

## ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

*В современных условиях, с целью повышения конкурентоспособности, бизнесу необходимо своевременно реагировать на изменения деловой среды. Это означает, что в любой момент компания должна быть готова к смене собственников, к реорганизации, трансформации, смене вида деятельности и даже к ликвидации. Во всех этих случаях собственникам и партнерам компании необходимо владеть информацией о стоимости бизнеса. Грамотное определение справедливой стоимости компании поможет собственнику и заинтересованным лицам принять эффективные управленческие решения.*

**Ключевые слова:** справедливая стоимость, оценка стоимости бизнеса, нематериальные активы, интеллектуальный капитал

**Постановка проблемы.** Современные предприятия работают в постоянно изменяющейся деловой среде. Чтобы быть конкурентоспособными в таких динамичных условиях ведения бизнеса, предприятиям приходится быть гибкими. Гибкость предполагает возможность быстрой смены направлений деятельности, смены владельцев, смены организационно-правовой формы и т.д. В связи с этим у предпринимателей существует постоянная необходимость в оценке стоимости их бизнеса. Однако оценка стоимости вещественных активов предприятия не отражает реальную стоимость бизнеса. Более того, современные предприятия с целью повышения гибкости, вообще пытаются избавляться от дорогостоящих низколиквидных активов. Многие крупные корпорации вообще отказались от производственной деятельности, поручая производство своей продукции предприятиям, расположенным в регионах с более дешевой рабочей силой. При этом головные офисы таких компаний занимаются управлением, разработкой маркетинговой политики, исследованиями. Именно эти направления деятельности и генерируют основную прибыль компании, а значит, и формируют ее реальную стоимость. Вопрос заключается в том, как измерить ценность этих функций и, следовательно, как определить реальную или справедливую стоимость компании, то есть такую стоимость, которая отражает способность компании генерировать прибыль.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Справедливая стоимость компании неразрывно связано с интеллектуальным капиталом. Многие ученые-экономисты, а также практикующие экономисты занимались и занимаются как вопросами оценки стоимости бизнеса, так и вопросами интеллектуального капитала [1 – 8]. Существуют различные подходы к оценке стоимости компании, каждый из которых имеет свои преимущества и недостатки, речь о которых пойдет ниже. Что касается методик, позволяющих оценить интеллектуальный капитал, то они не

являются однозначными, постоянно претерпевают изменения и совершенствуются. Отсутствие однозначности в оценке интеллектуального капитала связано с самой сущностью интеллектуального капитала, со сложностью его формализации.

**Нерешенные составляющие общей проблемы.** При этом необходимо отметить, что тема оценки справедливой стоимости бизнеса в отечественной и зарубежной литературе рассмотрена недостаточно.

**Цель статьи.** Целью данной работы является выявить такую методику определения справедливой стоимости компании, которая бы позволяла наиболее полно оценить стоимость бизнеса не просто как вещественного комплекса, а как бизнес-единицу, обладающую интеллектуальным потенциалом, способным генерировать прибыль.

**Изложение основного материала.** Оценка стоимости бизнеса – это оценка стоимости капитала компании (основного, оборотного и интеллектуального). Оценка справедливой стоимости бизнеса – это очень трудоемкий процесс, так как помимо оценки вещественных объектов, необходимо оценить будущие возможности компании, ее место на рынке среди конкурентов, лояльность ее покупателей, потенциальный рынок компании, персонал компании, его приверженность данному предприятию и способность достигать поставленных целей, менеджмент бизнеса, имидж компании и многое другое.

Перед тем как рассмотреть методы определения справедливой стоимости компании, необходимо обозначит само понятие справедливой стоимости.

Согласно МСФО, справедливая стоимость – это цена, которая была бы получена за продажу актива или уплачена за передачу обязательства в обычной операции между участниками рынка на дату оценки [9]. Другими словами, справедливая стоимость – это стоимость актива, на которую согласны и продавец, и покупатель при заключении сделки.

Оценка справедливой стоимости компании, бизнеса необходима при купле-продаже и других способах смены владельцев компании; слияниях и поглощениях; страховании компании; залоговом обеспечении кредитов; инвестиционных решениях; ликвидации компании [2,3,4].

Традиционно для оценки справедливой стоимости бизнеса могут использоваться три подхода: затратный, доходный, сравнительный [2,3,4,5,6,7].

Сущность затратного подхода заключается в том, что в основу оценки величины собственного капитала компании положена балансовая стоимость активов компании и сумма обязательств. Разница между стоимостью всех активов компании и суммой обязательств даст величину собственного капитала компании, то есть стоимость компании. Недостатком такого подхода является то, что он не учитывает будущие возможности и преимущества компании. Также при затратном подходе абсолютно не учитывается репутация компании, ее имидж, гудвилл и другие «неосязаемые» активы. Преимущество такого подхода – это то, что он основан на достоверной фактической информации. То есть в нем присутствует большая доля объективизма.

Сравнительный подход основан на сравнении стоимости похожих бизнесов на фондовом рынке. При этом, естественно, такой подход не учитывает будущих перспектив бизнеса, так как основан исключительно на ретро анализе.

Доходный подход заключается в том, что стоимость компании оценивается с точки зрения ее потенциальной возможности генерировать прибыль в будущем. То есть для инвесторов представляет интерес не столько стоимость имеющихся активов компании, сколько прогнозная прибыль, которую может принести данная компания. Для данного подхода характерным является использование дисконтирования будущих денежных потоков. Существенным недостатком данного подхода является высокая степень неопределенности получаемых результатов и большая доля субъективизма при оценке будущих поступлений, степени риска, расчета ставки дисконта. Преимуществом же данного подхода является возможность учесть те изменения, которые ожидаются на рынке в будущем, а также учесть «неосязаемые» преимущества предприятия, способные генерировать прибыль, то есть интеллектуальный капитал компании.

Также для оценки стоимости компании могут использоваться модели, включающие в себя оценку по таким параметрам, как: операционная эффективность, финансовый рычаг, показатели фондового рынка. Этот метод оценки называется методом мультипликаторов и коэффициентов. В нем рассчитывают такие показатели, как: прибыльность совокупных активов (ROTA), финансовый рычаг, прибыльность собственного капитала (ROE), показатель прибыльности акций и показатель соотношения рыночной и балансовой величины

акции и другие. Можно вывести определенные арифметические пропорции между данными показателями и как результат рассчитать стоимость собственного капитала компании [6,7,8].

Многие экономисты полагают, что оценка бизнеса не может быть однозначной. Она всегда является субъективной, неточной, очень зависит от взглядов сторон и, в конце концов, является результатом договоренности сторон. Оценка одного и того же бизнеса владельцем и инвестором может быть совершенно различной. Вот этот субъективизм, эта разница в оценках и есть оценка «неосязаемых» активов компании, то есть оценка интеллектуального капитала.

Любой владелец бизнеса стремится к тому, чтобы стоимость его компании была как можно выше. При этом если пользоваться, например, затратным подходом оценки стоимости компании, могут возникнуть определенные проблемы. Как уже говорилось выше, согласно затратному методу стоимость собственного капитала рассчитывается как разница между суммой активов и суммой обязательств. Однако необходимо учесть, что многие современные компании пытаются избавляться от так называемых фиксированных активов (основных средств), что обеспечивает им большую гибкость. Также многие фирмы работают с большим финансовым рычагом, что приводит к большой доле обязательств. Если учесть данные факторы, то собственный капитал компании может быть незначительным. Но при этом компания может быть прибыльной и перспективной, что повышает ее стоимость. Таким образом, убыточная компания может быть продана намного дороже, чем компания, работающая в той же отрасли и приносящая стабильную большую прибыль. Каким же образом в таком случае владельцу компании показать реальную стоимость своего бизнеса?

Необходимо признать, что сегодня ценность бизнеса определяется его интеллектуальными и информационными ресурсами, а большая часть активов имеет нематериальную форму. Таким образом, чем больше активов, имеющих нематериальную форму, мы сумеем формализовать, тем легче нам будет обосновать стоимость компании с учетом ее интеллектуального капитала. В бухгалтерском учете есть понятие «нематериальные активы», которое в какой-то степени может отразить интеллектуальную составляющую бизнеса. П(С)БУ 8 дает такой перечень нематериальных активов [10]:

- права пользования природными ресурсами (право пользования недрами, другими ресурсами природной среды, геологической и прочей информацией о природной среде и т.п.);

- права пользования имуществом (право пользования земельным участком согласно земельному законодательству, право пользования зданием, право на аренду помещений и т. п.);

– права на коммерческие обозначения (права на торговые марки (знаки для товаров и услуг), коммерческие (фирменные) наименования и т. п.);

– права на объекты промышленной собственности (право на изобретения, полезные модели, промышленные образцы, сорта растений, породы животных, компоновка (топографии) интегральных микросхем, коммерческие тайны, в том числе ноу-хау, защита от недобросовестной конкуренции и т. п.);

– авторское право и смежные с ним права (право на литературные, художественные, музыкальные произведения, компьютерные программы, программы для электронно-вычислительных машин, компиляции данных (базы данных), исполнения, фонограммы, видеogramмы, передачи (программы) организаций вещания и т. п.);

– незавершенные капитальные инвестиции в нематериальные активы;

– другие нематериальные активы (право на проведение деятельности, использование экономических и других привилегий и т. п.).

На сегодняшний день существует несколько проблем, связанных с использованием нематериальных активов на предприятии. Первая, и самая главная проблема, заключается в том, что нематериальным активам на отечественных предприятиях в принципе практически не уделяют внимания. Многие предприниматели считают важными только вещественные активы, а к интеллектуальным активам относятся скептически. Отсутствие зарегистрированных прав на изобретения может привести к тому, что конкуренты начнут копировать продукцию предприятия-разработчика, имея при этом возможность устанавливать более низкую цену, так как у предприятия-имитатора нет затрат на разработку и исследования. Таким образом, не закрепив право на производство своей продукции, предприятие-разработчик очень быстро лишается конкурентного преимущества. К тому же, отсутствие прав собственности на изобретения и как следствие отсутствие в балансе соответствующего нематериального актива существенно снижает стоимость активов компании.

Вторая проблема, связанная с использованием нематериальных активов, заключается в том, что многие считают, что нематериальные активы и интеллектуальный капитал компании – это одно и то же. Таким образом, предприниматели считают, что отразив в балансе нематериальные активы, они отразили стоимость интеллектуального капитала компании. На самом деле нематериальные активы – это лишь часть интеллектуального капитала. Как известно, интеллектуальный капитал – это те знания и умения сотрудников предприятия, а также та информация, которые могут принести пользу данному предприятию. Интеллектуальный капитал принято подразделять на человеческий капитал, структурный капитал и потребительский (клиентский) капитал [1]. Данные составляющие

интеллектуального капитала частично отражены в нематериальных активах (приблизительное соответствие):

– человеческий капитал в виде патентов на изобретения, авторских прав;

– структурный капитал в виде имущественных прав, баз данных, прав на коммерческие обозначения.

Каким нематериальным активам соответствует клиентский (потребительский) капитал, который представляет собой выстроенную систему отношений с клиентами, определить достаточно проблематично.

При этом, своего отражения в нематериальных активах не находят такие составляющие интеллектуального капитала, как: знания сотрудников, их способности, их возможность генерировать идеи, которые в будущем позволят предприятию увеличить свою прибыль; политика работы с клиентами, формирующая определенный имидж компании и способствующая преданности имеющихся и привлечению новых клиентов; эффективные системы управления различными бизнес-процессами компании и другие.

Иногда для определения стоимости человеческого капитала некоторые компании суммы заработной платы некоторых категорий персонала относят не на расходы, а приравнивают к активам предприятия, тем самым показывая, во сколько они оценивают свой человеческий капитал [6]. Однако для многих отечественных предприятий такой подход не является актуальным из-за низкого уровня заработной платы и выплаты зарплаты «в конвертах».

Каким же образом можно учесть те составляющие интеллектуального капитала, которые не находят отражения в нематериальных активах, но которые формируют реальную стоимость компании? Украинское законодательство с этой целью ввело понятие «гудвилл». Согласно П(С)БО 19 гудвилл – это превышение стоимости приобретения над долей покупателя в справедливой стоимости приобретенных идентифицированных активов, обязательств и непредвиденных обязательств на дату приобретения [10]. Современный экономический словарь дает такое определение: «Гудвилл – активы, капитал фирмы, не поддающийся материальному измерению, например, репутация, техническая компетенция, связи, маркетинговые приемы, влияние и др.» [11]. Гудвилл возникает только при купле-продаже предприятия. Таким образом, гудвилл – это разница между балансовой суммой активов компании и рыночной ценой компании, то есть той ценой, которую готов заплатить покупатель за данный бизнес. Если бы украинская отчетность могла отражать рыночную стоимость компании, а не только стоимость ее активов, то гудвилл бы не возникал. Можно сказать, что гудвилл – это преимущества, которые получает покупатель, покупая уже действующую компанию, по

сравнению с созданием с нуля своего бизнеса. Эти преимущества могут быть связаны с наличием выгодных клиентов и поставщиков, с удобным местоположением, с наличием высококвалифицированных сотрудников и управленцев, эффективных производственных, управленческих и маркетинговых технологий. Также к покупателю могут перейти благоприятный налоговый и кредитный режим бизнеса.

Гудвилл имеет субъективную оценку. Эту оценку осуществляет покупатель компании, определяющий, сколько он готов заплатить за ее «неосязаемые» активы. Для открытых акционерных обществ отличным индикатором, позволяющим оценить гудвилл компании, является рыночная стоимость акций. Если же речь идет не об акционерных компаниях, то для оценки гудвилла может использоваться доходный либо сравнительный метод. При доходном методе стоимость гудвила может определяться на основании дисконтированных будущих денежных поступлений. При сравнительном подходе стоимость гудвилла может определяться как разница между балансовой стоимостью активов компании и рыночной ценой аналогичных бизнесов. Однако осуществить такую оценку достаточно тяжело, так как интеллектуальный капитал, а следовательно и потенциал похожих бизнесов может существенно различаться, что в будущем может привести к совершенно различным результатам.

**Выводы.** Таким образом, при оценке справедливой стоимости бизнеса могут использоваться несколько подходов: затратный, доходный, сравнительный, метод мультипликаторов и коэффициентов. При этом необходимо сказать, что ни один из этих методов не позволяет в полной мере оценить стоимость компании с учетом ее интеллектуального капитала. Так, затратный метод оценки стоимости бизнеса лучше применять компаниям, обладающим существенными активами и небольшими обязательствами. Также данный метод оценки бизнеса выгодно применять тогда, когда особых перспектив наращивания прибыли в будущем у компании в том виде, в каком она имеется на сегодняшний день, не наблюдается. Компаниям, применяющим затратный подход, можно порекомендовать обратить внимание на работу с нематериальными активами и на то, чтобы как можно полнее отражать их в активах предприятия согласно П(С)БУ.

Доходный подход или метод дисконтированных денежных потоков подходит для компаний с небольшими активами, с большой долей заемного капитала и существенным финансовым рычагом, для компаний, только начинающих свой бизнес. Данный подход позволит оценить компанию на основе ее будущих перспектив. Здесь появляется понятие «гудвилл», то есть разница между рыночной и балансовой стоимостью компании. Именно стоимость гудвилла и определяет стоимость интеллектуального капитала компании. Необходимо

понимать, что такая оценка стоимости бизнеса является неточной и субъективной. Окончательная цена устанавливается в результате договоренности между владельцем бизнеса и инвестором.

Сравнительный подход весьма проблематичен в применении, так как компании, занимающиеся аналогичной деятельностью и аналогичных масштабов могут обладать абсолютно различным интеллектуальным потенциалом и, следовательно, различными перспективами.

Метод мультипликаторов и коэффициентов может применяться в дополнение к любому подходу для более точной оценки.

## Литература

1. Стюарт Томас А. Интеллектуальный капитал. Новый источник богатства организаций: пер.с англ. / Томас А. Стюарт. – М.: Поколение, 2007. – 368 с.
2. Ван Хорн Дж.К. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Дж.К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. – 1232 с.
3. Кинг Альфред. Оценка справедливой стоимости для финансовой отчетности: Новые требования FASB: пер. с англ. / Альфред Кинг. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 383 с.
4. Рош Дж. Стоимость компании. От желаемого к действительному: пер. с англ. / Дж. Рош. – М.: Гревцов Паблишер, 2008 – 352 с.
5. Хитчнер Джеймс Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса: пер. с англ. / Джеймс Р. Хитчнер. – М.: Маросейка, 2008. – 304 с.
6. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / Асват Дамодаран. – М.: Альпина Паблишерз, 2014. – 1316 с.
7. Уолли Кяран. Ключевые показатели менеджмента: полное руководство по работе с критическими числами, управляющими вашим бизнесом: пер. с англ. / Кяран Уолли. – К: Companion Group, 2006. – 400 с.
8. Ольве Нильс Горан. Сбалансированная система показателей. Практическое руководство по использованию: пер.с англ. / Н.Г. Ольве, Ж. Рой, М. Ветер. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2006. – 304 с.
9. Міжнародні стандарти фінансової звітності [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.interbuh.com.ua/ua/documents/onematerials/35146>
10. Перелік національних стандартів бухгалтерського обліку і звітності [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/SH000099.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/SH000099.html)
11. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцев. – М.: ИНФРА-М, 2004. – 480 с.

## References

1. Thomas A.Stewart. (2007). Intellectual capital. The New Wealth of Organizations. Moscow, Russia: Generation.
2. Van Horne C. James. (2008). Fundamentals of Financial Management. Moscow, Russia: Williams
3. King M. Alfred. (2011). Fair Value for Financial Reporting. Moscow, Russia: Alpina Publishers
4. Roche Julian. (2008). The Value of Nothing: Mastering Business Valuations. Moscow, Russia: Grevzov Publishers
5. James R. Hitchner. (2008). Financial Valuation. Application and models. Moscow, Russia: Maroseyka.



6. Damodaran Aswath. (2014). *Investment estimation. Instruments and methods of estimation of any assets*. Moscow, Russia: Alpina Publishers
7. Walsh Ciaran. (2006). *Key management ratios*. Kyiv, Ukraine: Companion Group
8. Olve Nils-Goran, Roy Jan, Wetter Magnus. (2006). *Performance Drivers. A Practical Guide to Using the Balanced Scorecard*. Moscow, Russia: Williams
9. *International accounting standards*. Access mode: <http://www.interbuh.com.ua/ua/documents/onemanuals/35146>
10. *The list of national standards of accounting and reporting*. Access mode: <http://search.ligazakon.ua/ldoc2.nsf/link1/SH000099.html>
11. Riseberg B. (2004). *Modern economic dictionary*. Moscow, Russia: Infra-M

**Рецензент:** д-р економічних наук, доцент, професор каф. економіки підприємства ХНАДУ Горовой Д.А., Харківський національний автомобільно-дорожній університет, Харків

**Автор:** ГОЛЬДФАРБ Алина Григорьевна  
кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри економіки підприємства ХНАДУ  
Харківський національний автомобільно-дорожній університет, Харків  
E-mail – gatov94@gmail.com

## ОЦІНКА СПРАВЕДЛИВОЇ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ

А. Г. Гольдфарб

У сучасних умовах, щоб підвищити конкурентоздатність, бізнесу необхідно своєчасно реагувати на зміни бізнес-середовища. Це означає, що у будь-який момент компанія повинна бути готова до зміни власників, до реорганізації, трансформації, зміни виду діяльності і навіть до ліквідації. У всіх цих випадках власникам та партнерам компанії необхідно володіти інформацією про вартість бізнесу. Грамотне визначення справедливої вартості компанії допоможе власнику та зацікавленим особам прийняти ефективні управлінські рішення.

**Ключові слова:** справедлива вартість, оцінка вартості бізнесу, нематеріальні активи, інтелектуальний капітал

## ASSESSMENT OF FAIR VALUE OF COMPANY

A. Goldfarb

Modern business is forced to work in dynamic, constantly changing conditions. In order to be competitive, an enterprise must be flexible. It means it should know how to react to changes in business environment rapidly. In modern conditions companies reach flexibility by reduction of identifiable assets in their property. However, this does not mean that the value of such companies runs down. On the contrary, it grows. Cost increase of such companies is observed because of growth of their ability to generate profit. It appears because companies, which got rid of material assets and which transmitted the function of production to company- partners, were concentrated their efforts on such functions as: control, marketing, research. It means they began to pay attention not to basic and working capital, but to intellectual capital. And precisely intellectual capital began to compose the basic cost of company. Since the flexibility of an enterprise implies the possibility of rapid change of the form of activity, organizational structure, owners, sizes, then to the owners of company and to the interested persons it is constantly necessary to know the real cost of business, which includes the cost of intellectual capital. Fair value reflects the real ability of a company to generate profit and to be successful in the market. The correct determination of fair value will allow interested persons to make effective administrative decisions to develop their business.

**Keywords:** fair value, business valuation, intangible assets, intellectual capital.