

УДК 338.2

Галина ОСТРОВСЬКА

НОВІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ, ЗАСНОВАНОЇ НА ЗНАННЯХ

Запропоновано економіко-математичну модель формування вартості компанії, заснованої на знаннях. Систематизовано новітні моделі та методи оцінювання інтелектуального капіталу як складової ринкової вартості компанії, визначено їх особливості, переваги та недоліки. Доведено, що для забезпечення стратегічного управління розвитком компанії найбільш інформативним є оцінювання ринкової вартості компанії за допомогою методів збалансованих показників.

Ключові слова: інтелектуальний капітал, компанія, заснована на знаннях, методи оцінювання інтелектуального капіталу, методи ринкової капіталізації, збалансована система показників.

Галина ОСТРОВСКАЯ

Новые подходы к оценке рыночной стоимости компании, основанной на знаниях

Предложена экономико-математическая модель формирования стоимости компании, основанной на знаниях. Систематизированы новейшие модели и методы оценки интеллектуального капитала как составляющей рыночной стоимости компании, определены их особенности, преимущества и недостатки. Доказано, что для обеспечения стратегического управления развитием компании наиболее информативной является оценка рыночной стоимости компании с помощью методов сбалансированных показателей.

Ключевые слова: интеллектуальный капитал, компания, основанная на знаниях, методы оценки интеллектуального капитала, методы рыночной капитализации, сбалансированная система показателей.

Halyna OSTROVSKA

New approaches to the evaluation of knowledge-based company market value

Introduction. In the knowledge-based economy, value management concept is adopted by leading companies as a basic paradigm of successful business development. Due to these conditions, the main factor is the rising cost becomes intellectual capital. In view of the above, the methodical approaches search is actual for evaluating the effectiveness of cost management, and focusing not only financial but also non-financial indicators.

Purpose. Establishment of economic and mathematical model of the knowledge-based company value; synthesis of existing approaches and methods of evaluating the market value of the company on the basis of intellectual capital and recommendations for further improvement.

Results. *The economic and mathematical model of the company value forming. The existing approaches and methods of intellectual capital evaluation as part of the market value of the company are systematized, their features are defined, advantages and disadvantages are determined.*

Conclusion. *It is proved, that for the strategic management of the knowledge-based company, the most informative is the assessment of the market value, using balanced scorecard method, which involves the calculation of indicators, characterizing the basic elements of intellectual capital and their efficiency. In this case, the set of key indicators and projections, which will be implemented the evaluation, may vary depending on the specific of the company objectives.*

Keywords: *intellectual capital, knowledge-based company, methods of evaluation of the intellectual capital, methods of market capitalization, Balanced Scorecard.*

JEL Classification: G32.

Постановка проблеми. Вважається, що з 90-х рр. ХХ ст. наш світ охопила якісно нова хвиля дуже серйозних змін, зміст, швидкість і непередбачуваність яких змусили багатьох авторитетних фахівців бізнесу говорити про нові підходи до його успішного розвитку, нові моделі й навіть парадигми сучасного менеджменту, у тому числі й ті, що повністю заперечують сам менеджмент, маркетинг, стратегію тощо в їх традиційному розумінні [1, с. 42].

Перше десятиліття ХХІ ст. ініціювало значну кількість наукових праць, симпозіумів, конференцій і семінарів, основна мета яких полягала в спробі сформуванню образу майбутнього менеджменту. Наукові журнали відкрили однотипні за змістом рубрики: “Бізнес ХХІ століття: принципи і напрями”, “Інновації ХХІ століття: глобальний напрям менеджменту”, “Менеджер ХХІ століття: концепції, формування, розвиток” тощо. Це цілком зрозуміло, оскільки будь-який часовий рубіж спонукає науковців до узагальнення позитивного досвіду ведення бізнесу, що характеризується такими поняттями, як закономірність, причинно-наслідкова простежуваність, статистична стійкість (повторюваність), а також до аналізу та системного оцінювання складних явищ менеджменту,

основною метою яких є генерація обрисів майбутнього бізнесу, описуваних якісними й кількісними характеристиками.

Одна з характерних глобальних змін сучасності, яка радикально впливає на систему менеджменту, – нерівномірний перехід країн (націй) до економіки, заснованої на знаннях. Сама назва свідчить про те, що в умовах нової економіки головним чинником максимізації вартості компанії буде постійне зростання вартості інтелектуального капіталу (зокрема, нематеріальних активів). Тож світова спільнота переходить від економіки, що формується за рахунок матеріальних активів (продуктів, речей) до інформаційної економіки, яку стимулює розвиток нематеріального – ідей, концепцій, абстрактних понять. Головним “гравцем” у такій економічній системі стає так звана “знаннєва компанія”, тобто компанія, яка постійно продукує та комерціалізує нові знання і здатна до самонавчання та самодосконалення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретико-методологічні та практичні аспекти формування й оцінювання вартості компаній з урахуванням інтелектуального капіталу відображені у працях таких зарубіжних науковців, як: А. Кемпбел [A. Campbell] та

М. Александер [M. Alexander] [1], Л. Едвінссон [L. Edvinsson] [2; 11], Е. Мейо [A. Mayo] [3], Б. Лев [B. Lev] [4; 14], Р. Каплан [R. Kaplan] та Д. Нортон [D. Norton] [9], І. Чіапелло [E. Chiapello] та М. Лебас [M. Lebas] [10], Г. Росс [G. Roos] [13], А. Пулік [A. Pulic] [15], Р. Стрек [R. Strack] [16], Т. Стюарт [T. Stewart] та Дж. Стерн [J. Stern] [17; 19], Д. Андриссен [D. Andriessen] [18], Дж. Тобін [J. Tobin] [19], Я. Морітсен [J. Mouritsen] [21] та ін.

Вагомий внесок у розробку цієї проблематики зробили вітчизняні економісти: В. Базилевич, І. Бриль, О. Бутнік-Сіверський, В. Геєць, Л. Довгань, О. Кендюхов, А. Колот, О. Кузьмін, Н. Мамонтова, Н. Маркова, О. Мендрул, О. Мних, Т. Момот, О. Сохацька, А. Чухно, І. Яремко та інші.

Однак зазначимо, що, незважаючи на значну кількість публікацій у контексті оцінювання ринкової вартості компанії з урахуванням інтелектуального капіталу та їхню наукову цінність, проблема вибору методики, яка найбільшою мірою відповідає б цілям вартісно-орієнтованого управління компанією, є важливою й актуальною з наукової та практичної точки зору.

Метою статті є розробка економіко-математичної моделі формування вартості компанії, узагальнення наявних підходів і методів оцінювання ринкової вартості компанії з урахуванням інтелектуального капіталу та рекомендацій щодо їх подальшого вдосконалення.

Виклад основного матеріалу дослідження. Один із основоположників теорії інтелектуального капіталу підприємства, член ради директорів шведської фінансової корпорації "Skandia" Л. Едвінссон зауважив, що нині заслуговує на увагу "нова сфера створення вартості в економіці, заснованій на знаннях – нематеріальна сфера, сфера інтелектуального капіталу". При цьому інтелектуальний капітал дослідник розуміє як "...особливе поєднання люд-

ського капіталу (реальні та потенційні інтелектуальні здібності, а також відповідні практичні навички співробітників компанії) і структурного капіталу (зв'язки зі споживачами, бізнес-процеси, бази даних, бренди і IT-системи). Це здатність трансформувати знання і нематеріальні активи – у фактори (ресурси), які створюють багатство (і відповідну вартість) – за рахунок особливого ефекту від "множення" людського капіталу на структурний капітал" [2, с. 20].

Л. Едвінссон у своїй науковій праці "Корпоративна довгота. Навігація в економіці, заснованій на знаннях" ("Corporate longtitude. Navigation in an economics based on knowledge") оперує цікавими цифрами, що дає змогу отримати уявлення про кількісні значення інтелектуального капіталу. За його словами, загальна ринкова капіталізація американської телекомунікаційної компанії "Sprint Corporation" у серпні 2000 р. становила 60,2 млрд. дол., а офіційна балансова вартість – 39,0 млрд. дол., з яких на нематеріальні активи доводилося лише 9,6 млрд. дол. Таким чином, оцінка реальної вартості нематеріальних активів компанії "Sprint Corporation", сформована фінансовим ринком, перевищила значення вартості нематеріальних активів, показаних в офіційному бухгалтерському балансі, більш ніж утричі¹.

У своєму дослідженні "Людський вимір підприємства" ("The Human Value of the Enterprise") Е. Мейо зазначає, що "наприкінці 2000 р. близько 74% вартості британської нафтогазової компанії "British Petroleum" припадало на нематеріальні активи. В американської мультинаціональної корпорації "3MCompany" (NYSE: MMM), також відомої як "Minnesota Mining and Manufacturing Company", ця цифра становила 82%". Ак-

¹ У цьому контексті Л. Едвінссон не вказує на відмінність між розмірами інтелектуального капіталу і розмірами нематеріальних активів, тобто, по суті, він пропонує отримувати уявлення про кількісні вартісні значення інтелектуального капіталу компанії через різні оцінки її нематеріальних активів.

центуючи увагу на тому, що “ЗМ” займається бізнесом, пов’язаним із продукуванням ідей, науковець замислюється над питанням: як ведеться у великих промислових конгломератах? Звичайно, у структурі власності шведсько-швейцарської компанії “ABB” (“Asea Brown Boveri Ltd.”) частка матеріальних активів мала би значно перевищувати частку нематеріальних. Однак виявилось, що це не так – наприкінці 2000 р. 85% активів “ABB” були віднесені до нематеріальних [3].

Б. Лев, один із провідних теоретиків в економіці, заснований на знаннях, зауважив, що ринкова вартість і балансова вартість активів наприкінці 1970-х рр. були майже однаковими. У 1990 рр. ситуація суттєво змінилася. Так, за даними консалтингової компанії McKinsey, перша більш ніж утричі перевищує другу, а для технологічних товарів і програмного забезпечення (без урахування Інтернет-компаній, які не дотримуються в цьому плані жодних правил) ринкова вартість може бути більша за балансову в 50 і більше разів. [4]. На думку науковця, вище за балансову вартість на ринку частіше оцінюють ті компанії, які вкладають значні інвестиції у формування знань. І найяскравіший приклад – корпорація “Microsoft”². В окремі періоди ринкова вартість компанії Microsoft перевищувала її офіційну балансову вартість у 30 разів! Здатність інтелектуального капіталу створювати вартість дослідник пояснює наявністю в нього таких специфічних властивостей, як зростання віддачі від масштабу і мережеві ефекти. Отже, додана вартість – показник того, наскільки компанія Microsoft здатна створювати багатство в майбутньому. Звичайно, на цю різницю можуть впливати й інші чинники, але це не применшує значення інтелектуального капіталу.

Водночас Б. Лев наголошує, що в середньому, згідно з вибіркою за списком

² У 2004 р (станом на 30.04.04) з капіталізацією 286,699 млрд дол. у рейтингу найбільших компаній світу Microsoft посідала 2 місце.

Fortune 500, в офіційній фінансовій звітності відображено лише 20% вартості компанії. Зокрема, у вартості таких компаній, як “Ericsson” і “SAP” частка матеріальних активів, або так званого реального основного капіталу, становить лише 5%. У цій ситуації природно замислитися над питанням: а хто в цих компаніях насправді керує і несе відповідальність за інші 95% вартості, які активи, який капітал і як створюють ці 95% реальної вартості компанії? [4].

Отже, світовий досвід та тенденції розвитку фінансового ринку свідчать про те, що вартість нематеріальних активів у загальній вартості бізнесу становить від 40% до 90% [5, с. 26]. Однак вітчизняні компанії в загальній вартості бізнесу мають низький відсоток нематеріальних активів³, і це пояснюється тим, що українська економіка все ще перебуває на індустріальному етапі розвитку й у структурі доданої вартості переважають продукти з низьким рівнем переробки (сировина і напівфабрикати). За цих умов в українському бізнес-середовищі відсутнє розуміння: по-перше, важливості використання нематеріальних активів та об’єктів інтелектуальної власності, кількість придбаних українськими компаніями нових українських і зарубіжних технологій з 2011 р. постійно зменшується; так, у 2014 р. компанії придбали 426 сучасних технологій в Україні та 117 – за її межами (у 2013 р. – 512 та 139 технологій відповідно) [6]; по-друге – того, що ринкова вартість бізнесу багато в чому визначається нематеріальними активами⁴, а саме інтелектуальними й інформаційними ресурсами [7; 8].

³ За підрахунками спеціалістів – від 2% до 5%, тоді як фахівці зазначають, що ринкова вартість нематеріальних активів на підприємстві, за досконалою оцінкою, може становити від 15% до 20%, що, відповідно, збільшить вартість компанії.

⁴ За даними дослідження OseanTomoLLC, частка нематеріальних активів у ринковій вартості компаній зросла з 17% у 1975 р. до 84% у 2015 р. В Україні найбільший телекомоператор “Київстар” декларує у звітності 2014 р., що нематеріальні активи компанії становлять 1,24 млрд. грн. (10,6% від загальної суми активів).

Варто зауважити, що в сучасних умовах на ринкову вартість компанії суттєво впливає ринкова вартість інтелектуального капіталу. Тому економіко-математичну модель формування вартості компанії можна подати у вигляді набору таких елементів: вартість чистих активів на момент оцінювання; економічна додана вартість від поточної фінансово-господарської діяльності компанії за прогнозований період; вартість портфеля інноваційних проектів і програм; вартість комбінування різних джерел фінансування. Визначальним чинником підвищення конкурентоспроможності та багаторазового зростання ринкової вартості компаній стає знання – ноу-хау, наукові дослідження і розробки. За цих умов стратегія максимізації вартості інтелектуального капіталу має бути синхронізована зі стратегією максимізації вартості людського капіталу.

У зазначеній моделі інтелектуальний капітал складається з об'єктів інтелектуальної власності, маркетингового капіталу (клієнтський капітал, імідж компанії), кадрового та соціального капіталу, структурного капіталу (інноваційний капітал, процесний капітал, організаційний капітал).

У сучасних економічних умовах особливого значення набувають людський (або кадровий), процесний, клієнтський та інноваційний капітали. Завдання забезпечення зростання вартості повинно бути узгоджене з проблемою залучення в сучасну організацію якісних людських ресурсів. Розвиток уявлення про людину як суб'єкта економічного життя в історичному аспекті характеризувався такими поняттями, як робоча сила, трудові ресурси, трудовий потенціал, людський фактор і людський капітал. Під людським капіталом пропонуємо розуміти запас знань, навичок і досвіду персоналу, який є джерелом створення і поширення різного типу інновацій, приносить дохід і піддається виміру. Людський капітал під-

приємства можна структурно показати у вигляді трьох його складників:

- 1) інкорпорований капітал як знання, втілені в людині;
- 2) інституціоналізований капітал як знання, втілені у фізичних і нематеріальних формах.
- 3) об'єктивований капітал як моделі та технології, що дають змогу ефективно використовувати всі види людського капіталу.

Нині у науці неналежним чином відображено саме вартісний аспект кадрового капіталу. Пов'язано це, насамперед, із тим, що людський капітал відображається у фінансовій звітності лише в пасиві балансу – як наявна заборгованість із заробітної плати. На нашу думку, кадровий капітал є більшою мірою активом підприємства і повинен відображатись у складі його майнового комплексу. Це можна реалізувати в рамках контрактної системи оплати праці, коли в момент підписання контракту вартість людського капіталу відобразиться в активі балансу компанії. Загалом основою його оцінки пропонуємо додану вартість, яка створюється в процесі використання зазначеного капіталу.

У рамках вартісного підходу до управління бізнесом важливу роль відіграє управління ключовими бізнес-процесами і бізнес-лініями. Оцінка клієнтського капіталу, або клієнтели, дає змогу проводити стратегічний аналіз сформованого портфеля замовлень. Інноваційний капітал дає можливість створити інноваційну вартість підприємства і визначити магістральний сценарій розвитку.

Отже, у рамках моделі вартісно-орієнтованого менеджменту ринкова вартість компанії буде формуватися з ринкової вартості бізнес-процесів, інтелектуального капіталу та інвестиційної вартості проектів і програм. Зазначена методологія дає змогу на якісно новому рівні оцінити ринкову або іншу вартість підприємства (бізнесу) з ме-

тою формулювання і реалізації ефективної економічної стратегії розвитку.

Сучасна теорія управління інтелектуальним капіталом налічує щонайменше кілька десятків найвідоміших методів його оцінювання, проте жоден з них не є універсальним, особливо у вітчизняних умовах господарювання. Крім того, основну методичну проблему досі становить оцінювання саме вартості інтелектуального капіталу (активів, ресурсів, потенціалу) як важливої складової загальної вартості компанії.

Зазвичай для оцінки інтелектуального капіталу компанії використовують один із методичних підходів: витратний (наприклад, розрахунок суми витрат, понесених на створення об'єкта інтелектуальної власності); дохідний – розраховується прогнозований дохід, який підприємство може отримати, використовуючи зазначену складову інтелектуального капіталу; ринковий (порівняльний) – оцінюється складова інтелектуального капіталу на основі порівняння минулих угод щодо передання прав на аналогічні об'єкти.

У спеціальній вітчизняній та іноземній літературі описані технології визначення вартості інтелектуального капіталу з використанням методу капіталізованої вартості, який ґрунтується на стандартних процедурах оцінювання капіталізації. Цей метод застосовують у випадках, коли потрібно оцінити сумарну вартість інтелектуального капіталу, а окремих його об'єктів у звітності не представлено. Вартість інтелектуального капіталу в цьому разі дорівнює різниці між ринковою вартістю компанії, визначеною за методом капіталізованої вартості, та балансовою вартістю активів. Деякі фахівці називають ще бухгалтерський метод оцінювання інтелектуального капіталу. Йдеться про стандарти, методи і процедури оцінки, визначені національними стандартами бухгалтерського обліку країни.

Проте дедалі частіше можна почути думку, що ринкову вартість компанії з ура-

хуванням інтелектуального капіталу взагалі неможливо визначити за стандартними процедурами, оскільки для кожної компанії вона завжди унікальна. Навіть якби вдалося знайти дві компанії з ідентичними об'єктами інтелектуальної власності, усе одно вартість їхнього інтелектуального капіталу буде різною, оскільки це залежить від країни походження і реалізації капіталу, результативності його використання, рівня захищеності прав на об'єкти та багатьох інших чинників.

Зазначені обставини зумовлюють проведення наукових розвідок щодо оцінювання ринкової вартості інтелектуального капіталу як складової загальної вартості з використанням новітніх підходів. Іноземні джерела пропонують низку авторських методів і моделей оцінки інтелектуального капіталу. Зазначимо, що вони базуються на різних підходах щодо побудови систем управління інтелектуального капіталу, які зазвичай передбачають ідентифікацію інтелектуального капіталу, його вартісне вимірювання, загальні принципи управління, прогнозування розвитку та звітування. Розглянемо детальніше найвідоміші з них.

Збалансована система показників (Balanced Scorecard, BSC) розроблена на початку 1990 рр. американськими дослідниками Р. Капланом (R. Kaplan) та Д. Нортоном (D. Norton) [9]. Зазначена методика ґрунтується на засадах панівної на початку ХХ ст. теорії зацікавлених осіб. Прототипами системи Р. Каплана та Д. Нортона є концепції вчених пострадянських країн (зокрема, пошук інтегрованої системи показників як дієвого інструменту управління свого часу здійснювали М.І. Баканов, М.В. Мельник, А.Д. Шеремет та інші) і французьких науковців І. Чіапелло (E. Chiapello) та М. Лебас (M. Lebas) у частині формування панелі ключових показників "tableaudebord" [10].

У Balanced Scorecard виокремлюють чотири блоки індикаторів: фінансові – еко-

номічна додана вартість, рентабельність інвестицій, рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, EBITDA, грошовий потік віддачі на інвестований капітал, чистий прибуток на одну акцію, показник сукупної акціонерної дохідності; клієнтські – частка “постійних” клієнтів, показник розширення клієнтської бази, виручка від наявних клієнтів, показник задоволеності клієнтів якістю наданих послуг, скарги / повернення, якість / ціна товару, якість / ціна обслуговування, співвідношення вартості підприємства і конкурентів, співвідношення фактичної ціни підприємства і конкурентів; внутрішніх бізнес-процесів – кількість інноваційних пропозицій з розрахунку на одного співробітника, відсоток реалізованих пропозицій, рентабельність інвестицій, кількість отриманих патентів, премій у сфері інновації продуктів і послуг, зростання рівня компетентності співробітників, продуктивність, тривалість циклу, індекс безпеки; навчання і розвитку – плинність кадрів, рівень компетентності та кваліфікації персоналу, показник задоволення персоналу підприємства, підвищення мотивації персоналу, формування інноваційної культури. Таким чином, Balanced Scorecard сприяє підвищенню ймовірності реалізації визначеної стратегії й адекватному оцінюванню ринкової вартості підприємства.

Перевагами зазначеної системи є те, що вона дає змогу управлінцям і фінансовим менеджерам збалансувати короткострокові та довгострокові цілі, зовнішні та внутрішні аспекти діяльності, оцінити вартісну характеристику потенціалу компанії та капіталізаційну ефективність її функціонування за допомогою фінансових і нефінансових індикаторів. Аналізуючи недоліки Balanced Scorecard, можна виокремити найпріоритетніші з них: складність добору ключових індикаторів за відповідними перспективами і встановлення кореляційного зв'язку між

ними та стратегічною метою діяльності зокрема, яка, за умови вартісноорієнтованого підходу до управління, полягає в максимізації вартості підприємства та забезпеченні її приросту в довгостроковій перспективі.

Враховуючи недоліки, притаманні Balanced Scorecard, деякі науковці для їх усунення пропонують власні інструменти управління та підходи до оцінювання ефективності діяльності бізнес-одиниці. При цьому більшість із них базується на збалансованій системі показників, запропонованій Р. Капланом та Д. Нортеном, або ж на прототипній системі tableaubord, яка популярна серед французьких підприємств. Альтернативними BSC підходами до оцінювання результатів діяльності компаній є такі: tableaubord, OVAR (Objectifs-Variables d'Action-Responsables) (Д. Мішель (D. Michel), М. Фіол (M. Fiol), Х. Джордан (H. Jordan)); система показників відповідальності (Accountability Scorecard / Stakeholder Scorecard) (Ф. Нікольс (F. Nickols)); система систематичних показників (Systemic Scorecard) (С. Воелпел (C. Voelpel), М. Лейболд (M. Leibold), Р. Екхофф (R. Eckhoff), Т. Давенпорт (T. Davenport)); динамічна система збалансованих показників (Dynamic Balanced Scorecard) (Ф. Рідзек (F. Ridzak)).

У 1991 р. шведська страхова компанія “Skandia” запропонувала нову бізнес-стратегію в рамках “бізнес-логіки інтелектуального капіталу” [11]. Одним із результатів цих розробок є модель управління “SkandiaNavigator”, яка дає змогу здійснити оцінювання інтелектуального капіталу з точки зору “створення вартості” і при цьому виявити інформацію про будь-які “приховані цінності”, що, можливо, не були виявлені [12]. Модель “Skandia Navigator” формується на основі 30 основних індикаторів. Крім фінансових показників, автори пропонують розраховувати індикатори клієнтської складової (кількість рахунків, бро-

керів (Scandia) і втрачених клієнтів), складової процесів (кількість рахунків на одного співробітника й адміністративні витрати), людського напряму (плинність кадрів; частка менеджерів; частка жінок-менеджерів і витрати на одного працівника), складової розвитку / відновлення (ступінь задоволеності співробітників; маркетингові витрати на клієнта тощо).

Методика “другого покоління” – IC-індекс [13] спрямована на побудову загальної картини створення вартості компанії. Вона покликана об’єднати низку різних індикаторів в один індекс, пов’язати зміни в інтелектуальному капіталі зі змінами на фінансовому ринку. Цей підхід поєднує стратегію, нефінансові характеристики, фінанси і додану вартість. Характерні риси IC-index: індиосинкратичні виміри, фокусування на моніторингу динаміки інтелектуального капіталу, загальний огляд компанії, відмінний від аналізу фізичних активів. IC-index дає змогу менеджерам зрозуміти вплив конкурентної стратегії на інтелектуальний капітал компанії й порівняти дві альтернативи, щоб зрозуміти, яка більш придатна з погляду інтелектуального капіталу. IC-index обмежує інтелектуальний капітал лише тими нематеріальними ресурсами, які контролює сама компанія.

Табло (проект) ланцюжка вартості [14] концентрується на здатності компанії до інновацій. У зазначеній моделі вирізняють 9 груп показників: внутрішня здатність до відновлення (дослідження, розвиток персоналу, організаційні процеси); нагромаджені, придбані здатності (закуплені технології, інвестиційна діяльність); ділова мережа (альянси, спільні підприємства, інтеграція клієнтів і постачальників); інтелектуальна власність, технологічна реалізованість інновацій (клінічні тести, дозволи, прототипи); діяльність у мережі Інтернет (трафік на сайт, замовлення он-лайн, альянси в

Інтернеті); клієнти (маркетингові альянси, вартість бренда, цінність клієнтів, вплив клієнтів); ефективність (збут, прибуток, частка ринку, частка нових продуктів, продаж ліцензій); перспективи зростання (строки виведення нових продуктів на ринок, передбачуване зростання результатів, заплановані ініціативи тощо).

Метод VAIC (Value-Added Intellectual Coefficient) – коефіцієнт інтелектуальної доданої вартості [15], за допомогою якого досліджується взаємозв’язок між інтелектуальним капіталом і темпами зростання виручки компанії. Зазначена технологія охоплює змінні капітального бюджетування, фінансового планування, постановки цілей, виміру діяльності, взаємодії з акціонерами, матеріального стимулювання. Метод VAIC ґрунтується на таких індикаторах оцінювання ефективності використання інтелектуального капіталу, як ефективність зайнятості капіталу, ефективність людського капіталу та ефективність структурного капіталу. Основним недоліком згаданого методу вважаємо його складність – він налічує 164 характеристики. За цих умов дослідник формує інтелектуальний капітал на основі людського та структурного, залишаючи без уваги інші складники; існують слабкі емпіричні докази взаємозв’язку ефективності інтелектуального капіталу з фінансовими результатами. Позитивним моментом методу VAIC є оцінювання не обсягу капіталу, а ефективності його використання, що дає змогу порівнювати між собою підприємства, які значно різняться за розмірами.

Концепція RAVE [16] базується на принципах збалансованої системи показників і дає кількісну оцінку, що спрощує аналіз, а також дає змогу визначити, який саме чинник вносить найбільший вклад у створення вартості компанії. У зазначеній концепції автори виокремили чотири основні напрями: людський капітал, фінансовий капітал, постачальники та клієнти. Кожен з них при-

носить певну вартість компанії – економічну додану вартість (EVA). Головною метою концепції є створення інтегрованої системи контролю, яка використовує принципи концепції EVA, однак при цьому управляє не лише інвестованим капіталом за допомогою підходу, що має назву Economics, а й людським – за допомогою підходу, названого Workonomics™; відносинами з клієнтами – за допомогою підходу Custonomics™; і відносинами з постачальниками – за допомогою підходу Supplynomics™.

Зазначена методика дає змогу оцінити віддачу на інвестований капітал за елементами інтелектуального капіталу, що є його перевагою. Одним із ключових недоліків методу вважаємо те, що, незважаючи на твердження Страка і Вілліса про використання основ концепції економічної доданої вартості в процесі розробки показників RAVE, можна помітити: EVA аспектів Workonomics, Custonomics і Supplynomics не враховує непрямих витрат залучення капіталу. За задумом авторів, концепція може бути використана для аналізу компаній загалом або ж їх окремих підрозділів (дочірніх компаній, продуктових сегментів, споживчих сегментів).

Важливим кроком на шляху до усвідомлення логіки EVA є з'ясування змісту концепції ринкової доданої вартості (Market Value Added, MVA) [17]. Показник ринкової доданої вартості вважається практичним критерієм створення вартості і є нічим іншим, як поточною вартістю всіх очікуваних ринком майбутніх EVA, тобто різницею між ринковою вартістю компанії та інвестованим капіталом. Дискontовані грошові потоки і показник MVA ґрунтуються на низці припущень щодо розвитку підприємств і їхньої майбутньої ринкової вартості, а тому не завжди достовірні навіть для того економічного середовища, для якого вони були розроблені. Крім того, у разі використання

зазначеної методики на практиці результати розрахунку коригуються через внесення поправок на індивідуальні особливості підприємства, на ризики інвестування тощо.

В інструментарії невагомого багатства [18], запропонованому Д. Андріссеном (D. Andriessen), інтелектуальний капітал поділяється на індивідуальний та структурний і досліджується поелементно з використанням стандартних аналітичних процедур. Індикатори індивідуального капіталу: професійні навички і майстерність ключових співробітників, освіта, досвід, кількість співробітників і важливих процесів тощо. Індикатори структурного капіталу: конкурентні переваги компанії: репутація, досвід і специфічні продукти, послуги та виробничі методи.

Модель розрахунку коефіцієнта Тобіна q [19] – відношення ринкової вартості об'єкта до вартості його заміни; відповідно, вартість інтелектуального капіталу є похідним показником коефіцієнта. Якщо коефіцієнт Тобіна q більший за одиницю, то ринкова вартість компанії вища за балансову вартість, а отже, у ринковій ціні відображено деякі незареєстровані (але вимірні) активи компанії. Якщо коефіцієнт Тобіна q менший за одиницю, це означає, що ринкова вартість є меншою за сукупну балансову вартість її активів, з чого випливає, що компанія, можливо, недооцінена ринком. Високе значення коефіцієнта Тобіна q і значна частина інтелектуального капіталу відображають високу цінність вкладень у технологію і людський капітал. У такому випадку можна вести мову про відчутний прояв інтелектуального капіталу компанії. Компанії з високим значенням коефіцієнта Тобіна q володіють унікальними факторами виробництва або випускають унікальні товари, тобто для таких фірм характерна наявність монопольної ренти, що й підтвердили фахівці Carnegie Group: у 1980 р. зазначений показник у компаній Microsoft і Emerson Electric становив 8 і 2 відповідно [20, с. 42].

Звіт про інтелектуальний капітал (Intellectual Capital Accounts) [11; 13; 21] є доповненням до традиційних фінансових звітів і вагомим інструментом вартісно орієнтованого управління та демонстрації привабливості компаній для інвестицій. Зокрема, такі компанії, як Skandia, Dow Chemical і Canadian Imperial Bank of Commerce, почали подавати результати деталізованого оцінювання вартості інтелектуального капіталу в додатках до річних звітів, а також у звітах для внутрішнього користування, у яких використовують характеристики інтелектуального капіталу, що відповідають специфіці їхньої діяльності. За цих умов консультаційні компанії Booz-Allen & Hamilton, Price Waterhouse, KPMG і The Technology Broker використовують концепцію інтелектуального капіталу як засіб, що допомагає клієнтам зрозуміти приховану структуру власних нематеріальних активів, особливо тих із них, які найтісніше пов'язані з основними чинниками успіху в конкретних галузях. Як показало онлайн-опитування “Стан нефінансової звітності в Україні” [22, с. 39], нефінансову звітність на основі сучасної моделі реформування звітності GRI (“Global Reporting Initiative™”) склали лише 38 вітчизняних компаній. Відповідно, звітність, підготовлена на основі застосування стандартних підходів, є основним джерелом інформації для переважної більшості українських компаній.

Існують також оригінальні (авторські) підходи до оцінювання вартості інтелектуального капіталу, які, по суті, є похідними від оригінальних (нетрадиційних) трактувань змісту самого поняття “інтелектуальний капітал”. Серед найвідоміших можна виокремити такі: метод П. Х. Салівана, [23], підхід холістичної вартості [24], методологія інклюзивної вартості [25], система еталонного тестування інтелектуального капіталу [26].

Висновки. Підбиваючи підсумки, необхідно наголосити на тому, що чітких методик

оцінювання ефективності управління вартістю, які були б можливими до використання в різних галузях та різних країнах, досі не існує. В умовах трансформаційної економіки, яка характеризується нерозвинутістю багатьох інституцій ринку, а також практичною відсутністю можливостей значного інвестування в інтелектуальний капітал (через низку причин), основним критерієм ефективності може все ж таки слугувати зростання вартості компанії (бажано – випереджальне зростання порівняно з компаніями-аналогами).

2. На основі проведених досліджень можна дійти висновку, що суперечливість різних концептуальних підходів, нестача емпіричних досліджень стримують впровадження методик оцінювання в систему вартісно орієнтованого управління вітчизняною компанією. Сьогодні облік інтелектуального капіталу передбачає розробку такої методики, яка давала б змогу врахувати максимум аспектів оцінки, серед яких: структурні компоненти інтелектуального капіталу з особливим акцентуванням уваги на професійно-кваліфікаційних можливостях персоналу; ринкова вартість компанії; чинники зовнішнього впливу. Зазначена методика має відповідати таким критеріям: адаптивність її використання в сучасних умовах для різних галузей і різних країн; гнучкість щодо переробки / доробки окремих інструментів розрахунку; зацікавленість, з одного боку, розробників у її відповідності нормам законодавства та потребам і специфіці компанії, з іншого – тих, хто проводить поточну періодичну оцінку; стратегічна інтеграція інтелектуального капіталу з іншими компонентами аналізу вартості підприємства – інноваційною, техніко-технологічною, фінансовою, персоналіфікованою, логістичною.

3. Збалансована система показників та інші концепції виміру неосяжного капіталу компанії, які використовують методи прямого вимірювання чи ринкової капіталізації, гранич-

но відійшли від кількісних оцінок, інтегруючи у свою модель експертним чином визначені якісні характеристики нематеріальних активів компанії. Найвні методичні підходи до побудови різноформатних систем вартісного оцінювання інтелектуального капіталу лежать у площині “арифметичної вартості” найрізноманітнішої “комбінаторики” охарактеризованих, у той чи інший спосіб, його складників (бренд, людський капітал, ділова репутація, енергія торгової марки тощо). Вартісний вимір здійснюється за двома спрямуваннями – на базі агрегування неформалізованих індикаторів або витрат на їх утворення за принципами стандартизації фінансової звітності.

4. Таким чином, можна стверджувати, що для формування економічної моделі оцінювання ринкової вартості компанії з використанням інтелектуального капіталу доцільно використовувати методологічні підходи Р. Каплана та Д. Нортон, оскільки методика Balanced Scorecard є доволі популярним інструментом вартісно орієнтованого управління, рівень задоволення від використання якого, за даними консалтингової компанії “Bain&Company” [27], становить 3,83 із 5. На нашу думку, не є обов’язковим впровадження стандартної форми Balanced Scorecard, оскільки будь-яка компанія може самостійно розробити модель вимірювання результативності на основі збалансованої системи показників. Тому доцільніше зайнятися поступовою культивуванням нового підходу, пов’язаного з розвитком стратегічного бачення й управління на основі вимірювання результативності, у якому традиційна система бухгалтерського обліку буде доповнена спеціальною панеллю керування. Ця панель може бути сформована за зразком Balanced Scorecard з угрупованням показників за певними “перспективами” [28, с. 48] або без неї, як в системі tableaubord. Таким чином, для розробки власної системи вимірювання результативності бажано користуватися критерієм доцільності, а не моди. Саме

тому порівняльний аналіз Balanced Scorecard, tableaubord та інших концепцій не завадить кожному керівнику, який зважився йти шляхом глибоких організаційних трансформацій і переведення своєї компанії на рейки стратегічного управління.

Список використаних джерел

1. Campbell A. *What's wrong with strategy?* / A. Campbell, M. Alexander // *Harvard Business Review*, November – December, 1997, pp. 42–51.
2. Эдвинссон Л. *Корпоративная долгота. Навигация в экономике, основанной на знаниях* / Л. Эдвинссон. – М. : ИНФРА, 2005. – 248 с.
3. Mayo A. *The human value of the enterprise : valuing people as assets – monitoring, measuring, managing* / A. Mayo. – London : Nicholas Brealey Publishing, 2001. – 250 p.
4. Lev B. *The boundaries of financial reporting and how to extend them. Paper presented at the United States SEC Symposium on financial accounting and reporting of intangible assets*, Washington, DC : 1996, April.
5. Бриль І.В. *Формування та використання нематеріальних активів підприємств для підвищення їх капіталізації : наукова доповідь* / І.В. Бриль // *Національна академія наук України. Інститут економіки промисловості*. – К., 2015. – 71 с.
6. *Стан розвитку науки і техніки, результати наукової, науково-технічної, інноваційної діяльності, трансферу технологій за 2014 рік : аналітична довідка* / Український інститут науково-технічної і економічної інформації. – К., 2015. – 208 с.
7. *Ocean Tomo Releases 2015. Annual study of intangible asset market value [Electronic resource]*. – Access mode : <http://www.oceantomo.com/blog/2015/03-05-ocean-tomo-2015-intangible-asset-market-value/>.
8. *Річний звіт за 2014 рік Київстар [Електронний ресурс]*. – Режим доступу : <http://www.kyivstar.ua/f/1/about/about/partners/2014.pdf>.
9. Kaplan R. *The Balanced Score card measures that drive performance* / R. Kaplan,

- D. Norton. – Boston : Harvard business school press, 1992. – 610 p.
10. Chiapello E., Lebas M. *The Tableaude Bord, a French approach to management information // Working Paper.* – 2001. – P. 315–318.
11. Edvinsson L. *Skandia Navigator [Electronic resource] / L. Edvinsson.* – Access mode : <http://www.intellectualcapital.se>.
12. AL-Shubiri F. N. *The impact of value added intellectual coefficient components on financial health / F. N. AL-Shubiri // Review of international comparative management.* – 2013. – № 14. – P. 459–472.
13. Roos G. *Intellectual capital: Navigating new business landscape / G. Roos, N. Dragonetti, L. Edvinsson.* – N. Y. : New York University Press, 1997. – 209 p.
14. Lev B. *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting / B. Lev.* – Washington, DC : The Brookings Institution, 2000. – 212 p.
15. Pulic A. *VAIC – An accounting tool for IC management/A. Pulic// International journal of technology management.* – 2000. – Vol. 20, № 5–8. – P. 702–714.
16. Strack R. *RAVE : Integrated value management for customer, human, supplier sand invested capital/ R. Strack, U. Villis // European management journal.* – 2002. – Vol. 20, № 2. – P. 411–433; 148–158.
17. Stewart T. *Intellectual Capital. The New Wealth of Organizations / T. Stewart.* – London : Nocholas Brealey Publishing House, 1999. – 280 p.
18. Andriessen D. *Making sense of intellectual capital: designing a method for the valuation of intangibles/ D. Andriessen.* – N. Y. : ElsevierInc., 2004. – 412 p.
19. Tobin J. *A general equilibrium approach to monetary theory?/ J. Tobin // Journal of money credit and banking.* – 1969. – Vol. 1, № 1. – P. 15–29.
20. Stewart, T. *Brainpower? / T. Stewart // Fortune.* – 1991. – June 3. – P. 42–60.
21. Mouritsen J. *Reading an intellectual capital statement: describing and prescribing knowledge management strategies / J. Mouritsen, H. T. Larsen, M. N. Johansen // Journal of intellectual capital.* – 2002. – Vol. 3, № 1. – P. 10–29.
22. *Нефінансова звітність: інструмент соціально відповідального бізнесу.* – К. : ТОВ “Інжиніринг”, 2010. – 78 с.
23. Sullivan P. H. *Value driven intellectual capital: extrating value from innovation / P. H. Sullivan.* – N. Y. : Wiley, 1998. – 408 p.
24. Pike S. *Intellectual capital management in Spanish universities / S. Pike, A. Rylander, G. Ross// McMaster University, Hamilton, Ontario, Canada, 2001.* – 455 p.
25. M'Pherson P.K. *Accounting, empirical measurement and intellectual capital / P.K. M'Pherson, S. Pike // Journal of intellectual capital.* – 2001. – № 2 (3). – P. 246–260.
26. Viedma J.M. *ICBS Intellectual capital benchmarking system / J.M. Viedma // Journal of intellectual capital.* – 2001. – № 2 (2). – P. 148–164.
27. *Bain & Company Homepage [Electronic resource].* – Access mode : http://www.bain.com/management_tools/tools_balanced.asp?groupcode=2.
28. Островська Г. Й. *Запровадження системи вартісно-орієнтованого управління вертикально-інтегрованих підприємств / Г.Й. Островська // Галицький економічний вісник.* – 2007. – № 2. – С. 38–51.

References

1. Campbell, A. (1997). *What's wrong with strategy? Harvard Business Review*, 42–51.
2. Edvinsson, L. (2005). *Korporativnaya dolgota. Navigatsiya v ekonomike, osnovannoy na znaniyah [Corporate longitude. Navigation in an economics based on knowledge]. Moscow: INFRA [in Russian].*
3. Mayo, A. (2001). *Human value of the enterprise: valuing people as assets – monitoring, measuring, managing. London : Nicholas Brealey Publishing.*
4. Lev, B. (1996). *The boundaries of financial reporting and how to extend them. Paper presented at the United States SEC Symposium on financial accounting and reporting of intangible assets. Washington,DC.*
5. Bryl, I.V. (2015). *Formuvannia ta vykorystannia nematerialnykh aktyviv pidpriemstv dlia*

pidvyshchennia yikh kapitalizatsii [Formation and using of intangible assets of enterprises to increase their capitalization]. *Natsionalna akademiia nauk Ukrainy. Instytut ekonomiky promyslovosti – National academy of sciences of Ukraine. Institute of industrial economics [in Ukrainian]*.

6. Stan rozvytku nauky i tekhniki, rezultaty naukovoi, naukovo-tekhnichnoi, innovatsiinoi diialnosti, transferu tekhnolohii za 2014 rik: analitychna dovidka [The state of science and technology development, the results of scientific and technical innovation activity, technology transfer at 2014: analytical reference] *Ukrainskyi instytut naukovo-tekhnichnoi i ekonomichnoi informatsii – Ukrainian institute of scientific, technical and economic information [in Ukrainian]*.

7. Ocean Tomo Releases 2015. Annual study of intangible asset market value. Available at: <http://www.oceantomo.com/blog/2015/03-05-intangible-asset-market-value/>.

8. Richnyi zvit za 2014 rik Kyivstar [Annual report 2014 Kyivstar]. Available at: <http://www.kyivstar.ua/f/1/about/about/partners/2014.pdf>.

9. Kaplan, R. (1992). *The Balanced Scorecard measures that drive performance*. Boston, Harvard Business School Press.

10. Chiapello, E., Lebas, M. (2001). *The Table-audé Bord, a French approach to management information, Working Paper (Revised Third Draft)*, 315-318.

11. Edvinsson, L. *Skandia Navigator*. Available at: <http://www.intellectualcapital.com>.

12. Al-Shubiri, F.N. (2013). *The impact of value added intellectual coefficient components on financial health. Review of international comparative management*, 14, 459–472.

13. Roos, G., Dragonetti, N., Edvinsson, L. (1997). *Intellectual capital: Navigating new business landscape*. N. Y.: New York University Press.

14. Lev, B. (2000). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting* Washington, DC: The Brookings Institution.

15. Pulic, A. (2000). VAIC – An accounting tool for IC management *international journal of technology management*, 5–8, 702–714.

16. Strack, R., Villis, U. (2002). RAVE : Integrated value management for customer, human, suppliers and invested capital. *European management journal*, 411–433, 148–158.

17. Stewart, T. (1999). *Intellectual capital. the new wealth of organizations*. London: Nocholas Brealey Publishing House.

18. Andriessen, D. (2004). *Making sense of intellectual capital: designing a method for the valuation of intangibles*. N. Y.: ElsevierInc.

19. Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory? *Journal of money credit and banking*, 1, 15–29.

20. Stewart, T. (1991). *Brainpower?* 42–60.

21. Mouritsen, J., Larsen, H., Johansen, M. (2002). Reading an intellectual capital statement: describing and prescribing knowledge management strategies. *Journal of Intellectual capital*, 1, 10–29.

22. Nefinansova zvitnist: instrument sotsialno vidpovidalnoho biznesu [Non-financial reporting: an instrument of socially responsible business]. Kyiv: TOV "Inzhynirynh" [in Ukrainian].

23. Sullivan, P. (1998). *Value driven intellectual capital: extrating value from innovation*. N. Y.: Wiley.

24. Pike, S., Rylander, A., Ross, G. (2001). *Intellectual capital management in Spanish universities*. McMaster University, Hamilton, Ontario, Canada.

25. M'Pherson, P., Pike, S. (2001). Accounting, empirical measurement and intellectual capital. *Journal of intellectual capital*, 2, 246–260.

26. Viedma, J. (2001). ICBS Intellectual capital benchmarking system. *Journal of intellectual capital*, 2, 148–164.

27. Bain & Company homepage. Available at: <http://www.bain.com/management>.

28. Ostrovska, H.Y. (2007). Zaprovdzhennia systemy vartisno-orientovanoho upravlinnia vertykalno-intehrovanykh pidpriemstv [Introduction of value-based management of vertically integrated companies]. *Halytskyi ekonomichnyi visnyk – Galician economic journal*, 2, 38-51 [in Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 16.01.2017.