достижимы в результате единственного (текущего) раунда финансирования (100 %). Целевая компания несколько проигрывает конкурентам на рын-

ке (75 %), но уже получены положительные отзывы клиентов на продукт (прочие факторы – 100 %). Компании требуется произвести некоторые усовершенствования в отношении построения каналов продаж и установления партнерских отношений (80 %).

Оценка ключевых параметров стартапа представлена в табл. 3, в которой также определены параметрические коэффициенты и общий коэффициент скоринговой модели. При этом значения веса параметров приняты на максимально возможном уровне.

Умножением общего коэффициента модели (1,155) на среднюю величину доинвестиционной оценки (1,5 млн долл.) получена искомая величина доинвестиционной оценки стартапа, не вышедшего на уровень доходности: $1,155 \cdot 1,5 \text{ млн долл.} = 1,73 \text{ млн долл.}$

Ключевым аспектом применения скорингового метода для оценки доинвестиционной стоимости стартапов, не достигших доходного уровня, является четкое понимание того, в каком диапазоне находится разброс значений обозначенного вида стоимости для аналогичных объектов оценки в заданном регионе [7, 13].

В завершение описания методики следует отметить следующее.

Во-первых, экстраполяция зарубежных статистических данных в исследуемой области не даст адекватных результатов в доинвестиционной оценке российских доприбыльных стартапов. Требуется провести сбор и анализ информации с использованием данных российских инвестиционных фондов и клубов бизнес-ангелов, для того чтобы получить усредненное значение доинвестицион-

ной оценки стартапов в Российской Федерации, по регионам и бизнес-секторам, т. е. рассчитать базовую величину, необходимую для проведения первого этапа оценки целевых компаний скоринговым методом.

Во-вторых, имеется необходимость адаптации и второй части модели к российским условиям. Так, абсолютные величины некоторых факторов, представленные в долларах США, требуют пересмотра и изменения. Например, имеет смысл выразить в валюте Российской Федерации размер целевого рынка и потенциальный доход целевой компании, уточнив при этом значение величин для каждого фактора в соответствии с приемлемыми для российских инвестиционных фондов показателями развития стартапов.

Метод венчурного капитала. Этот метод (The Venture Capital Method – VC Method) был впервые описан в 1987 г. профессором Harvard Business School Биллом Салманом (Bill Sahlman). Инвесторы считают этот метод одним из самых полезных при проведении оценки доинвестиционной стоимости стартапов [14]. Согласно методике доходность инвестиций (ROI – Return on Investment) определяется как отношение терминальной стоимости (Terminal Value) к постинвестиционной оценке (Post-money Valuation). Обязательным условием является предположение, что инвестиционная сессия одна и отсутствует эффект «разводненности».

Затем определяется величина постинвестиционной оценки как отношение терминальной стоимости к прогнозной норме доходности инвестиций.

Таблица 3

Оценка ключевых параметров стартапа скоринговым методом

Сравнительные параметры	Вес параметра, %	Оценка параметра целевой компании, %	Параметрические коэффициенты
Качество управляющей команды	30	125	0,375
Возможности роста	25	150	0,375
Продукт / интеллектуальная собственность	15	100	0,150
Конкурентная среда	10	75	0,075
Продвижение / продажи / партнерство	10	80	0,080
Потребность в дополнительных инвестициях	5	100	0,050
Прочее	5	100	0,050
Общий коэффициент скоринговой модели			1,155

Терминальная стоимость – предположительная цена продажи компании в определенный момент в будущем (допустим, через 5–8 лет после инвестиционной сессии). Цена продажи может быть определена на основании ожидаемой выручки фирмы в год предполагаемой продажи, а также с учетом данных отраслевой статистики в отношении уровня доходов аналогичных организаций. Для иллюстрации метода воспользуемся данными компании, производящей программное обеспечение, с годовым объемом выручки от продаж 20 млн долл. и с доходом после уплаты налогов около 3 млн долл. Используя мультипликатор цена / прибыль (Price / Earnings ratio) для заданного сегмента ($15 * P/E$), можно определить терминальную стоимость на уровне 45 млн долл. Согласно эмпирическим данным по США фирмы по производству программного обеспечения часто продаются по цене, в два раза превышающей размер годовой выручки. Тогда терминальная стоимость может быть установлена на уровне 40 млн долл. Взяв арифметическую среднюю из двух значений, получим искомую терминальную стоимость в 42,5 млн долл.

Прогнозная норма доходности инвестиций [14] через шестилетний период будет находиться на уровне 27 %. Согласно статистике фондов ранних инвестиций, половина профинансированных предприятий потерпит крах. В целом, доход от девяти из десяти проектов обеспечит возврат инвестированных средств и лишь один из десяти проектов обеспечит доходность в 20 и более раз. Инвестор не знает, какой из десяти проектов будет самым успешным, каждый стартап в десятке должен демонстрировать возможность 10–30-кратного возврата инвестиций. Предположим, что инвестиции вернутся в 20-кратном объеме.

Допустим, стартапу по производству программного обеспечения требуется 500 тыс. долл., чтобы выйти на точку безубыточности и начать получать доход. Предполагается, что в дальнейшем организация будет демонстрировать стабильный рост. Тогда определение доинвестиционной стоимости будет производиться следующим образом:

постинвестиционная оценка = терминальная стоимость / прогнозная норма доходности инвестиций = 42,5 млн долл. / 20 = 2,125 млн долл.

доинвестиционная оценка = постинвестиционная оценка – объем инвестиций = 2,125 млн долл. – 0,5 млн долл. = 1,625 млн долл.

В случае если инвесторы предполагают наличие последующих сессий инвестирования, следует использовать упрощенный способ учета эффекта «разводнения» [14]. Суть заключается в кратном снижении величины доинвестиционной оценки согласно ожидаемому уменьшению доли после наступления обозначенного события. Так, при ожидании «разводнения» доли в два раза величину доинвестиционной оценки следует уменьшить вдвое (оценка составит 800 тыс. долл.), если ожидается «разводнение» доли на треть, необходимо уменьшить полученную величину доинвестиционной оценки на 30 %, т. е. указанная величина составит около 1,1 млн долл.

Следует отметить, что применение данного метода в российских условиях связано с определенными трудностями ввиду отсутствия существенных статистических данных. Применение же зарубежной статистики (особенно в части мультипликаторов различных секторов промышленности) приведет к неадекватным показателям оценки.

Метод Дэйва Беркуса. При инвестировании в предприятия большинство методов оценки их стоимости опирается на ретроспективную финансовую и операционную информацию, в то время как стартапы подобной информацией не располагают [4]. В этой связи к середине 1990-х гг. Беркус сформулировал свой метод, который позволял осуществлять оценку стартапа не принимая в расчет финансовые прогнозы основателей проектов, но с единственной оговоркой: инвестор должен обладать уверенностью в том, что у стартапа имеется потенциал для получения дохода в размере 20 млн долл. к концу пятого года работы.

За многие годы существования метод подвергался усовершенствованиям. Изменения в основном касались верхней границы диапазона стоимости (в сторону снижения) по каждому элементу системы. Данные корректировки были связаны с процессом коррекции рынка, перегретого в период «бума доткомов». В табл. 4 представлен список ключевых элементов стартапа в сочетании с диапазоном значения для каждого элемента в случае его наличия.

Таблица 4

Диапазон значений оценки элементов стартапа для определения доинвестиционной стоимости методом Дэйва Беркуса

Элементы стартапа (в случае наличия)	Диапазон значений оценки элемента, млн долл.
Перспективная идея	0,0–0,5
Реализованный прототип	0,0–0,5
Квалифицированная команда управления	0,0–0,5
Стратегически важные связи	0,0–0,5
Продвижение продукта или продажи	0,0–0,5

Источники: www.berkonomics.com

Наличие перспективной идеи, по мнению автора метода, является основой стоимости проекта. Наличие реализованного прототипа способствует снижению технологических рисков, а наличие квалифицированной команды управления помогает уменьшить операционные риски. Под стратегически важными связями понимается наличие профессионального совета директоров, грамотно подобранного ментора проекта, гарантирующих конкурентные преимущества проекту и в совокупности способствующих снижению рыночного риска. В случае осуществления деятельности по продвижению продукта или начала продаж уменьшаются финансовые и производственные риски.

Максимальной величиной оценки стартапа, не вышедшего на уровень получения прибыли, по данному методу может быть 2 млн долл. В случае прохождения стартапом периода продвижения продукта величина оценки может быть увеличена до 2,5 млн долл.

Ученый особое внимание обращает на то, что метод ни в коем случае не следует применять, если компания начала получать какой-либо доход даже в течение незначительного периода времени.

Положительно оценивая метод Беркуса, Билл Пейн дает несколько существенных комментариев [8, 11]. Так, на первое место в таблице ключевых характеристик оцениваемого стартапа он ставит качество команды

управления. Отмечает предпочтительность наличия «триггеров», условий для стартап-проекта, необходимых к выполнению при принятии решения инвестором о финансировании (например, получение обратной связи от клиентов-пользователей выпускаемого продукта или наличие интеллектуальной собственности). Особо подчеркивает некоторые существенные области, характеризующие сферу деятельности стартапа, которые желательно внести в список характеристик для более адекватного результата оценки: размер потенциального рынка, уровень и структура рыночной конкуренции в выбранном сегменте, степень уникальности интеллектуальной собственности. Кроме того, при использовании метода Беркуса для оценки стартапов на рынке с высокой конкуренцией рекомендуется увеличить верхний предел диапазона значений [6]. Данная рекомендация связана с положением, согласно которому более высокая конкуренция способствует повышению качества стартапов, следовательно, оценка их стоимости также должна быть выше.

Возможность применения метода Беркуса в российских условиях связана с адекватным определением диапазона значений оценки элементов стартапа. Данные величины, по всей видимости, следует воспринимать как производные от средней величины оценки доинвестиционной стоимости стартапов в регионе. Разумеется, оценка организаций на территории Российской Федерации осуществляется в валюте РФ (рублях). Соответственно, и средняя величина доинвестиционной стоимости стартапов и диапазон значений оценки элементов стартапа должны быть выражены в указанной валюте.

Метод суммирования факторов риска (The Risk Factor Summation Method). Позволяет осуществить доинвестиционную оценку стартапа, не достигшего уровня доходности, посредством анализа информации о воздействии на рассматриваемое предприятие различных видов риска: операционного (Management risk), связанного со стадией развития бизнеса (Stage of the business), политического (Legislation/Political risk), производственного (Manufacturing risk), рыночного (Sales and marketing risk), финансового (Funding / Capital raising

risk), конкурентного (Competition risk), технологического (Technology risk), судебного (Litigation risk), международного (International risk), репутационного (Reputation risk), инвестиционного (Potential lucrative exit).

Согласно рекомендациям [9, 12] каждый из перечисленных видов риска необходимо оценить в соответствии со шкалой:

+2 – сильное положительное влияние на роста компании и на успешный «выход» инвестора;

+1 – положительное влияние;

0 – нейтральный уровень влияния;

–1 – отрицательное влияние на рост компании и на успешный «выход» инвестора;

–2 – сильное отрицательное влияние.

Предварительно, как и в скоринговом методе, необходимо найти величину средней доинвестиционной оценки стартапов в регионе, в котором намеревается работать анализируемое предприятие.

Затем к полученному значению средней оценки за каждый балл +1 следует добавить 250 тыс. долл., за +2 – 500 тыс. долл. Аналогично за –1 вычитается 250 тыс. долл. из значения средней оценки, при –2 следует уменьшить среднее значение на 500 тыс. долл.

Для иллюстрации метода рассчитаем доинвестиционную стоимость стартапа. Среднее значение величины доинвестиционной стоимости стартапов в конкретном регионе примем в размере 2 млн долл. Допустим, в суждениях о влиянии двенадцати видов риска содержатся шесть нейтральных оценок (шесть нулей), четыре +1, одна оценка –2 и одна –1, что в сумме составит +1. Тогда согласно методике необходимо к 2 млн долл. среднего значения оценки прибавить 250 тыс. долл. В итоге, оценка доинвестиционной стоимости стартапа методом суммирования факторов риска составит 2,25 млн долл.

Разумеется, метод требует доработки для использования при оценке российских стартапов, в частности требуется уточнение абсолютных значений для каждого балла, приписываемого двенадцати видам риска.

Выводы. Итак, можно сформулировать ряд следующих выводов и рекомендаций.

1. Применение скорингового метода оценки стоимости стартапа в российских ус-

ловиях должно опираться на потенциальную возможность поиска рынка сбыта и возврата вложений в 10–30-кратном размере, учет рисков составляющей, корректировку на региональные особенности ведения бизнеса и его отраслевую принадлежность.

2. Использование метода венчурного капитала предполагает возможность эффекта «разводненности», определения величины терминальной стоимости стартапа и прогнозной нормы доходности инвестиций.

3. В случае невозможности приблизительной оценки ретроспективной финансовой и операционной информации следует применять метод Д. Беркуса, сочетающий в себе не только ключевые экономические параметры, но и социальную составляющую бизнеса.

4. Метод суммирования факторов наиболее адекватен в случае возможности выявления и идентификации всех групп риска, поскольку у исследователя появляется шанс использования экспертных оценок, что повышает уровень его полезности в российской действительности.

5. Подытоживая описание методик оценки доинвестиционной стоимости стартапов, не вышедших на уровень доходности, отметим, что для нахождения предварительных результатов оценки необходимы данные, полученные с помощью, как минимум, трех методов. Если три метода дали сравнимые результаты, следует взять усредненное значение. Если результат оценки одним из методов сильно отличается от двух других значений, целесообразно найти среднее из двух оставшихся. В подобном случае можно также применить еще один метод оценки из приведенных выше, с тем чтобы найти три близких значения оценки. Если же данные, полученные с помощью трех методов оценки, значительно отличаются друг от друга, необходимо использовать дополнительные методы, чтобы прийти к адекватному результату оценки.

Вместе с тем при проведении доинвестиционной оценки стартапа указанные методы могут быть видоизменены с целью соответствия объекту оценки [6].

Таким образом, при осуществлении процесса оценки доинвестиционной стоимости стартапов, не достигших уровня доходности, решение инвесторами принимается на осно-



вании ряда эмпирических допущений в условиях значительной неопределенности. Следовательно, деятельность, связанная с оценкой стартапов, в большей степени лежит в эвристической плоскости. Здесь особую значимость приобретают сбор и анализ статистических данных в области венчурного финансирования на ранних стадиях развития бизнеса с целью определения базовых тен-

денций и закономерностей как основы для принятия адекватного решения в вопросе доинвестиционной оценки стартапов.

Результаты данного исследования не являются исчерпывающими, что предполагает возможность их дальнейшего переосмысления, а также апробации на разных этапах инвестирования в стартапы, не ограничиваясь лишь предпосевной и посевной стадиями.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Министерство образования и науки Российской Федерации. Прогноз научно-технологического развития Российской Федерации на период до 2030. URL: <http://government.ru/media/files/41d4b737638b91da2184.pdf> (дата обращения: 11.06.2016).
2. **Бланк С., Дорф Б.** Настольная книга основателя — 2012. URL: <http://profilib.com/chtenie/33239/stiv-blank-startap-nastolnaya-kniga-osnovatelya.php> (дата обращения: 11.06.2016).
3. ОАО «Российская венчурная компания». Что такое венчурное инвестирование. URL: <http://www.rusventure.ru/ru/press-service/faq/> (дата обращения: 11.06.2016).
4. **Berkus D.** The Berkus Method: Valuing an Early Stage Investment. URL: <http://berkonomics.com/?p=1214> (дата обращения: 11.06.2016).
5. **Payne B.** Investors' Insights: 2011 Valuation Survey of North American Angel Groups. URL: <http://blog.gust.com/2011-valuation-survey-of-north-american-angel-groups/> (дата обращения: 11.06.2016).
6. **Payne B.** Methods for Valuation of Seed Stage Startup Companies. URL: www.angelcapitalassociation.org/blog/methods-for-valuation-of-seed-stage-startup-companies/ (дата обращения: 11.06.2016).
7. **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-Jan111.pdf> (дата обращения: 11.06.2016).
8. **Payne B.** Startup Valuations: The Dave Berkus Method. URL: <http://billpayne.com/2011/02/14/startup-valuations-the-dave-berkus-method.html> (дата обращения: 11.06.2016).
9. **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 обращения: 11.06.2016).
10. **Payne B.** Valuations 101. URL: <http://blog.gust.com/startup-valuations-101/> (дата обращения: 11.06.2016).
11. **Payne B.** Valuations 101: The Dave Berkus Method. URL: <http://blog.gust.com/248/> (дата обращения: 11.06.2016).
12. **Payne B.** Valuations 101: The Risk Factor Summation Method. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-the-risk-factor-summation-method/> (дата обращения: 11.06.2016).
13. **Payne B.** Valuations 101: The Scorecard Valuation Methodology. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/> (дата обращения: 11.06.2016).
14. **Payne B.** Valuations 101: The Venture Capital Method. URL: <http://blog.gust.com/startup-valuations-101-the-venture-capital-method/> (дата обращения: 11.06.2016).
15. **Villalobos L., Payne B.** Startup Pre-money Valuation: The Keystone to Return on Investment. URL: http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelCapitalEducation/ACEF_-_Valuing_Pre-revenue_Companies.pdf (дата обращения: 11.06.2016).

REFERENCES

1. Ministry of Education and Science of the Russian Federation. The forecast of scientific technology development of the Russian Federation for the period till 2030. URL: <http://government.ru/media/files/41d4b737638b91da2184.pdf> (accused November 6, 2016) (rus).
2. **Blank S., Dorf B.** The reference book of the founder — 2012. URL: <http://profilib.com/chtenie/33239/stiv-blank-startap-nastolnaya-kniga-osnovatelya.php> (accused November 6, 2016) (rus).
3. JSC Russian Venture Capital Company. What is the venture investment. URL: <http://www.rusventure.ru/ru/press-service/faq/> (accused November 6, 2016) (rus).
4. **Berkus D.** The Berkus Method: Valuing an Early Stage Investment. URL: <http://berkonomics.com/?p=1214> (accused November 6, 2016).
5. **Payne B.** Investors' Insights: 2011 Valuation Survey of North American Angel Groups. URL: <http://blog.gust.com/2011-valuation-survey-of-north-american-angel-groups/> (accused November 6, 2016).

american-angel-groups/ (accused November 6, 2016).

6. **Payne B.** Methods for Valuation of Seed Stage Startup Companies. URL: www.angelcapitalassociation.org/blog/methods-for-valuation-of-seed-stage-startup-companies/ (accused November 6, 2016).

7. **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-Jan111.pdf> (accused November 6, 2016).

8. **Payne B.** Startup Valuations: The Dave Berkus Method. URL: <http://billpayne.com/2011/02/14/startup-valuations-the-dave-berkus-method.html> (accused November 6, 2016).

9. **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> (accused November 6, 2016).

10. **Payne B.** Valuations 101. URL: <http://blog.gust.com/startup-valuations-101/> (accused November 6, 2016).

11. **Payne B.** Valuations 101: The Dave Berkus Method. URL: <http://blog.gust.com/248/> (accused November 6, 2016).

12. **Payne B.** Valuations 101: The Risk Factor Summation Method. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-the-risk-factor-summation-method/> (accused November 6, 2016).

13. **Payne B.** Valuations 101: The Scorecard Valuation Methodology. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/> (accused November 6, 2016).

14. **Payne B.** Valuations 101: The Venture Capital Method. URL: <http://blog.gust.com/startup-valuations-101-the-venture-capital-method/> (accused November 6, 2016).

15. **Villalobos L., Payne B.** Startup Pre-money Valuation: The Keystone to Return on Investment. URL: http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelCapitalEducation/ACEF_-_Valuing_Pre-revenue_Companies.pdf (accused November 6, 2016).

КУНИЦЫНА Наталья Николаевна – заведующий кафедры «Финансы и кредит» ФГАОУ ВПО «Северо-Кавказский федеральный университет», доктор экономических наук, профессор. 355009, ул. Пушкина, д. 1, г. Ставрополь, Россия. E-mail: natkun2004@mail.ru

KUNITSYNA Natalia N. – North Caucasus Federal University. 355009. Pushkin str. 1. Stavropol. Russia. E-mail: natkun2004@mail.ru

ХАЛЯВСКАЯ Татьяна Владимировна – аспирант кафедры «Финансы и кредит» ФГАОУ ВПО «Северо-Кавказский федеральный университет». 355009, ул. Пушкина, д. 1, г. Ставрополь, Россия. E-mail: haliavskaya@mail.ru

HALYAVSKAYA Tatyana V. – North Caucasus Federal University. 355009. Pushkin str. 1. Stavropol. Russia. E-mail: haliavskaya@mail.ru
