

ФІНАНСОВА ОЦІНКА Й УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ НЕМАТЕРІАЛЬНИХ АКТИВІВ, СТВОРЕНИХ ВСЕРЕДИНІ ПІДПРИЄМСТВА

У статті розглянуто проблематику управління фінансами підприємства, що діє в постіндустріальний період розвитку економіки, коли ключова цінність для споживача створюється нематеріальними активами особливого класу – брендом, довірою, впізнаваністю, емоціями, кваліфікацією й ефективністю роботи персоналу, інтелектуальним капіталом тощо. Класичний фінансовий менеджмент не розкриває механізмів управління цими нематеріальними активами, сприймаючи переважно ключовою метою акцент на прибутковість, а не створення вартості. Наявні стандарти фінансової звітності, орієнтовані на індустріальну модель, визнають вказані сутності витратами, а не активами, оскільки містять високі критерії відповідності цьому статусу. Основою управління є механізм виміру й оцінки. У статті запропоновано алгоритм оцінки вартості нематеріальних активів та вказано подальші можливості пошукових і дослідницьких зусиль у цьому напрямі.

Ключові слова: активи, прибуток, вартість, нематеріальні активи, економічна додана вартість, збалансована система показників, методи оцінки вартості, алгоритм оцінки вартості нематеріальних активів.

Серед найбільш популярних і дієвих сучасних концепцій менеджменту, які змушують переглядати фундаментальні основи управління фінансами підприємства, варто відзначити менеджмент, базований на управлінні вартістю (Value-based management). Орієнтація на створення вартості фактично не є тотожною традиційним поглядам на результативність як максимізацію прибутку й рентабельності інвестицій. Незважаючи на те, що менеджмент, базований на управлінні вартістю, є досить популярною концепцією вже достатньо тривалий час, він фактично не дає чіткої відповіді, яким саме чином об'єктивно оцінити створену додану вартість бізнесу, оскільки вартість, на відміну від таких категорій, як «прибуток» чи «активи», – це більшою мірою діапазон оцінки, а не конкретне значення, що вимірюється згідно із певними стандартами.

Метою й подальшим розвитком цієї роботи є дослідження можливостей управління вартістю підприємства за рахунок створення доданої цінності специфічного роду нематеріальних активів, вироблення пропозицій щодо методології оцінки їхньої вартості.

Розглянемо основні методи, які застосовують для оцінки вартості підприємства, та спробуємо визначити в них прогалини щодо управління вартістю.

1. Оцінка вартості, заснована на вартості активів. Передбачає орієнтацію на зростання балансової вартості власного капіталу підпри-

ємства, тобто фактично на прибутковість. Недоліком є неврахування майбутніх перспектив. Водночас в економіці з низьким рівнем прозорості й за відсутності розвинутого фондового ринку може виступати ключовим орієнтиром.

2. Оцінка, заснована на ринкових аналогах. Зазвичай формується для підприємств, акції яких вільно обертаються на біржі та є ліквідними. Використання мультиплікаторів до ключових параметрів діяльності (капітал, прибуток, активи, EBITDA) дає змогу знаходити недооцінені компанії, що, своєю чергою, призводить за умов вільного ринку капіталу до коливання вартості компанії навколо цих оцінок. Недоліком підходу можна назвати відсутність глибокої фундаментальної бази у вигляді ретельного вивчення перспектив підприємства, реакцію на наявний рівень значень мультиплікаторів, який може не мати вагомого підґрунтя. Для непублічних підприємств застосовують метод порівняльних продаж, за яким за основу оцінки беруть прецедент угоди купівлі-продажу в цій галузі.

3. Оцінка, заснована на доходному методі. Найпопулярнішим методом, який використовується при оцінці, є DCF – метод дисконтування майбутніх грошових потоків. Безумовно, він є методологічно обґрунтованим. Проте ключовою проблемою слід визнати непевність щодо майбутнього, відповідно коректність оцінки спирається на відповідність

майбутніх прогнозів. Серед слабких методологічних місць варто відзначити так званий термінальний період у майбутньому, який передбачає нереалістичний прогноз стабільного зростання ринку та всіх показників. Іншою слабкою ланкою є відсутність факторного аналізу окремих ланок підприємства, тобто неможливість встановити, за рахунок яких саме факторів слід очікувати більш вагомого за ринок зростання.

Варто зауважити, що всі вказані підходи описують погляд ззовні, коли зазвичай усе підприємство виступає об'єктом оцінки, та не дають чіткої відповіді, яким чином досягнути створення вартості зсередини.

Завданням цієї роботи є формування конкретного алгоритму з оцінки вартості нематеріальної складової вартості підприємства, при застосуванні якого менеджмент підприємства отримуватиме власне бачення вартості. Ця вартість може відрізнитися від зовнішньої оцінки капіталізації підприємства, тож підприємство матиме підстави до комунікації із зовнішнім середовищем задля наближення цих оцінок. Робота над управлінням вартістю нематеріальних активів стане базою для підтримки довготермінового зростання вартості підприємства в цілому.

Слід зазначити, що вказана тематика долучає досить вагоме коло фахівців. Так, Джеймс Р. Хітчнер подає аналіз підходів до оцінки нематеріальних активів згідно з міжнародними стандартами фінансової звітності та вказує на обмеженість принципу історичної оцінки [1]. Зокрема цей автор працює в комісії із вдосконалення наявних міжнародних облікових стандартів (IFRS) й відповідно зосереджений на дотриманні принципів обліку. Роберт Рейлі й Роберт Швайс, вивчаючи питання, наводять ґрунтовну методологічну базу й велику кількість альтернативних підходів щодо оцінки нематеріальних активів, залишаючи можливість вибору того чи того підходу на розсуд оцінщика. Зокрема, нематеріальні активи дослідники класифікують у такі групи – контрактні, авторські права, клієнтські, обробка даних, людський капітал, маркетингові, земельні ділянки й технологічні [5, с. 59–83]. Російські фахівці Н. Івлієва і Д. Шишляєв зосереджуються на юридичних правах щодо захисту нематеріальних активів й інтелектуальної власності, а також намагаються адаптувати модель оцінки капітальних активів (CAPM) до оцінки нематеріальних активів [2]. А. Козирєв та В. Макаров розвивають метод ринкових аналогів для можливостей оцінки нематеріальних активів [3].

Розроблена економістами-консультантами Джоелом Стерном і Беннетом Стюартом методологія намагається дати відповідь на питання, чи створюється підприємством додана цінність.

Одним із ключових фінансових індикаторів у ній є показник економічної доданої вартості (EVA™) [6]. Фактично сутність його зводиться до того, що підприємство створює вартість у випадку, якщо отримує операційний прибуток на рівні понад вартість капіталу.

Загальна формула цієї методології:

$$EVA = NOPAT - I \cdot WACC, \quad (1)$$

де EVA – економічна додана вартість, NOPAT – чистий операційний прибуток після податків, I – сума капіталу (власного й запозиченого), інвестованого в підприємство, WACC – середньозважена вартість капіталу.

Автори стверджують, що використання цієї концепції дасть кращі за ринок результати, аргументуючи тим, що вартість акцій на ринку з 1997 до 2007 року зросла в середньому на 67 %, натомість компанії, які користувалися послугами компанії Stern&Stuart Consulting в частині імплементації показника економічної доданої вартості в управління, збільшили свою вартість на 220 % (за даними <http://sternstewart.com>).

Орієнтація на економічну додану вартість дійсно є виправданою і найбільш якісним інтегрованим показником, проте не дає відповіді на запитання, за рахунок яких факторів вдається досягнути доходності інвестицій понад WACC.

Іншим підходом, ефективність якого доведено, є збалансована система показників (Balanced Scorecard). Цю методологію розробили Девід Нортон і Роберт Каплан на початку 1990-х років. Фактично, цей підхід базується на двох ключових спостереженнях: 1) стратегія компанії зазвичай не підтримується на операційному рівні, тобто існує розрив між стратегічними планами та операційною діяльністю; 2) фінансові виміри є обмеженими, орієнтація на них може надавати некоректні сигнали для менеджменту, відповідно бачення діяльності доповнюється ще трьома перспективами – клієнти, бізнес-процеси, персонал [4].

На відміну від інших підходів, збалансована система показників шукає шляхів для створення вартості всередині підприємства, зосереджуючись на збалансованості зусиль та врахуванні виміру й управлінні нефінансовими факторами.

Вважаю за можливе пов'язати ідеї з управлінням вартістю підприємства з моделями оцінки нематеріальних активів та запропонувати підхід, який відповідає завданню цієї роботи.

Звернімося до певних постулатів, які обґрунтовують у цілому ринкову економіку. За умов вільної конкуренції компанія не може протягом довгого часу отримувати надприбутковий, оскільки вільний рух капіталу посилює конкуренцію в цій галузі та призведе до зниження норми прибутку. Проте такий умовивід корек-

тний для типового недиференційованого продукту. В сучасній економіці об'єктивні споживчі якості поступаються місцем ірраціональним характеристикам прихильності до бренду, звичці, зручності й сервісам тощо. Відповідно ключове питання зміщується у бік того, яким чином та завдяки яким характеристикам підприємство створює цю додаткову цінність. У межах традиційних підходів до оцінки фінансового результату інвестування у створення цих переваг на довготерміновий період (свій бренд, своя унікальна послуга, ідеальне розташування, впізнаваність, постійні клієнти, найвища швидкість обслуговування, кваліфікація персоналу тощо) визнається витратами відповідного періоду, оскільки ми не здатні однозначно контролювати вигоди від цих нематеріальних активів.

Згідно зі стандартом фінансової звітності IAS 38 нематеріальні активи дозволяється визнавати активами й обраховувати на балансі в разі виконання трьох критеріїв:

1. Ідентифікованість (можливість продати, здавати в оренду, закріпити юридичними правами тощо).
2. Майбутні економічні вигоди від використання активів.
3. Контроль (можливість отримати права на майбутні вигоди та відмовити іншим у доступі до них).

Таким чином, консервативні принципи, рекомендовані щодо визнання активів, мали б визначити відсутність особливого роду нематеріальних активів, які дають змогу підприємству отримувати додаткові економічні вигоди, але питання контролю яких є достатньо нестійким і не вирішується в суто юридичній площині.

Це одна з підстав, відповідно до якої підприємство не має системного підходу щодо надання вказаним факторам тих чи тих фінансових еквівалентів.

Розширюючи коло нематеріальних активів та ідентифікуючи їх, маємо визнати відсутність належно методологічно обґрунтованої системи їх оцінки. Оскільки одним із ключових постулатів менеджменту є «Як вимірюємо, так управляємо», то за відсутності системи виміру цих активів маємо передбачати помилки при прийнятті рішень щодо їх створення. Відповідно однією з ключових дилем стане принцип консервативності, який прагне надати найнижчу з можливих оцінок вартості активу. Певною мірою він має виконуватись і тут, запобігаючи штучному завищенню потенційної вартості цього особливого класу нематеріальних активів. Виникає питання щодо методології такого роду оцінок. На мій погляд, вона може синтезувати найновітніші напрацювання й ідеї, закладені в концепцію економічної доданої вартості (щодо оцінки) й іденти-

фікацію ряду нематеріальних активів [3], закладену в збалансовану систему показників (Balanced Scorecard), водночас спиратися на індивідуальні умови й визначення пріоритетів розвитку кожного конкретного підприємства, тобто мати внутрішній управлінський характер.

Пропоную такий варіант оцінки вартості нематеріальних активів, створених усередині підприємства:

1. Оцінка ринку й стратегії позиціонування компанії.
2. Групування нематеріальних активів відповідно до визначених пріоритетів розвитку.
3. Встановлення зв'язку між досягненнями у створенні нематеріальних активів та додатковими економічними вигодами (на рівні оціночних прогнозів).
4. Прогнозування життєвого циклу створеної переваги.
5. Прогнозування економічних вигод майбутнього та їх вартісна оцінка за формулою приведеної доданої вартості.
6. Обрахування підприємством оціночної вартості нематеріального активу особливого класу як активу, принаймні в управлінському обліку.
7. Після отримання фактичних даних щодо економічних вигод (що можуть як підтверджувати прогнози, так і суперечити ним) – переоцінка вартості нематеріальних активів.
8. Внутрішня оцінка вартості підприємства, що зводиться до формули:

$$\begin{aligned} \text{Вартість} = & \text{Матеріальна балансова} \\ & \text{вартість (власний капітал)} + \quad (2) \\ & + \text{Вартість нематеріальних активів} \end{aligned}$$

Відповідно зазвичай підприємство працюватиме над ростом обох складових, проте за певних обставин може погодитися на втрату однієї складової заради максимізації іншої.

9. Орієнтація підприємства на максимізацію внутрішньої оцінки вартості в співпраці з зовнішнім середовищем і стейкхолдерами на базі донесення інформації про цю оцінку.

Щоби продемонструвати вказаний принцип, наведемо типовий приклад із бізнесової практики. Підприємство запроваджує програму лояльності, даючи знижки постійним клієнтам та сподіваючись отримати зростання продажів від своєї новачки. Позначимо кількість таких клієнтів як n , середньомісячний обсяг продажів (в цінах собівартості) клієнту без запровадження програми лояльності – V_0 , обсяг продажів (у цінах собівартості) за рахунок програми лояльності – V_1 , стандартний рівень маржі – m , знижка, що надається в межах програми лояльності, – r . Додаткові інвестиції (наприклад, у робочий капітал) у матеріальні активи становлять I . Позначимо

життєвий термін програми лояльності як t . Задача – оцінити лояльність клієнтів як нематеріальний актив. Позначимо додану вартість, що створюється нематеріальним активом, як $EVAa_i$.

Тоді абсолютний економічний ефект i -го періоду ($EVAa_i$) дорівнюватиме

$$EVAa_i = n \cdot V1 \cdot (1 + m) \cdot (1 - r) - n \cdot V1 - n \cdot V0 \cdot m - I \cdot WACC \quad (3)$$

або після перетворень

$$EVAa_i = n \cdot (V1 - V0) \cdot m - n \cdot V1 \cdot r - n \cdot V1 \cdot m \cdot r - I \cdot WACC. \quad (4)$$

Оцінюючи вартість нематеріального активу, наведемо майбутні прогнозні економічні ефекти до поточної вартості. Отже, вартість нематеріального активу (IA) «лояльність» визначатиметься як:

$$IA = \sum_{i=1}^t EVAa_i. \quad (5)$$

Фактичні результати програми лояльності та термін, який визнається як період очікуваних переваг від володіння нематеріальним активом, призводитимуть до переоцінки його вартості, змушуючи менеджмент зосереджуватись на тих факторах створення вартості, які було визначено як ключові й ідентифіковано як нематеріальні активи особливого класу.

Перевагами пропонованого підходу можна визнати орієнтацію підприємства на створення додаткової вартості бізнесу, систематичну оцінку й управління тими факторами, які її формують. Завдяки його використанню підприємство отримує ще один важливий спосіб комунікації з зовнішнім середовищем, надаючи інформацію про внутрішню оцінку власної вартості.

Серед труднощів у практичному використанні підходу можна назвати волатильність оцінок та наявність оціночного діапазону, оскільки оцінка ґрунтується на певних очікуваннях майбутнього.

До інших можливих труднощів за практичного впровадження належить трудомісткість розрахунків, які передбачають чітке формулювання очікуваних переваг та їхній фінансовий вимір.

Також слід відзначити важкість ідентифікації всіх нематеріальних активів цього особливого класу, можливість помилок у встановленні факторів зростання вартості підприємства; цей факт підтверджує, що менеджмент у будь-якому разі працюватиме з елементами нечіткої логіки, а фактичні події згодом впливатимуть на оцінки, які давалися раніше, підтверджуючи чи спростовуючи їх.

Серед інших критичних зауважень, що потребуватимуть обґрунтування, можна окремо виділити те, що в пропонованій методології кожен актив розглядається окремо, однак вони потенційно можуть містити як синергію, так і зменшувати економічний ефект від спільного використання, що не буде враховано оцінками.

Підсумовуючи, зауважимо, що традиційна фінансова модель виміру ефективності, представлена стандартами формування фінансової звітності, не враховує створення майбутніх переваг підприємства, основу чого слід шукати в індустріальній економіці, що визнавала лише матеріальні об'єкти в якості носіїв, які зумовлюють зростання вартості підприємства. Постіндустріальний період призвів до величезних розривів в оцінці балансової й ринкової вартості, рух яких стає все менш і менш корельованим. Це дає підстави для обґрунтованого припущення, що певні сутності, які підприємство створює як унікальні ідентифікатори й конкурентні переваги та які здатні, як і активи, до генерування майбутніх економічних вигод, можливо визнавати особливим класом нематеріальних активів.

Основними рекомендаціями для розвитку сучасного фінансового менеджменту в контексті вказаної теми можна вказати необхідність перенесення зусиль на ті показники ефективності, які традиційно залишалися поза увагою. Оцінка людського капіталу, відносин із зовнішнім середовищем, довіри до продукту компанії, якість бізнес-процесів й інші подібні характеристики, які раціоналістично опинялися поза увагою управління фінансами, в XXI столітті мають стати звичними характеристиками з погляду оцінки й управління. Для досягнення такої мети фінансовий менеджер потребуватиме спеціальної методології, основи якої було викладено в цій статті.

Список літератури

- Хитчнер Джеймс Р. Оценка стоимости нематериальных активов / Джеймс Р. Хитчнер ; под научн. ред. В. М. Рутгайзера. – М. : Маросейка, 2008. – 144 с.
- Ивлиева Н. Н. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности / Н. Н. Ивлиева, Д. В. Шишляев. – М. : Московская финансово-промышленная академия, 2006. – 207 с.
- Козырев А. Н. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности / А. Н. Козырев, В. Л. Макаров. – М. : Интерреклама, 2003. – 352 с.
- Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Д. Нортон, Р. Каплан. – К. : Олимп-Бизнес, 2010. – 320 с.
- Рейли Р. Оценка нематериальных активов / Р. Рейли, Р. Швайс. – М. : ИД «Квинто-консалтинг», 2005. – 792 с.
- Stern Joel M. Implementing Value-Added Change in an Organization / Joel M. Stern, John S. Shiely, Irwin Ross. – Wiley. – P. 250.
- Ian Cobbold, Gavin Lawrie. The development of the Balanced Scorecard as a strategic management tool : Presented at PMA Conference, Boston, USA, May 2002. © 2GC Limited, 2001, 2003.

O. Gerashchenko

FINANCIAL ESTIMATION AND MANAGEMENT OF INTERNALLY CREATED INTANGIBLE ASSETS

The paper examines the discussion questions in the corporate financial management of postindustrial period of economy when a key value for consumers is created by intangible assets of the special class like brand, trust, knowledge, emotions, qualification and efficiency of personnel, intellectual capital and others like that. Classic financial management is not concentrated on the mechanisms of management of these intangible assets of the special class, perceiving a mainly key purpose as an accent on profitability but not creation of value. Moreover, the existent standards of the financial statements don't define this class of intangibles as assets because of the high criteria of accordance to this status. The base of any management is measuring mechanism and estimation. The paper offers these algorithms and subsequent directions of research efforts.

Keywords: assets, net income, value, intangible assets, EVA, Balanced Scorecard, methods of estimation of value, algorithm of value estimation of intangible assets.

Матеріал надійшов 24.02.2012

УДК 336.7

Глуценко С. В., Пласконіс Н. В.

ПРОЦЕНТНА ПОЛІТИКА В СИСТЕМІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ

У статті узагальнено особливості грошово-кредитного регулювання в Україні і запропоновано шляхи підвищення ролі та дієвості процентного каналу для активізації кредитного фінансування української економіки.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, процентна політика, валютна політика, центральний банк, комерційні банки.

Актуальність і дослідженість питання. Сучасний етап розвитку економіки України висуває нові вимоги до економічної політики держави, які полягають у необхідності зміщення акцентів з експортної орієнтації економіки на активізацію та стимулювання розвитку внутрішнього ринку, розширення обсягів його фінансування. Грошово-кредитна політика Національного банку України як складова частина економічної політики країни має забезпечити відповідне фінансово-кредитне підґрунтя для стабільного соціально-економічного розвитку. А однією з передумов успішності та ефективності грошово-кредитного регулювання є підвищення дієвості механізму процентної політики і її впливу на економічні зміни.

Вивченню теоретичних і практичних питань процентної політики та трансмісійного механізму присвячені праці провідних вітчизняних і зарубіжних учених. Серед них праці зарубіжних науковців: Г. Габбарда, Дж. Кейнса, Ф. С. Мішкіна, Д. Тейлора, Дж. Тобіна, І. Фішера, М. Фрідмена, Г. Хоггарта, Б. М. Конурбаєва, О. І. Корчагіна, а також таких українських дослідників, як-от О. В. Дзюблюк, В. І. Міщенко, М. І. Савлук, Р. С. Лисенко, О. М. Булавка, Н. І. Гребеник, В. С. Стельмах тощо. Однак окремі теоретичні, методичні та практичні аспекти дії процентної політики залишаються недостатньо розробленими. Зокрема малодослідженими у практичному плані є питання причинно-наслідкових зв'язків між грошово-кредитною політикою Національ-