

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ С УЧЕТОМ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА**

Гольдфарб А.Г., к.э.н., доцент

Харьковский национальный автомобильно-дорожный университет

**Аннотация.** В современных экономических условиях бизнес, компания не являются чем-то статичным и неизменным. Компании подвержены трансформации и реорганизации, бизнес может продаваться и покупаться. В таких условиях очень важно правильно оценить стоимость бизнеса, компании. Ведь бизнес – это не только и не столько имущественный комплекс. Это то, благодаря чему одна компания на рынке является успешной, а другая компания, аналогичная ей, становится банкротом. Другими словами, основа любого бизнеса – это интеллектуальный капитал, который является уникальным для каждой компании. Таким образом, сложность оценки бизнеса состоит в необходимости адекватно оценивать интеллектуальный капитал предприятия. В противном случае истинная ценность бизнеса не будет учтена. Таким образом, все чаще перед компаниями встает вопрос оценки стоимости бизнеса с учетом интеллектуального потенциала компании, а не только на основе ее вещественных активов. Целью данной статьи является выявить такую методику оценки бизнеса, которая бы позволяла наиболее полно оценить стоимость бизнеса не просто как вещественного комплекса, а как бизнес-единицу, обладающую интеллектуальным потенциалом, способным генерировать прибыль. Для достижения данной цели в работе были решены такие задачи: рассмотрены условия, при которых необходимо осуществлять оценку стоимости бизнеса; рассмотрены существующие подходы к оценке стоимости бизнеса; рассмотрена сущность интеллектуального капитала компании и нематериальных активов; рассмотрено понятие «гудвилл». Результатом статьи является выявление соответствия между типом компании и методикой, позволяющей максимально выгодно для владельца определить стоимость его бизнеса.

**Ключевые слова:** Оценка стоимости бизнеса, интеллектуальный капитал, затратный подход, сравнительный подход, доходный подход, гудвилл, нематериальные активы.

**Постановка проблемы.** Сегодня, в век информационных технологий и ценности информации, все большая часть компаний понимает важность использования в своей деятельности интеллектуального капитала. Чем эффективнее компания использует свой интеллектуальный капитал, тем больше прибыли она может генерировать. Развитие интеллектуального капитала – это основа конкурентного преимущества современных компаний. Вложения в интеллектуальный капитал сегодня становятся соизмеримыми, а то и превышают вложения в вещественные активы. Также сегодня наблюдается тенденция уменьшения вложений в вещественные активы [1]. Гибкость современных предприятий и постоянное изменение деловой среды подразумевают рост возможности смены владельцев предприятий, осуществления реорганизации, слияния, разделения и поглощения предприятий, изменения схем финансирования бизнеса и так далее. В связи с этим у предпринимателей существует постоянная необходимость в оценке стоимости их бизнеса. С учетом вышесказанного становится понятно, что при оценке бизнеса необходимо адекватно оценивать интеллектуальный капитал предприятия. В противном случае истинная ценность бизнеса не будет учтена. Таким образом, все чаще перед компаниями встает вопрос оценки стоимости бизнеса с учетом интеллектуального потенциала компании, а не только на основе ее вещественных активов.

**Анализ последних исследований и публикаций.** 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 стоимости бизнеса с учетом интеллектуального капитала как основы бизнеса в отечественной и зарубежной литературе рассмотрена недостаточно.

**Цель статьи.** Целью данной работы является выявить такую методику оценки бизнеса, 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 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.

Оценка 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 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 ретроспективе.

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 прогнозируемая 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 [9]:

- 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 [9]. Современный экономический словарь дает такое определение: «Гудвилл – активы, капитал фирмы, не поддающийся материальному измерению, например, репутация, техническая компетенция, связи, маркетинговые приемы, влияние и др.» [10]. 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 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 пореко-

мендовать 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.

#### **Перечень ссылок:**

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. Уолш Кяран. *Ключевые показатели менеджмента: полное руководство по работе с критическими числами, управляющими вашим бизнесом: пер. с англ.* / Кяран Уолш. – 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. 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)
10. Райзберг Б.А. *Современный экономический словарь* / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцев. – М.: ИНФРА-М, 2004. – 480 с.

Стаття надійшла: 15.10.2014 р.

Рецензент: д.е.н., проф. Дмитрієв І.А.



УДК 330.322

JEL M21

### **МЕХАНІЗМ РЕАЛІЗАЦІЇ ТА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВА**

Кудрявцев В. М., к.е.н., асистент

Харківський національний автомобільно-дорожній університет

**Анотація.** Предметом роботи є наукові підходи та економічний інструментарій механізму реалізації та забезпечення інвестиційної безпеки підприємства. Метою роботи є теоретико-методологічне обґрунтування механізму реалізації та забезпечення інвестиційної безпеки на підприємстві. Для досягнення поставленої мети у роботі були використані такі загальнонаукові і спеціальні методи і прийоми дослідження: теоретичного узагальнення, аналізу і синтезу – для дослідження теоретичних засад та інструментарію інвестиційної безпеки; абстрактно-логічний – для теоретичного узагальнення і форму-