

ҮНЭ ЦЭНИЙН ТУХАЙ ОЙЛГОЛТ БОЛОН БИЗНЕСИЙН ҮНЭЛГЭЭНИЙ ОНОЛЫН ТҮҮХЭН ХӨГЖИЛ

Б.Болор*

Хураангуй: Энэхүү өгүүлэлдээ бид үнэ цэнийн тухай ойлголт, үнэлгээний онолын түүхэн хөгжлийг үе шатыг системтэйгээр судалж, цаашдын хөгжлийн чиг хандлагыг тодорхойлох оролдлого хийхээр зорьсон болно. Үнэ цэнийн тухай онолын ойлголт МЭӨ 4-р зууны үед Аристотель, Платоноос үүсэлтэй боловч, хөрөнгийн үнэлгээний шинжлэх ухаан тэр дундаа бизнесийн үнэлгээний шинжлэх ухаан, онолын ойлголтууд, арга хандлагууд 20-р зууны эхэн үеэс эрчимтэй хөгжиж байна. Тэр дундаас бизнесийн үнэлгээнд онцгой хувь нэмэр оруулсан загваруудыг 20-р зууны 2-р хагасаас хойш томъёолсон байна. Тухайлбал, капиталын жинлэгдсэн дундаж өртгийг тооцох загвар (WACC)-ыг Ф.Модельяни, М.Миллер нар 1958 онд, ногдол ашгийн хорогдуулгын загвар (DDM)-ыг М.Гордон, Э.Шапиро нар 1956 онд, өөрийн хөрөнгийн өгөөжийг тооцоолох САРМ загварыг В.Шарп, Ж.Линтнер, Я.Моссин нар 1960-аад оны үед, бодит опционы арга буюу ROV (real option valuation) аргыг Ф.Блэк, М.Шоулз, М.Рубинштейн, Р.Мертон нар 1973 онд, нягтлан бодох бүртгэлд суурилсан бизнесийн үнэлгээний загварыг Ж.Олсон 1995 онд тус тус боловсруулжээ.

Өнөө үед бизнесийн үнэлгээнд ашиглах боломжтой загварууд маш олон болсон бөгөөд эдгээр нь үнэлгээний уламжлалт 3 хандлагын аль нэгэнд шууд харьяалагдах бус холимог шинжтэй болж, нягтлан бодох бүртгэлийн шинжлэх ухаантай улам нягт уялдаатай болсоор байна.

Түлхүүр үгс: *бизнесийн үнэ цэнэ, бизнесийн үнэлгээний арга хандлагууд, бизнесийн үнэлгээний загварууд*

Abstract: In this section we aimed to show the understanding about value, and further systematically studied the evaluation's historical evolution to define the future development approach of theory of evaluation.

The understanding of evaluation theory was established first by Aristotle and Plato by 4th century BC. Even though, the asset assessment science more specifically business assessment science and its understanding, theories been developed rapidly by early 20th century. Those which contributed very much into the development of the business assessment models been developed during second half of the 20th century. For example: Weighted average cost of capital (WACC) by Modigliani and Miller in 1958, Dividend Discount Model (DDM) by Gordon and Shapiro in 1956, Capital asset pricing model (CAPM) by Sharpe, Lintner and Mossin around 1960, Real option valuation by Black, Rubinshtain, Merton and Sholes in 1973 and accounting based business valuation model by J. Ohlson in 1995.

Nowadays, we have numerous different methods available to choose between to evaluate business but these don't strictly belong to one of the 3 traditional approaches. Methods are including characteristics of each approaches and becoming more and more interrelated with accounting.

Key words: *business value, the methods and approaches of business valuation, the business valuation models*

* МУИС-ийн, Бизнесийн сургууль, (e-mail) bolor.b@num.edu.mn

Хөрөнгийн үнэлгээний, тэр дундаас бизнесийн үнэлгээний шинжлэх ухаан нь эдийн засаг, санхүүгийн шинжлэх ухааны салбар шинжлэх ухаан бөгөөд өнгөрсөн зууны дунд үеэс эрчимтэй хөгжиж ирсэн харьцангуй залуу шинжлэх ухаан билээ. Хэдийгээр харьцангуй сүүлд хөгжиж байгаа залуу шинжлэх ухаан боловч бизнесийн үнэлгээний үндсэн тулгуур ойлголтууд болох үнэ цэнэ, үнэлгээ хэмээх онолын ойлголтуудын үүсэл хөгжлийг эдийн засгийн онолын шинжлэх ухааны хөгжилтэй холбон судлах шаардлагатай юм.

Үнэ цэнэ /value-стоимость/-ийн тухай онолын ухагдахуун /Value theory/ эртнээс үүсэлтэй. Үнэ цэнийн тухай хамгийн анхны онолын ойлголтыг МЭӨ 4-р зууны үед Эртний Грекийн сэтгэгч Платон (МЭӨ 428-347), түүний шавь Аристотель (МЭӨ 384-322) нар тодорхойлсон нь түүхэнд тэмдэглэгдэн үлджээ. Платон "... уран дархан хүн өөрийн хөдөлмөрийн үнэ цэнийг мэднэ..." хэмээсэн бол Аристотель [5] үнэ цэнийн тухай ойлголтыг хэрэглээний болон арилжааны хэмээн зааглан тодорхойлсон байдаг.

Эртний Грек, Ромын үеэс хойш дундад зууны үеийн сэтгэгчид үнэ цэнийн талаар өөрсдийнхөөрөө тодорхойлсон байна. Энд үнэ цэнийг хөдөлмөрийн хөлсөөр, эсвэл арилжааны үнээр илэрхийлэх ойлголт уламжлагдан оршиж байв. Дундад зууны сэтгэгчдийн нэг Фома Аквинский (1225-1274) өөрийн бүтээлдээ аливаа зүйлийг эзэмшигч нь түүний үнэ цэнээс илүү үнээр зарж борлуулбал яах вэ, ямар үнээр арилжаа хийгдсэн үед арилжаанд оролцогч талууд аль аль нь сэтгэл хангалуун байх вэ зэрэг асуудлыг хөндсөн бөгөөд үнэ, үнэ цэнэ хэмээх ойлголтуудыг маш тодорхой ялгаж заагласан юм.

Дундад зууны үеэс хойш меркантизмын үе 1500-1800-аад оныг хүртэл үргэлжилсэн. Энэ үед баруун Европт эдийн засгийн үйл ажиллагаа нь далайн чанадын нээлт, колончлол, гадаад худалдаатай холбоотой байсан учир "эс суртахууны философийн эрин"-ээс "улс төрийн эдийн засгийн эрин"-д [10] шилжсэн байна. Меркантизмын үеийн үнэлгээний онолын гол төлөөлөгчид нь Бернардо Даванзати (1529-1606), Жеминиано Монтанари (1633-1687), Николас Барбон (1640-1698), Жон Лок (1632-1704), Виллиам Петти (1623-1687) нар байна. Даванзати 1588 онд хэвлэгдсэн бүтээлдээ үнэ цэнийн талаарх хэрэглээнд үндэслэсэн онолыг тусгажээ. Тэрээр барааны үнэ цэнэ нь тэдгээрийн хэрэглээний шинж чанар болон бэлэн байгаа тоо хэмжээнээс хамаарна, өөрөөр хэлбэл барааны хомсдол нь үнэ цэнийг өсгөдөг гэж үзэж байв. Монтанари бараг зуун жилийн дараа 1680 онд үнэ цэнийн талаар Даванзатитай ижил онолыг томъёолж, солилцооны үнэ цэнэ нь хэрэглээнд үндэслэсэн хувь хүний үнэлэмжид суурилан бий болдог хэмээн бичиж байжээ. Николас Барбоны 1690 онд хэвлүүлсэн үнэ цэнийн талаарх онол нь [8] орчин үеийн онолын ойлголттой гайхмаар ойрхон байлаа. Барбон үнэ цэнийн талаар дараах гурван үндсэн ойлголтыг онолын хувьд тодорхойлсон байна.

Нэгдүгээрт, эд юмсын үнэ цэнэ нь түүний зах зээлийн үнээр илэрхийлэгдэнэ. Хоёрдугаарт, эрэлт нийлүүлэлтийн харилцан үйлчлэлийн дүнд үнэ тогтоно. Гуравдугаарт, үнэ цэнэ нь зах зээлийн үнэд нөлөөлөх үндсэн хүчин зүйл мөн [9] гэж үзэж байлаа. Английн философич Жон Лок эд юмсын бодит үнэ цэнэ нь амьдралд хэр чухал хэрэгцээтэйгээс нь шалтгаална хэмээн үзсэн. Виллиам Петти бүтээгдэхүүний бодит үнэ цэнийг тодорхойлогч хүчин зүйлс нь газар ба хөдөлмөрийг ашигласны төлбөр юм гэж үзэж байлаа. Виллиам Петтигийн энэхүү ажил нь үнэ цэнийн талаарх Карл Марксын “Хөдөлмөрийн онол”, Адам Смит, Давид Рикардо нарын сонгодог онолын төлөөлөгчдийн “Үйлдвэрлэсэн бүтээгдэхүүний өртгийн хандлага”-ын үндэс болжээ.

Меркантилизмын үеэс хойш физиократизмын үе 1756-1776 онуудад буюу Квиснейн “Их нэвтэрхий толь” хэвлэгдсэнээс Адам Смитийн “Үндэстний баялаг” хэвлэгдэх хүртэлх хугацаанд оршин тогтносон гэж үздэг. Физиократууд эд юмсыг бий болгоход зарцуулсан зардал нь үнэ цэнийг хэмжих үндсэн суурь гэж үзэж байв. Дээр дурьдсанаар эдийн засгийн онолын анхны сурах бичиг хэмээн хүлээн зөвшөөрөгддөг Адам Смитийн “Үндэстний баялагийн мөн чанар ба шалтгааны судалгаа” ном 1776 онд хэвлэгдсэнээр эдийн засгийн онолын сонгодог онолын үе эхэлсэн. Адам Смит (1723-1790) “Дурын бараа бүтээгдэхүүний борлогдож буй үнэ буюу бодит үнэ цэнэ нь зах зээлийн үнэ юм. Зах зээлийн үнэ нь тухайн бүтээгдэхүүний жинхэнэ үнэ цэнээс илүү, дутуу, эсвэл тэнцүү байж болно” гэжээ. Сонгодог онолын төлөөлөгчдийн нэг Давид Рикардо (1772-1823) “Хэн нэгний эзэмшилд байгаа бараа бүтээгдэхүүний арилжааны үнэ цэнэ нь дараах 2 эх үүсвэрээс бий болно. Энэ нь тэдгээрийн хомсдолтой байдал ба тэдгээрийг олж авахад зарцуулсан хөдөлмөрийн хэмжээ юм” [5] гэсэн байна. Энэхүү онол нь үйлдвэрлэлийн нөөц хангалттай үед чөлөөт зах зээл дээр л хэрэгжих боломжтой. Үнэ цэнийн онолд Давид Рикардогийн оруулсан томоохон хувь нэмэр бол рентийн онол юм. Энэ онол нь орчин үеийн үлдэгдэл ашгийн (RIM-residual income model) үнэлгээний үндэс суурь болсон. Давид Рикардогийн 1817 онд хэвлэгдсэн бүтээл болох “Улс төрийн эдийн засгийн ухааны ба татварын эхлэл” ном нь [3] үнэ цэнийн онолд ихээхэн хувь нэмэр оруулжээ. Ажилчин ангийн эдийн засгийн онолын гол төлөөлөгч Карл Маркс (1818-1883) эдийн засгийн ухааны үндсэн бүтээл болох “Капитал” хэмээх 4 боть зохиолоо амьдралынхаа туршид туурвисан бөгөөд уг зохиолдоо хөрөнгөтний буюу сонгодог улс төр эдийн засгийн ухааныг шүүмжилж өөрийн онолыг дэвшүүлсэн байна. Энэхүү зохиолд А.Смит, Д.Рикардо нарын онолыг шүүмжилж, ажиллах хүчний баялаг бүтээхэд оруулж буй хувь нэмрийг тусгайлан тодорхойлж, нэмүү өртөг буюу нэмэгдэл үнэ цэнийн онолыг үндэслэжээ. Марксынхаар бол нэмүү өртөг дөрвөн тодорхой хэлбэртэй [7] байдаг. Үүнд: эзний орлого, худалдааны ашиг, хүү, рент юм. Сонгодог онолчдын дараа

шинэ сонгодог онолын үе эхэлсэн ба энэ үеийн гол төлөөлөгч нь Виллиам Жевонс (1835-1882), Карл Менгер (1840-1921), Леон Валрас (1834-1910), Альфред Маршалл (1842-1924), Ирвин Фишер (1867-1947), Жон Мейнард Кейнс (1883-1946), Густав Кассел (1866-1945) нар болно. Виллиам Жевонс “Улс төрийн эдийн засгийн онол”, Карл Менгер “Эдийн засгийн үндэс” номондоо 1871 онд ахиу ашигт чанарын онолыг үндэслэсэн бөгөөд тэд тус тусдаа Даванзатигийн 16-р зуунд номлож байсан “Үнэ цэнэ нь хэрэглээнээс шалтгаална” хэмээх онолыг томъёолон, тооцоолж гаргасан байна. Валрас мөн хамгийн бага хэрэглээний онолын ухагдахууныг тодорхойлсон бөгөөд Ерөнхий тэнцвэрийн онолын математик загварыг боловсруулсан. Маршалл, Фишер, Кассел нарыг орчин үеийн үнэлгээний онолын суурийг тавьсан гэж үздэг. Үнэ цэнийн тухай онолын ойлголт ийнхүү зуун зуун дамжин хөгжсөөр өнөөдрийг хүрчээ. Өнөө үед үнэ цэнийг зах зээлийн цэвэр үнэ цэнэ, хөрөнгө оруулалтын үнэ цэнэ, цэвэр үнэ цэнэ, татан буулгалтын үнэ цэнэ, бүртгэлийн үнэ цэнэ гэх мэтээр олон янзаар тодорхойлж ашиглаж байна.

1874 оны 3-р сард үл хөдлөх хөрөнгийг татварын зорилгоор үнэлэх аргуудын талаарх судалгааны өгүүллийг Кохран Филадельфийн Нийгмийн ухааны холбоонд танилцуулсан байдаг. Энэхүү өгүүлэлд тухайн үед хэрэглэдэг байсан рентгийн үржүүлэгч ба худалдсан үнийн аргуудтай холбоотой асуудлыг хөндөж гаргасан. Хардын 1903 онд хэвлүүлсэн “Америкийн хотын тэлэлт” ном нь хөрөнгийн үнэлгээний талаарх асуудлыг тусгасан анхны ном байлаа. Үүнээс 3 жилийн дараа Фишер ирээдүйд тасралтгүй үргэлжлэн орж ирэх орлогыг капиталжуулах аргыг тодорхойлсон нь өнөөг хүртэл дахин хэвлэгдэж, эш татагдсаар байна. Тэрээр эрсдлийн талаарх ойлголт, капиталжуулах хүүний хувь, хорогдуулах үйл явц зэргийг тодорхойлсноороо үнэлгээний орлогын хандлагын иж бүрэн сайжруулсан хувилбарыг гаргаж ирсэн [6] гэж дүгнэж болно.

1932 онд Бабкок “Үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээ” номоо хэвлүүлсэн бөгөөд үүндээ үнэлгээний 3 үндсэн хандлагын хүрээнд ашиглах үнэлгээний 7 аргыг танилцуулсан байна.

Эдийн засгийн онолын үе үеийн сэтгэгчид, онолчдын дэвшүүлсэн онол, үзэл баримтлалууд нь онолын төдийгүй практик утга агуулга, ач холбогдолтой байсан гэдгийг дурьдах нь зүйтэй. Эдийн засгийн онолын эдгээр үзэл баримтлалууд нь бизнесийн үнэлгээний орчин үеийн онолын үзэл баримтлалын суурийг тавьсан бөгөөд хөрөнгийн үнэлгээний салбарын үсрэнгүй хөгжил, ололт амжилтын ихэнх нь санхүүгийн шинжлэх ухаантай нягт холбоотойгоор сүүлийн 60-аад жилд л гарсан байдаг.[1]

Франко Модильяни, Мертон Миллер нар 1958 онд хэвлэгдсэн алдарт өгүүлэлдээ компанийн үнэ цэнэ нь өөрийн болон гадны капиталын харьцаанаас

хамаарахгүйгээр зөвхөн ирээдүйн орлогоор тодорхойлогдоно хэмээн нотолсон. Бизнесийн үнэлгээний арга, аргачлалын хөгжилд томоохон хувь нэмэр оруулсан судлаачид бол Майрон Гордон, Эль Шапиро нар юм. Тэд 1956 онд анх томъёолж, М.Гордон 1962 онд сайжруулсан хувьцаат капиталыг үнэлэх загвар нь бизнесийн үнэлгээний арга зүйн хөгжилд онцгой хувь нэмэр оруулсан билээ. 1960-аад оны үед Виллиам Шарп, Жон Линтнер, Ян Моссин нар өөрийн хөрөнгийн өгөөжийг тооцоолох САРМ загвар боловсруулсан нь орчин үеийн үнэлгээний практикт ашиглагддаг олон аргын онолын үндэс болсон юм.

Опционы зах зээл, опционы үнэлгээний хөгжилд Ф.Блэк, М.Шоулз, М.Рубинштейн, Р.Мертон (1973) нарын оруулсан хувь нэмэр нь хэвийн бус, өөрөөр хэлбэл бизнесийн нэгдэл, нийлэлт, худалдах нөхцөлд стратегийн үнэлгээ хийх боломж олгодгоороо санхүүгийн ертөнцөд сүүлийн 40 жилд тохиолдсон чухал үйл явдлын нэг болсон юм. Бодит опционы арга буюу ROV (real option valuation) аргыг 1970-1980 оны үеэр томъёологдсон бөгөөд 1990-ээд оны дунд үеэс уг аргыг практикт өргөнөөр ашигладаг болсон.

Бизнесийн үнэлгээний хүрээнд хийгдсэн өөр бас нэгэн ирээдүйтэй ажил нь [1] 1995 онд томъёолсон Олсоны загвар юм. Загварын гол утга санаа нь бизнесийн үнэ цэнийг урсгал актив ба нэмэгдэл орлогоос бүрдэнэ гэж үздэг. Ингэхдээ орлогын ба өртгийн хандлагыг ашигладаг бөгөөд тэдгээрийн сул талыг нөхсөн байна.

1995 онд Жеймс Олсоны боловсруулсан загварыг судлаачид янз бүрийн ангилалд оруулан авч үзэж, янз бүрээр нэрлэсэн байх юм.. Тухайлбал, А. Дамодаран дансны үнэ дээр ашгийг оруулсан үнэлгээний загвар гэж нэрлээд түүнийгээ нягтлан бодох бүртгэлийн үнэлгээний аргууд гэсэн ангилалд хамааруулсан бол Д.Ганхуяг эдийн засгийн нэмэгдэл үнэ цэнэд суурилсан орлогын хандлага хэмээн нэрлэж үнэлгээний бусад зарчимд оруулжээ. Харин ОХУ-ын доктор (Ph) О.В.Егоров [11] судалгааны ажилдаа Олсоны загвар нь орлогын болон өртгийн хандлагын аль алиных нь агуулгыг өөртөө багтаадаг учир бизнесийн үнэлгээний синтетик буюу холимог загвар гэж нэрлэсэн байна. Нягтлан бодох бүртгэл, үнэлгээний судлаачид, эрдэмтэд энэхүү загварын талаар өөрсдийн үнэлэлтийг өгсөөр байна. Тухайлбал, доктор профессор Виктор Бернанд [2] “ Жеймс Олсоны 1995 оны, Жеральд Фелтам, Жеймс Олсон нарын 1995 оны загвар нь сүүлийн хэдэн жилд хийгдсэн санхүүгийн зах зээлийн судалгаанд нэн чухал дэвшлийг бий болгосон юм. Тус загварууд нь үнэлгээний чиглэлээрх судалгааны судлах зүйлсийг шинээр оновчтой тодорхойлох үндэс суурь болж байна” хэмээн үнэлсэн байна. Мичиганы бизнесийн их сургуулийн профессор Рассел Лундхолм [4] “Олсон, Фелтам нар бидэнд нягтлан бодох бүртгэл болон үнэлгээний судалгааны шинэ боловч тун тодорхой чиглэлийг танилцуулж байна” гэжээ.

Дүгнэлт

Үнэ цэнэ, үнэлгээний тухай онолын ойлголт эрт дээр үеэс эхлэлтэй бөгөөд хөрөнгийн үнэлгээний, ялангуяа бизнесийн үнэлгээний шинжлэх ухаан, түүний арга хандлагууд өнгөрсөн зууны хоёрдугаар хагасаас эрчимтэй хөгжиж иржээ.

Орчин үед бизнесийн үнэлгээнд ашиглах боломжтой загварууд маш олон болсон төдийгүй эдгээр нь үнэлгээний уламжлалт 3 хандлагын аль нэгэнд шууд харъяалагдах бус холимог шинжтэй болсоор байна. Үнэлгээний онолын үндэс нь эдийн засаг, санхүүгийн шинжлэх ухаантай нягт уялдаатай боловч орчин үед бизнесийн үнэлгээ нь нягтлан бодох бүртгэлийн асуудал мөн гэж үздэг болж байна.

Бид дараагийн судалгаандаа Монгол улс дахь бизнесийн үнэлгээний түүхэн хөгжлийг авч үзэх болно.

Ашигласан материал

- [1] Аксанова. О.В., Карпенко. А.В., Эволюция подходов к сознанию сущности понятия стоимости бизнеса и ее оценки, Общество: Политика, Экономика, Право, №2,2010
- [2] Bernard, V., The Feltham-Ohlson framework: implications for empiricists, Contemporary Accounting Research, №11, 1995
- [3] Jaffe A J and Lusht K M, The Concept of Market Value: Its Origin and Development Published paper, Institute for Real Estate Studies, College of Business Administration, Pennsylvania State University, 1985
- [4] Lundholm, R., and T. O’Keefe.,Reconciling value estimates from the discounted cash flow model and the residual income model. Contemporary Accounting Research ,18 (2), 2001
- [5] Martin Fogarty, A History of Value Theory, https://www.tcd.ie/Economics/assets/pdf/SER/1996/Martin_Fogarty.html
- [6] Moore.J.W, A History of Appraisal theory and practice, Journal of Property Tax Assessment & Administration, volume 6, Issue 3, 2013
- [7] Г.Цэрэндагва, Эдийн засгийн ухаан, УБ, 2003
- [8] Manya M. Мооуа, Real Estate Valuation Theory a Critical Appraisal, 2016
- [9] Screpanti. E, Zamagni. S, An Outline of the History of Economic Thought, Oxford University Press, 2005
- [10] Sewall R.H, The theory of value before Adam Smith, 1901
- [11] Егоров.О.В. Оценка стоимости бизнеса: выбор технологий, Москва, 2004