

Інтелектуалізація діяльності підприємств не можлива без інтелектуальних працівників, які становлять інтелектуальний актив компанії. Інтелектуальний актив (intellectual asset) – це інтелектуальні працівники (knowledge worker), освічені й досвідчені. Їх наймають заради їхнього особистого капіталу знань (personal knowledge capital), заради явних і неявних знань, якими вони володіють.

**Висновки з проведеного дослідження.** На підставі результатів проведеного дослідження доведено необхідність класифікації факторів, які оказують вплив на інтелектуалізацію діяльності для забезпечення стабільного економічного розвитку підприємства. Також запропоновано алгоритм прийняття управлінських рішень по інтелектуалізації діяльності підприємства для ефективного поєднання інтелектуальних і матеріальних ресурсів, що дає можливість зберегти конкурентоспроможність на цільових ринках, а отже, впливає на забезпечення довгострокової прибутковості підприємств.

**БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:**

1. Колот А. Інноваційна праця та інтелектуальний капітал у системі факторів формування економіки знань / А. Колот // Україна: аспекти праці. – 2007. – № 4. – С. 4–9.
2. Лукичева Л. Управление интеллектуальным капиталом : [учеб. пособие] / Л. Лукичева. – 2-е изд., стер. – М. : Омега-Л, 2008. – 552 с.
3. Петренко В. Концепція інтелектокористування як основа новітньої парадигми практичного менеджменту / В. Петренко // Сучасні тенденції розвитку наукової думки : збірник матеріалів II Міжнародної науково-практичної конференції. Серія «Економічні науки». – 2011. – С. 103–105. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://gisap.eu/test/ru/kontsepts>.
4. Петренко В. Проблеми інтелектуалізації управління: інтелектуальна модель особи керівника / В. Петренко // Вісник Хмельницького національного університету : науковий журнал. Серія «Економічні науки». – 2007. – № 6. – Т. 1. – С. 43–46.
5. Україна: Інтелект нації на межі століть : [кол. монографія] / керівник авторського колективу В. Врублевський. – К. : Інтелект, 2000. – 516 с.

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ДЕЛОВОЙ РЕПУТАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

**VALUATION OF GOODWILL ENTERPRISE**

*Исследуются подходы к определению деловой репутации. Дается определение деловой репутации предприятия с позиций системного подхода. Рассматриваются компоненты деловой репутации предприятия. Сделана попытка оценки стоимости деловой репутации предприятия на основе опционного подхода. В качестве дальнейших исследований отмечается перспективность разработки методической базы оценки стоимости деловой репутации предприятий в условиях неопределенности и нестабильности на основе опционного подхода.*

**Ключевые слова:** деловая репутация, стоимость деловой репутации, оценка, стоимость, неопределенность, модель реальных опционов.

*Досліджуються підходи щодо визначення ділової репутації. Дається визначення ділової репутації з позицій системного підходу. Розглядаються компоненти ділової репутації. Зроблено спробу оцінки вартості ділової*

*репутації підприємства на основі опційного підходу. В якості подальших досліджень відзначається перспективність розробки методичної бази оцінки вартості ділової репутації підприємства в умовах невизначеності та нестабільності на основі опційного підходу.*

**Ключові слова:** ділова репутація, вартість ділової репутації, оцінка, вартість, невизначеність, модель реальних опціонів.

*Approaches to the determination of business reputation are investigated. The definition of business reputation of the enterprise with the system approach is given. Components of business reputation are considered. An attempt to assess the value of goodwill on the basis of optional approach is made. As further research is indicated the prospectivity of development of methodical bases of valuation of goodwill enterprise in conditions of uncertainty and instability based on interval method.*

**Key words:** business reputation, goodwill, estimation, value, uncertainty, real options model.

УДК 658.1

**Цыбульская Э.И.**

кандидат экономических наук, доцент  
Харьковский гуманитарный университет  
«Народная украинская академия»

**Грушко А.И.**

магистр факультета  
«Бизнес-управление»  
Харьковский гуманитарный университет  
«Народная украинская академия»

**Постановка проблемы.** Одним из важнейших факторов успешности предприятий является высокая деловая репутация, которая при прочих равных условиях позволяет выступать им в качестве ведущих игроков на рынке. Деловую репутацию невозможно увидеть или прощупать, ибо это неосязаемый актив, но благодаря ей у предприятия возникают существенные возможности зарабатывать на рынке, привлекая все больше и больше потребителей своей продукции. Дело-

вая репутация включает такие нематериальные составляющие, как удачное местоположение, взаимоотношения с потребителями, поставщиками и государством, историю создания и развития, опыт сотрудников, клиентскую базу и т.д. При сделках купли-продажи деловая репутация проявляется в явном виде и трансформируется в гудвилл, представляющий собой разницу между покупной ценой предприятия и стоимостью его чистых материальных активов.

Гудвилл – новое понятие в отечественной рыночной экономике. Первое упоминание гудвилла в Украине появилось лишь в конце 90-х годов XX века. Не секрет, что во времена приватизации государственные предприятия продавались по очень заниженной цене, поскольку стоимость неидентифицируемых нематериальных активов, т.е. стоимость гудвилла, не учитывалась. Однако стоимость деловой репутации необходимо оценивать не только тогда, когда предприятие продается. Деловая репутация включает очень важные нематериальные активы, которые в совокупности являются неким индикатором успешности на рынке. Более того, в отдельных случаях стоимость неидентифицируемых нематериальных активов предприятия намного существеннее по сравнению со стоимостью его материальных составляющих. Поэтому количественная оценка стоимости деловой репутации очень важна и является одной из самых актуальных задач современной экономики.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Понятие деловой репутации сложное и неоднозначное в трактовке, оно рассматривалось в работах Е. Беляевой, Г. Десмонда, Р. Келли, Ю. Козыря, А. Лапшова, Л. Мокровой, И. Олейника, Д. Хитчнера, Н. Чеботарева, Ф. Шаркова и др. Содержащиеся в работах дефиниции сводятся к констатации, что у любого более или менее успешного предприятия деловая репутация всегда существует и представляет собой ту совокупность нематериальных активов, которые сложно в силу тех или иных причин идентифицировать.

Исторически сложилось два подхода к определению понятия «деловая репутация», а отсюда и два подхода к оценке ее стоимости. Сторонники первого подхода (Р. Булыга, М. Ван Бреда, В. Гетьман, В. Елисеев, Н. Козлова, П. Кохно, И. Просвирина, Э. Хендриксен, Е. Чигиринова) учитывают деловую репутацию лишь в момент продажи предприятия как разницу, которая представляет собой маржу между ценой покупки предприятия и балансовой стоимостью его чистых материальных активов. Сторонники второго подхода (Г. Азгальдов, С. Валдайцев, А. Грязнов, Н. Карпова, А. Козырева, Ю. Козырь, В. Макаров, М. Мельник, Л. Мокрова, Дж. Рош, Й. Руус, С. Пайк, С. Понуров, Г. Просветов, М. Федотова, Л. Фернстрем) связывают деловую репутацию предприятия с нематериальными активами. Данные авторы, предлагают интересные методы оценки нематериальных активов. При этом они оперируют понятием «гудвилл». Под гудвиллом предприятия в западной литературе принято понимать деловую репутацию, доброе имя и положительный имидж фирмы. Гудвилл обычно составляют: условная стоимость деловых связей, репутация или неосязаемая цена бизнеса, в основе которой лежат хорошие отношения с клиентурой, высокий моральный дух сотрудников компании и др.

**Выделение нерешенных ранее частей общей проблемы.** Сложность и уникальность понятия деловой репутации порождает много дискуссий по этому поводу. Отождествление нематериальных активов с деловой репутацией не совсем корректно, так как деловая репутация является чем-то большим, чем совокупность нематериальных активов, которыми владеет предприятие. Отождествление понятий деловой репутации и понятия гудвилла возможно лишь в определенных случаях. Понятие «гудвилл» и «деловая репутация» можно употреблять как синонимы, если речь идет о стоимости деловой репутации. Если речь идет об общем сложившемся мнении о предприятии, то понятие «гудвилл» слишком узко. «Деловая репутация» и «гудвилл» имеют сходства и различия, которые определяют области использования категорий. Сходство заключается в том, что содержание категорий основано на общем перечне показателей, интерпретация которых совпадает, несмотря на то, что количественная оценка некоторых показателей часто затруднена и зависит от природы рассматриваемых явлений или процессов. Различия обусловлены особенностями подхода к оценке количественных и качественных признаков. Так, в случаях, когда не предполагается точная оценка деловой репутации, а их большинство, используются методы качественного подхода. Это следует из того, что репутация является образом или имиджем компании, который часто не поддается количественной оценке и можно только говорить о его изменении в ту или иную сторону. В этом случае используется шкала изменений деловой репутации в фиксированной заранее градации качественных оценок. Этот подход обычно основан на некотором усреднении множества мнений экспертов или данных социологических опросов. Поэтому необходимы дальнейшие исследования в области определения понятия «деловая репутация» с позиций системного подхода.

Первопроходцем в оценке стоимости деловой репутации в динамике следует считать С. Горина, который впервые ввел в научный оборот понятие коэффициента деловой репутации, разработал рейтинговый и квалиметрический методы оценки ее стоимости, а также методiku сравнительной ранговой оценки. К сожалению, необходимо отметить, что стоимость деловой репутации в отмеченных моделях исчисляется в условных единицах. Отличительной особенностью деловой репутации является ее уникальность. У каждого предприятия деловая репутация своя. Поэтому нужен индивидуальный подход к оценке стоимости деловой репутации каждого предприятия. Тем не менее, надо искать паттерны и выводить общие схемы такого поиска. К сожалению, в Украине поставленную задачу приходится решать в условиях непол-

ной информации. Необходимые для ее решения сведения в открытых источниках крайне скудны. Следует отметить, что существующий набор методов оценки нематериальных активов, с которыми отождествляется деловая репутация предприятия, на практике часто затруднителен, поскольку многие входные параметры являются неизвестными, либо информация по ним отсутствует ввиду непрозрачности отечественной рыночной экономики. Отсюда можно сделать вывод о том, что оценка стоимости деловой репутации в украинских реалиях исследована недостаточно и требует дальнейших научных разработок.

Такое положение дел в сфере оценки деловой репутации предприятия определили цель, задачи и настоящего исследования.

**Постановка задачи.** Цель исследования заключается в системном структурировании состава и содержания деловой репутации предприятия, обосновании адекватного для украинских реалий подхода к оценке ее стоимости.

Для достижения указанной цели в работе поставлены и решены следующие задачи:

- провести критический анализ существующих подходов к определению деловой репутации предприятия с системных позиций выработать ее универсальное определение, свободное от оценочных суждений и профессиональных предубеждений;
- исследовать структуру деловой репутации предприятия;
- раскрыть сущность метода реальных опционов и разработать алгоритм его применения для количественной оценки стоимости деловой репутации предприятия.

**Изложение основного материала исследования.** В научной литературе нет единства не только касательно определения деловой репутации, но и в отношении общего направления ее изучения. Это объясняется тем, что в разных областях экономики по-своему подходят к определению данного понятия. Существуют принципиальные различия между подходами к определению деловой репутации с точки зрения бухгалтерского учета и оценки бизнеса:

- стандарты бухгалтерского учета признают возможность оценки деловой репутации только приобретенного предприятия, оценщики допускают возможность расчета стоимости деловой репутации действующего предприятия;

- перечень идентифицируемых в оценочной деятельности активов существенно шире, чем в бухгалтерском учете, и постоянно стремится к расширению, что ведет к постепенному сужению зоны неопределенности гудвилла;

- в оценочной деятельности под деловой репутацией понимаются некоторые активы, отличающиеся от обычных активов тем, что до настоящего времени не разработаны приемлемые и достоверные способы их идентификации. Термином «деловая репутация» эти разнообразие активы объединяются в одну группу.

В бухгалтерском учете под деловой репутацией понимается не актив, а превышение цены продажи бизнеса над рыночной стоимостью его чистых активов. Стоимостная оценка этого превышения является гудвиллом. Различные трактовки понятия гудвилл приведены в табл. 1. Данные определения стоимости деловой репутации имеют право на жизнь, но в них либо перечисляются ее

Таблица 1

Трактовки понятия гудвилл

Автор, источник	Определение
М. Гленн, Десмонд и Ричард Э. Келли [1, с. 20]	«Гудвилл – это совокупность тех элементов бизнеса, которые стимулируют клиентов продолжать пользоваться услугами данного предприятия и приносят прибыль сверх той, что требуется для получения разумного дохода на все остальные активы предприятия, включая доход на все прочие нематериальные активы, которые могут быть идентифицированы и отдельно оценены»
Приложение к МСФО (IFRS) 3 «Объединения бизнеса» [2]	Гудвилл – это актив, представляющий собой будущие экономические выгоды, являющиеся результатом других активов, приобретенных при объединении бизнеса, которые не идентифицируются и не признаются по отдельности
Стандарты BVS-I [3]	Гудвилл определяется как «доброе имя» фирмы и включает нематериальные активы компании, которые складываются из престижа предприятия, его деловой репутации, взаимоотношений с клиентами, местонахождения, номенклатуры производимой продукции и т. д.
МСФО (IAS) 38 «Нематериальные активы» [4]	Гудвилл, признанный при объединении бизнеса, является активом, представляющим будущие экономические выгоды от приобретаемых при объединении бизнеса активов, которые не поддаются индивидуальной идентификации и отдельному признанию. Будущие экономические выгоды могут возникнуть в результате синергии между приобретенными идентифицируемыми активами или проистекать от активов, которые по отдельности не удовлетворяют критериям для признания в финансовой отчетности
Б. Коласс [5], Г. Сычева, Е. Колбачев, В. Сычев [6]	Гудвилл – стоимость деловой репутации предприятия

различные компоненты, либо указывается, каким образом вести расчет. Но данные определения не раскрывают механизм формирования деловой репутации. В решении данной проблемы поможет исследование понятия деловой репутации предприятия с позиций системного подхода.

Предприятие, как и всякая система, представляет собой множество элементов, находящихся в отношениях и связях друг с другом, которые образуют определенную целостность или единство. Данная система является экономической, ибо она предназначена для переработки вещества, энергии, информации и знаний в потребительские стоимости или обеспечивает благоприятные условия для этого. Цель данной системы – максимизация стоимости и получение прибыли. В системе «предприятие» можно выделить два блока элементов: материальный комплекс и нематериальный комплекс. К первому относится все имущество предприятия, которое отражено в каких-либо документах в виде отчетов, методик, правил и т. д. Нематериальный комплекс – это то, что невозможно потрогать руками: клиентские базы данных, организационная структура, местоположение предприятия, созданная работниками аура и т. д. Стоит отметить, что с развитием времени нематериальный комплекс становится важнее и значительнее материального составляющего предприятия. Наиболее важными атрибутами предприятия как экономической системы являются эмерджентность и синергия. Понятия «эмерджентность» и «синергия» являются родственными. Синергия означает усиление или ослабление уже имеющегося качества при определенном взаимодействии составляющих элементов, а эмерджентность означает появление нового качества, которым не обладает ни один элемент в отдельности. Будущие экономические выгоды могут проистекать из эффекта синергии между идентифицируемыми и неидентифицируемыми активами. И именно деловая репутация отражает синергизм материальных и нематериальных активов предприятия: стоимость актива функционирующего бизнеса, как правило, не равна стоимости отдельно взятых активов – она может быть больше (в случае успешного функционирования предприятия) или меньше (в противном случае) последних.

Эмерджентные свойства не поддаются восприятию, аналитическому объяснению их причинности и непосредственному измерению. Можно измерять лишь их проявление. Деловая репутация – это результат, прежде всего, грамотного управления процессами закупки и продаж, продуманной рекламной политики, способов стимулирования сотрудников предприятия, продвижения товара на рынок и т. п. Свойства предприятия как экономической системы проявляются в целостности, следовательно, разделив систему на части, невозможно

обнаружить ее существенных свойств. Новые свойства существуют, пока существует сама система как единое целое. Деловая репутация является одним из эмерджентных свойств предприятия. Наряду с другими эмерджентными свойствами она обеспечивает его внутреннюю целостность.

В системе «предприятие» возникает множество видов синергии между материальными и нематериальными составляющими. Следующие виды синергии играют наиважнейшую роль в формировании деловой репутации предприятия.

Синергия человеческого капитала позволяет наращивать человеческий капитал за счет грамотной политики привлечения новых сотрудников, обучения, развития лидерства. Знания, умения и навыки сотрудников – это ключевой фактор достижения качества выпускаемой продукции и конкурентных преимуществ предприятия на рынке. Синергия человеческого капитала позволяет совместно использовать достижения и возможности при управлении знаниями, передавая успешный опыт качественного выполнения процессов всем подразделениям предприятия. Эффект синергии достигается за счет лидерства руководителей, способностей решать проблемы, общей рабочей обстановки, опыта, знаний, удовлетворенности сотрудников.

Синергия клиентского капитала позволяет использовать общую клиентскую базу, комбинируя продукты и/или услуги от многих бизнес-единиц, чтобы обеспечить конкурентные преимущества: низкую цену, удобство и качество продукции. Клиенты – это настоящее и будущее предприятия, без них бизнес не может существовать. Эффект синергии достигается за счет товарной марки, бренда, баз данных клиентов, хороших отношений с клиентами, в том числе и неформальных.

Синергия организационного капитала позволяет использовать ключевые компетенции для усовершенствования технологических процессов, достигая эффекта экономии за счет масштабов благодаря совместному использованию возможностей производства, распределения и маркетинга. Она также позволяет многим производственным и сервисным подразделениям использовать общую технологию, в связи с чем у предприятия появляется возможность предлагать своим клиентам более широкий набор услуг. Эффект синергии возникает в силу умелого использования сети сбыта, организационной структуры, местоположения предприятия, организации полного производственного цикла и т. п.

Таким образом, деловая репутация – это следствие эмерджентности и синергии человеческого, клиентского и организационного капитала предприятия как экономической системы, проявляющихся в конкурентных преимуществах и росте капитализации предприятия.

Аналитики обычно выделяют следующие группы компонентов, формирующих деловую репутацию: финансовая, рыночная, корпоративная и социальная. Так, показатели финансовой группы интересны для инвесторов, рыночные – для клиентов и партнеров, корпоративные – для сотрудников, социальные – для общественности (см. табл. 2).

Создание положительной репутации является многогранной задачей, которая решается на длительном промежутке времени, успех во многом определяется желанием и готовностью руководства компании последовательно и комплексно ее решать.

Деловая репутация есть комплексная характеристика предприятия, многогранная и сложная в идентификации и оценке. В создании деловой репутации прямо или косвенно участвует рынок (внешний фактор по отношению к фирме). Поэтому выделяют две составляющие деловой репутации: внутреннюю, характеризующую конкретное предприятие, и внешнюю, обусловленную рынком в отношении этого же предприятия как хозяйствующего субъекта (см. рис. 1).

Первую составляющую характеризуют внутренние факторы: необоротные и нематериальные активы компании, которые сложились в результате ее деятельности. В соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО 38 «Нематериальные активы»), внутренне созданная репутация не может быть признана активом, не отра-

жается в бухгалтерском балансе и обуславливает собственно деловую репутацию фирмы [4]. Репутация нарабатывается в течение длительного времени, она относительно стабильна и не может быть отделена от конкретного предприятия, ее нельзя купить или продать как товарный знак. Именно благодаря этой репутации фирма имеет заметные конкурентные преимущества в отрасли или на рынках. Со второй составляющей деловой репутации связываются ожидания рынка при покупке-продаже предприятия как единого имущественного комплекса. Эта составляющая, называемая гудвиллом, предполагает количественную оценку в отличие от первой, носящей качественный характер.

Значения гудвилла колеблются в широких пределах, поскольку формируются в результате

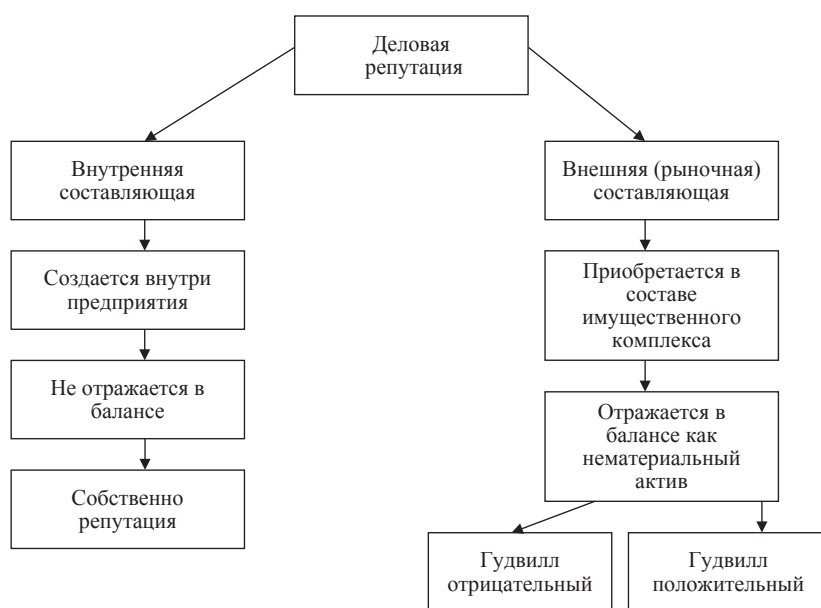


Рис. 1. Вид и структура деловой репутации

Таблица 2

Компоненты деловой репутации предприятия

Наименование группы	Содержание компонентов
Финансовая	<ul style="list-style-type: none"> <li>– масштабы деятельности;</li> <li>– темпы роста стоимости предприятия;</li> <li>– финансовая стабильность;</li> <li>– привлекательность для инвесторов;</li> <li>– положительная кредитная история</li> </ul>
Рыночная	<ul style="list-style-type: none"> <li>– наработанные деловые связи с клиентами и партнерами предприятия;</li> <li>– качество продукции и сервис;</li> <li>– позиционирование предприятия на рынке;</li> <li>– конкурентоспособность предприятия;</li> <li>– длительность работы на рынке</li> </ul>
Корпоративная	<ul style="list-style-type: none"> <li>– репутация первого лица;</li> <li>– престижность работы на предприятии;</li> <li>– уровень профессионализма сотрудников;</li> <li>– качество менеджмента;</li> <li>– взаимодействие со СМИ</li> </ul>
Социальная	<ul style="list-style-type: none"> <li>– участие в социальных программах предприятия, общества, отрасли, региона;</li> <li>– поддержка социально уязвимых слоев населения;</li> <li>– благотворительность</li> </ul>

сделки между участниками рынка. Приобретенный гудвилл отражается в балансах: косвенно в балансе покупателя (инвестора) в виде финансовых вложений и явно в консолидированном балансе реорганизованного предприятия в качестве самостоятельной учетной категории (гудвилла) [7, с. 175]. В этих случаях величина гудвилла может принимать положительные или отрицательные значения. Положительный гудвилл означает, что финансовый аналитик (рынок) полагает, что стоимость фирмы больше величины ее собственного капитала (чистых активов), отрицательный – стоимость предприятия меньше суммарной стоимости активов и обязательств этого предприятия.

Именно эта составляющая деловой репутации (гудвилл) постоянно оценивается рынком, что определяет положение компании в отрасли или на рынках, влияет на котировку ее финансовых инструментов, в частности акций. Оценка гудвилла может быть выполнена для предприятия любой организационно-правовой формы, но объективно результат достигается в отношении акционерного общества, которое котирует свои акции на бирже. В этом случае гудвилл будет равен разности между величиной рыночной капитализации компании и стоимостью ее чистых активов в рыночных ценах. Положительная разность означает, что на рынке компания оценивается более высоко, чем стоимость ее чистых активов (собственного капитала), т.е. у компании имеется некоторый формально неучтенный актив, в роли которого выступает гудвилл. Любая успешно работающая компания должна иметь положительный собственный гудвилл. В противном случае она может стать объектом враждебного поглощения с целью ликвидации или распродажи ее активов по частям. Отрицательный гудвилл означает, что рыночная стоимость чистых активов превосходит величину, по которой рынок оценивает компанию. Иными словами, в такой компании активы и ее ценные бумаги недооценены, т.е. выгодно купить компанию с целью ее уничтожения или распродажи активов.

В настоящее время сложилось несколько основных подходов к определению стоимости гудвилла:

- оценка репутации фирмы как превышение рыночной стоимости фирмы над стоимостью ее чистых активов;
- оценка репутации по объему реализации;
- оценка гудвилла методом избыточных прибылей;
- текущая дисконтированная оценка будущей сверхприбыли на основе методики компании Brand Finance;
- использование мультипликатора М.

Наиболее распространенным и легким в применении можно считать метод расчета стоимости гудвилла как разницы между рыночной стоимостью компании, рассчитанной доходным или сравнительным подходом, и рыночной стоимостью чистых активов фирмы. Как правило, данный метод делят на два этапа. Первоначально рассчитывается рыночная стоимость всех активов компании, вводя допущение, что активы используются самым эффективным способом, при этом оно возможно, законно и оправдано с экономической точки зрения. На данном этапе работы привлекаются оценщик и бухгалтер, который устанавливает, какие нематериальные активы предприятия могут быть поставлены на баланс, остальные нематериальные активы как раз формируют деловую репутацию.

На втором этапе рассчитывается стоимость всей компании путем применения одного из подходов к оценке бизнеса (сравнительного, затратного или доходного), который выбирается в зависимости от наличия и достоверности информации, необходимой для проведения оценки.

Деловая репутация при использовании данного подхода определяется как разница между рыночной стоимостью компании и ее суммарными активами, которые могут быть поставлены на баланс.

Оценка репутации по объему реализации

Для использования метода оценки гудвилла по объему реализации нужно знать среднеотраслевые коэффициенты рентабельности. В этом случае стоимость деловой репутации компании определяется по формуле:

$$C_R = (NOI - Q \cdot r) / k_m, \quad (1)$$

где NOI – чистый операционный доход от деятельности предприятия;

Q – стоимость реализованной продукции;

r – среднеотраслевой коэффициент рентабельности реализации;

$k_m$  – коэффициент капитализации нематериальных активов.

Главная проблема в применении метода по объему реализации связана со сложностью получения внешних показателей, в данном случае – коэффициента среднеотраслевой рентабельности. Поэтому выбор метода оценки деловой репутации зависит в первую очередь от доступности информации, которая необходима компании для расчетов.

Оценка репутации путем расчета избыточной прибыли основывается на допущении, что если одно предприятие получает больший объем, прибыли на единицу активов, чем аналогичное предприятие этой же отрасли, то это означает, что дополнительную прибыль предприятию приносит именно его деловая репутация. В основе метода оценки деловой репутации путем определения избыточной прибыли лежит концепция, разрабо-

танная Налоговым управлением США и введенная Минфином США в 1920 году. Согласно этой концепции, активы компаний приносят одинаковую прибыль. Таким образом, определив нормативную прибыль на единицу активов, нужно сопоставить ее с реальным показателем прибыльности активов и рассчитать объем неучтенных активов, то есть гудвилл. Ставки дохода для материальных и нематериальных активов были установлены инструкцией налоговой инспекции США от 1968 г. № 68-609. В украинской практике подобного рода коэффициенты прибыльности законодательно не закреплены. С одной стороны, это усложняет проведение оценки, а с другой – тщательный подбор предприятий-аналогов для сравнения доходности позволяет повысить достоверность оценки и избежать допусков, присущих широким обобщениям. Предприятие-аналог должно соответствовать следующим требованиям:

- производить аналогичную продукцию (работы, услуги);
- располагаться в той же местности (области, районе);
- обладать аналогичными производственными мощностями.

По методике Brand Finance гудвилл оценивается через дисконтирование прогнозных и пост-прогнозных потоков прибыли, генерируемой гудвиллом. Прогнозирование потоков прибыли, которая может быть получена от реализации товаров и услуг компании, имеющей значительный гудвилл, осуществляется с помощью специально разработанных фирмой Interbrand отраслевых коэффициентов.

Ставка дисконтирования рассчитывается по формуле:

$$R = R_f + b \cdot R_f, \quad (2)$$

где  $R_f$  – безрисковая норма доходности,  
 $b$  – брэнд-коэффициент, характеризующий силу гудвилла.

Метод оценки гудвилла через мультипликатор  $M$  основывается на исторических результатах деятельности компании. Мультипликатор  $M$  принимает значения в диапазоне от 0 до 20 и рассчитывается по формуле:

$$y = -0,900293 \cdot X + 55,1202 \cdot X^2 - 11,0116 \cdot X^3 - 392764 \cdot X^4 + 160681 \cdot X^5, \quad (3)$$

где  $X$  – значение силы гудвилла, %.

Путем корректировки на величину инфляции определяется текущая стоимость прибыли фирмы на собственный капитал за каждый год. Затем на основании отраслевых коэффициентов Interbrand из полученных величин выделяется прибыль, приходящаяся на гудвилл. После этого рассчитывается чистая прибыль от гудвилла (прибыль, приходящаяся на гудвилл, минус налог на прибыль), которая взвешивается в соответствии с коэффи-

циентами: 1/6 (для чистой прибыли за период двухлетней давности), 2/6 (для чистой прибыли за предпоследний год) и 3/6 (для чистой прибыли за последний год). Полученная взвешенная чистая прибыль от гудвилла, умноженная на мультипликатор  $M$ , и дает стоимость гудвилла [9, с. 14].

Рассмотренные методы оценки гудвилла работают только в стабильной бизнес-среде, где прогнозный период деятельности предприятия определяется 3–5 годами. В украинских реалиях прогнозный период деятельности предприятий сокращается до 1 года и менее. Кроме того, более 40% отечественных предприятий являются убыточными [8]. Доходный подход к оценке в таком случае вообще не приемлем. Бизнес-среда украинских предприятий является очень нестабильной и неопределенной. Вышеприведенные методы оценки стоимости предприятия и его деловой репутации плохо работают, занижая оценки. Необходим качественно другой подход. В условиях неопределенности прогнозирование доходов, прибыли, издержек ведут на основе теории реальных опционов. В основе опционных моделей лежит предположение о том, что стоимость оцениваемых предприятий является переменной величиной, зависящей от некоторого набора внешних по отношению к производственно-финансовым характеристикам условий. Опционные модели могут быть использованы для оценки любого актива, имеющего опционные характеристики, с некоторыми оговорками. Опционы, являясь правом, а не обязательством, предоставляют инвестору возможность выбора и имеют ценность в условиях неопределенности. Стратегическое управление инвестициями требует оценки существующих и потенциальных возможностей инвестиционного инструмента, которые могут использоваться в процессе его существования или нахождения в инвестиционном портфеле. В 1973 году Ф.Блэк и М.Шоулз разработали формулу для определения стоимости опциона:

$$C = P \cdot N(d_1) - EX \cdot e^{-r \cdot t} \cdot N(d_2), \quad (4)$$

где  $N(d_1)$ ,  $N(d_2)$  – кумулятивная нормальная вероятность функции плотности, которая находится по  $d_1$  и  $d_2$ :

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P}{EX}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma \cdot \sqrt{t}}, \quad (5-6)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t};$$

$P$  – капитализация;

$EX$  – номинальная стоимость долга;

$t$  – дюрация долга, когда обязательства компании представляются в виде эквивалентной бескупонной облигации со сроком погашения, равным  $t$ ;

$\sigma$  – стандартное отклонение доходности на активы компании;

$r$  – купонная ставка.

Зная стоимость бизнеса (капитализацию компании), по формуле Блэка-Шоулза можно рассчитать рыночную стоимость активов, а затем и деловую репутацию как разницу между рыночной ценой активов и их балансовой стоимостью:

$$C_R = C - X. \quad (7)$$

Данный метод дает адекватную оценку стоимости деловой репутации предприятия, в отличие от методов, связанных с дисконтированием денежных потоков, которые не учитывают ценность управления и дают заниженную оценку в условиях неопределенности, что свидетельствует о возможном практическом применении первого и необходимости доработки последних.

**Выводы из проведенного исследования.** Деловая репутация – это следствие эмерджентности и синергии предприятия как экономической системы, проявляющееся в его конкурентных преимуществах и росте капитализации. Пути повышения деловой репутации предприятия является развитие его человеческого, клиентского и организационного капитала.

Проведенный анализ методических подходов к оценке деловой репутации предприятия позволяет сделать вывод о том, что в условиях нестабильной и неопределенной среды наиболее адекватным и приемлемым подходом к оценке стоимости деловой репутации предприятия является опционный на основе формулы Блэка-Шоулза. Применение данного алгоритма может быть полезно в первую очередь инвесторам при принятии решений об инвестировании в исследуемое предприятие. В качестве дальнейших исследований перспек-

тивным является разработка методической базы оценки стоимости деловой репутации на основе опционного подхода.

#### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Дэсмонд Г. Руководство по оценке бизнеса / Г. Дэсмонд, Р. Келли. – М. : РОО, 1996. – 324 с.
2. Объединения бизнеса : Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 3 от 26.08.2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_124548](http://consultant.ru/document/cons_doc_LAW_124548).
3. Американское общество оценщиков (ASA) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://appraisers.org/docs/default-source/discipline\\_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0](http://appraisers.org/docs/default-source/discipline_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0).
4. Нематериальные активы : Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 38 от 17.12.2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_124016](http://consultant.ru/document/cons_doc_LAW_124016).
5. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы : [учеб. пособие] / под ред. Я. Соколова ; пер. с франц. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – 286 с.
6. Сычева Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Г. Сычева, Е. Колбачева, В. Сычев. – Ростов-на-Дону : Феникс, 2003. – 384 с.
7. Иванов А. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг / А. Иванов. – М. : Дашков и Ко, 2009. – 206 с.
8. Анализ осуществления судопроизводства судами общей юрисдикции [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://urkstat.gov.ua>.
9. Быкова Ю. Деловая репутация как критерий финансовой устойчивости компании : автореф. дисс. ... канд. экон. наук / Ю. Быкова. – М. : РГСУ, 2008. – 25 с.