

и экономические аспекты: Под. ред. А. Н. Тихонова. — М.: Вита-Пресс, 1998. — 256 с.

11. Рочко А. В. О дифференциации в оплате труда в странах Европейского Союза // Труд за рубежом. — 1995. — № 2. — С. 88—94.

12. Майер Дж. М., Раух Дж. Е., Філіпенко А. Основні проблеми економіки розвитку: Перекл. з англ. — К.: Либідь, 2003. — 684 с.

13. Людський розвиток в Україні: 2004 рік. Щорічна науково-аналітична доповідь / Ред. Е. М. Лібанова. — К.: Держкомстат України, 2004. — 264 с.

Стаття надійшла до редакції 03.12.2007

УДК: 368.01

С. О. Коротенко, голова правління

ЗАТ СК «Інтертрансполіс»

**НЕМАТЕРІАЛЬНІ АКТИВИ
ЯК ЧИННИК ВПЛИВУ НА ОЦІНКУ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ
СТРАХОВОЇ КОМПАНІЇ**

В статті розглянуті теоретичні та практичні аспекти ринкової оцінки вартості компанії на засадах маркетингу.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: капіталізація, капіталовіддача, системний ефект підприємств, гудвіл, споживча вартість.

Останнім часом все більше страхових компаній України стає об'єктом купівлі-продажу. В основі рішень інвесторів щодо купівлі компанії лежить її ринкова вартість. Таким чином, оцінка ринкової вартості компанії стає серйозною проблемою, яка ще потребує свого теоретичного і практичного вирішення. Проблема ускладнюється тим, що акції більшості українських страхових компаній не обертаються на вільному фондовому ринку. Важко розробити успішну стратегію і правильно виміряти результати роботи компанії, коли ринкового курсу акцій не існує, коли неможливо оцінити капіталізацію страхової компанії. Як зазначає проф. Гаманкова О. О. у своїй статті «Сучасні тенденції капіталізації на ринку страхових послуг України», «... подальший розвиток ринку страхових послуг буде супроводжуватися його неодмінною капіталізацією при переважаючих темпах росту залученого капіталу у вигляді страхових резервів. Капіталіза-

тором капіталізації будуть слугувати об'єктивні процеси глобалізаційних проявів, які наразі є вже достатньо відчутними в нашій країні».

В науці є кілька поглядів на капіталізацію. Нижче представлені лише деякі з них, але вони розкривають суть даного поняття найбільш широко і повно.

В сучасні економіці під капіталізацією (англ. capitalisation) розуміють термін, що має кілька значень:

- перетворення частини прибутку або всього прибутку на додатковий капітал, додаткові чинники виробництва (засоби праці, предмети праці, робочу силу і т.д.);

- оцінка вартості фірми на базі її основного і оборотного капіталу;

- оцінка вартості фірми на основі ринкової вартості її акцій і облігацій;

- визначення вартості фірми на базі щорічного отримуваного прибутку.

Оцінка вартості підприємства, земельної ділянки, цінних паперів іншого майна за допомогою розрахунку приведеної суми очікуваних доходів, узятій за весь період його передбачуваного використання, формують поняття «капіталізація».

Іншими словами, капіталізація окремої компанії — це ціна, яку ринок готовий заплатити за компанію.

Зазвичай вважають, що капіталізація (як ринкове поняття, пов'язане із зміною вартості активів, з рухом капіталів) завжди виражається в грошовій формі. Тобто капіталізація підприємства — це своєрідна «валюта балансу». Рівень підвищення капіталізації компанії під час продажу часто залежить саме від того, наскільки грамотно проведена реструктуризація: чи правильно поставлені цілі, чи враховані ризики, що виникають, чи правильно вибраний варіант об'єднання. Грамотна реструктуризація приводить до значного збільшення вартості компанії. В умовах нинішньої економіки розроблення і проведення структурних змін у компанії може істотно поліпшити її становище на ринку і підвищити її капіталізацію. Перш за все це пов'язано з тим, що багато українських бізнес-структур ще не впорядковано, надмірно диверсифіковано, а це викликає в інвесторів недовіру. Бізнес-портфелі компаній недооцінені, і в результаті вдалої реструктуризації їх вартість значно зростає. Купівля нових активів і їх подальша інтеграція створюють цілий комплекс чинників, здатних збільшити не тільки інтерес інвесторів, але й капіталізацію компанії.

За великим рахунком, існує всього два шляхи збільшення капіталізації компанії: або продемонструвати наявність хороших матеріальних активів, або привернути інвестора активами нематеріальними. Але привернути інвесторів своїми матеріальними активами більшості вітчизняним страховим компаніям непросто. Що ж до нематеріальних активів, то їх значущість для оцінки капіталізації важко переоцінити. Для найбільших 500 світових компаній співвідношення ринкової і балансової вартості — 8:1, тобто приблизно 12 % від вартості складають матеріальні активи, решта припадає на нематеріальні активи. Але які саме нематеріальні активи важливі для інвесторів? Відповідь на це питання можна знайти в оцінці компаній на базі обліку її нематеріальних активів. Цей підхід ліг в основу аналітичної моделі, спільно розробленої на початку 70-х років минулого сторіччя корпорацією «Дженерал Електрик» і консалтинговою фірмою «Маккензі і Ко», що отримала пізніше назву «Модель Дже/Маккензі». У центрі моделі Маккензі знаходиться майбутній прибуток або майбутня віддача капіталовкладень, які можуть бути отримані інвесторами. Іншими словами, основний акцент роблять на аналізі впливу на прибуток додаткових інвестицій конкретному виду бізнесу за короткий період. Для того, щоб окремий вид бізнесу міг розраховувати на хороші інвестиції в майбутньому, розглядаються не тільки поточні обсяги продажу, прибуток і капіталовіддача (тобто тільки кількісні параметри), але й інші чинники, такі, наприклад, як зміна частки компанії на ринку, вживані компанією технології, лояльність персоналу, рівень конкуренції, суспільні потреби (тобто параметри, які важко виражаються кількісно, тому віднесені авторами моделі до розгляду нематеріальних активів).

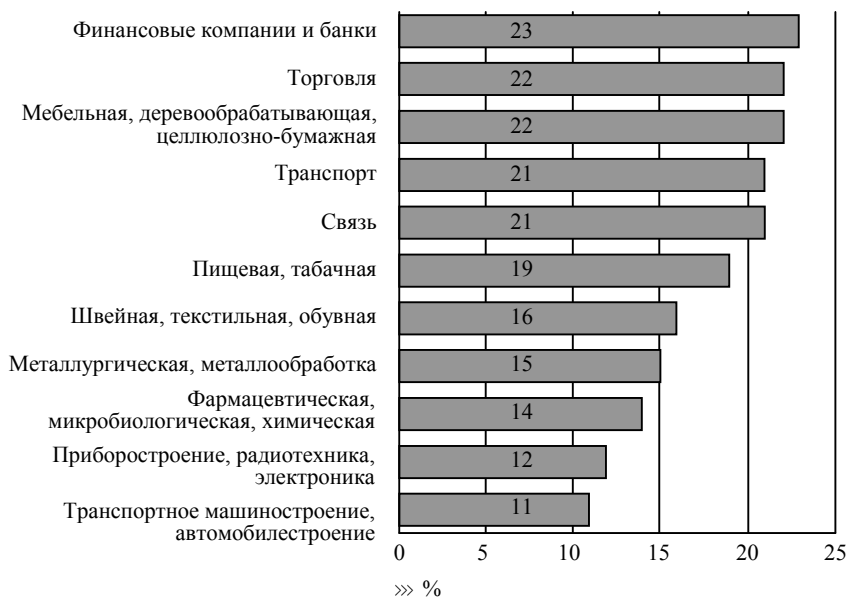
Даний підхід стосується оцінки чинників, що впливають на капіталізацію компанії, отримав своє сучасне підтвердження в результатах опитування, проведеного центром досліджень Російської асоціації маркетингу (рис. 1).

Серед інших чинників, як видно з рис. 1, опитані опитані дали високу оцінку конкурентоспроможності продукції (послуг), кваліфікації персоналу і досвідченості керівників, розвиненій збутовій мережі, наявності ефективних маркетингових стратегій, відвертості компанії. Ці чинники особливо важливі в оцінці компаній, що працюють у страховому бізнесі. Конкурентоспроможність, природно, отримала найвищу оцінку. Проте цей чинник сам є функцією від інвестицій, і багато компаній не можуть «пред'явити» його відразу ж.



Рис. 1. Фактори, які впливають на капіталізацію компаній

Досвідченість керівників — функція часу і інтелектуальних якостей конкретних людей і теж не піддається швидкій корекції. Інформаційна відвертість — один з вирішальних чинників, особливо в страхування, у зв'язку з цим особливої ваги набуває рейтинг компанії, що привласнюється міжнародними рейтинговими агентствами. Рейтинг корпоративного управління також впливає на сприйняття компанії зацікавленими сторонами: інвесторами і кредиторами. Це — теж своєрідний нематеріальний актив. Дуже високо респонденти оцінили наявність маркетингової стратегії: навіть вище, ніж інформаційну відвертість (бали, відповідно — 7,1 і 6,4). Причому такий стан речей представляється абсолютно нормальним, оскільки маркетингова стратегія є базою для розрахунку і прогнозу cash-flow. На пряме питання, якою мірою наявність маркетингової стратегії може підвищити капіталізацію компанії, були отримані дуже показові відповіді. На думку експертів, наявність у компанії маркетингової стратегії піднімає її капіталізацію в середньому на 18 %, а для страхових компаній цей показник складає порядку 23 % (мал. 2).



Источник: центр исследований РАМ, 2002 г.

Рис. 2. Наскільки зросте капіталізація компанії завдяки наявності у неї чіткої маркетингової стратегії

Характеризуючи маркетингову стратегію, потенційні інвестори при проведенню опитуванні відповіли наступне. Маркетингова стратегія повинна починатися з грамотного визначення цільових ринків — за їх ємкістю, прибутковістю і відповідністю компетенції компанії (мал. 3). Далі компанія повинна чітко знати, які відчутні переваги того або іншого продукту або послуги, які вона пропонує клієнтам. Нарешті, компанії повинні піклуватися про лояльність покупців. Тобто необхідна продумана система заходів, що примушує покупця повертатися до продавця знов і знов, оскільки відомо, що витрати на залучення нових покупців у рази більше витрат на утримання вже існуючих. Маркетингова стратегія повинна бути продумана на три найближчі роки (тут західні контрагенти проявили лояльність до вітчизняного бізнесу і розуміння того, що більш довгострокове планування в сьогоднішніх умовах просто неможливе).

Деякі з перерахованих «Нематеріальних факторів впливу» на ринкову вартість компанії можуть мати вартісну оцінку. Інші — ні. Якщо у момент придбання компанії надійно оцінити вказані вище нематеріальні активи неможливо, то їх включають в «гуд-

віл». За визначенням стандарту В8У-I, прийнятого в 1988 році і доповненого в 1991 році, досвіду американського Суспільства оцінювачів (АЗА), що став концентрацією, термін «гудвіл» визначається як «добре ім'я» фірми — нематеріальні активи компанії, які складаються з престижу підприємства, його ділової репутації, взаємовідносин з клієнтурою, місцезнаходженням, номенклатури вироблюваної продукції (послуг) і ін. Ці чинники окремо не виділяються і/або не оцінюються в звітності підприємства, але служать реальним джерелом прибутку.

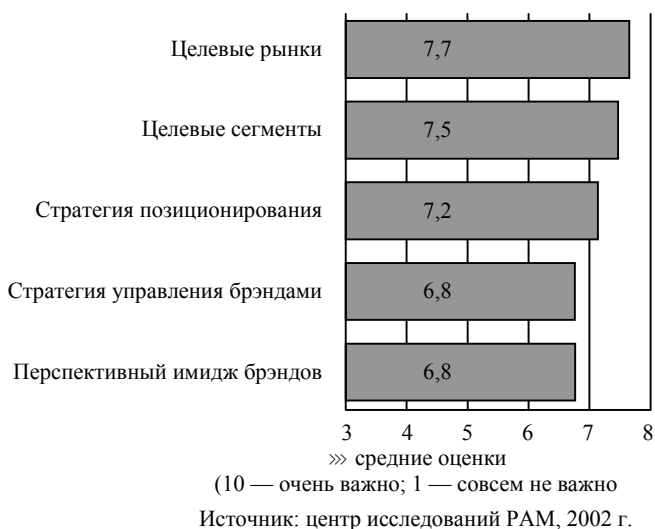


Рис. 3. Важливість елементів маркетингової стратегії з точки зору іноземних інвесторів

Гудвіл виражається в різниці між оцінкою компанії фондовою біржею (або ринком продажів бізнесу у використанні) і сумою її активів, відображених в балансі. Якщо припустити, що сума активів, відображених у балансі, має реальну ринкову вартість, то гудвіл — це певний невідчутний прошарок між ринковою вартістю матеріальних активів у випадку реалізації їх за частинами і реальною вартістю готового бізнесу.

Вартість підприємства, що діє, є неринковим видом вартості. Відповідно до принципу міжнародних оцінних стандартів, поняття «Вартість підприємства, що діє», виражає вартість конкретного бізнесу, що склався, і функціонуючого, і виводиться шляхом капіталізації його прибутку.

Споживча вартість власності може співпасти з ринковою вартістю лише випадковим чином. Споживча вартість буде вище ринкової, якщо бізнес, що діє, володіє особливими правами на виробництво, має монополію на виробництво певних товарів і послуг, ноу-хау, зміг задіяти виробничу базу для отримання прибутку вигіднішим чином, ніж типови й виробник аналогічних товарів і послуг. Наприклад, у стандартах оцінки, розроблених у Казахстані за аналогією зі стандартами оцінки нерухомості, для оцінки підприємств пропонується використовувати три методи оцінки: прибутковий, витратний і метод порівняльних продажів. У результаті проведеної оцінки утворюється три вартості бізнесу, причому деколи вони різночисно відрізняються один від одного. І оцінювач повинен шляхом застосування коефіцієнтів вивести якусь зважену оцінну вартість, керуючись своїм досвідом і обґрунтовувавши її.

Перші два методи не завжди відображають особливості бізнесу підприємства. Тому введено поняття гудвілу — передбачається, що якийсь нематеріальний актив генерує прибуток. У результаті виникають методики, суть яких полягає в тому, що приймається якась стандартна норма прибутку на величину матеріальних активів і порівнюється з фактичною нормою прибутку, якщо очікуваний прибуток менше фактичного, то ця різниця відноситься на рахунок гудвілу.

За допомогою методу порівняльних продажів можна достатньо точно визначити вартість функціонуючого бізнесу для конкретного власника, враховуючи реалії ринку, але лише за умови великої статистики продажів бізнесу. А це новий сектор ринкової економіки, дані про суму операцій, в якому найчастіше є закритою інформацією. Визначення вартості бізнесу — завдання з багатьма невідомими, і щоб отримати прийнятний результат оцінки, потрібна велика статистична вибірка за галузями бізнесу, за продажами страхових компаній. Даний метод має ще один великий недолік: визначити вартість функціонуючого бізнесу для інвестора неможливо, оскільки метод не враховує динаміку розвитку бізнесу. При такому підході гудвіл розуміється не як самостійний актив, а розглядається як додаткова вартість, яку генерують матеріальні активи бізнесу, що діє. Розуміння даного чинника як самостійного активу призводить до помилок визначення вартості готового бізнесу, а це, у свою чергу, призводить до неефективності управлінських рішень, переоцінки (недооцінки) власних резервів страхової компанії, і у результаті — до кризових ситуацій, збитків.

На думку експертів, помилки при визначенні вартості бізнесу виникають, зокрема, за рахунок вживаних методологій. Найбільш адек-

ватним тут є системний підхід. Його суть полягає в тому, що підприємство розглядається як деяка система, що діє, яка складається з елементів, управляється, проводить і має мету свого існування. В рамках такого підходу пропонується відвернутися від аналізу окремих бізнес-процесів і розглянути підприємство ззовні, як єдине ціле, тобто оцінювати системний ефект підприємства.

Системний ефект підприємства — це різниця між прибутковою вартістю бізнесу і вартістю його елементів (ліквідаційною вартістю). Цей показник відповідає поняттю гудвіл. Ця концептуальна основа разом з аналітичною роботою з виявлення взаємозв'язку бізнесу як системи з основними ціноутворюючими параметрами ринку дозволяє створити адекватну модель оцінки бізнесу на основі обліку вартості як матеріальних, так і нематеріальних активів.

Література

1. Фінансовий ринок України/Інформаційно-аналітичний бюлетень України. — № 3. — Березень 2006 р.
2. Орланюк-Малицкая Е. А. Платежеспособность страховой организации — М.: Изд. Центр СО «АНКИЛ», 1994. — 152 с.
3. Сухов В. А. Государственное регулирование финансовой устойчивости страховщиков. — М.: Издательский центр «Анкил», 1995. — 112 с.

Стаття надійшла до редакції 27.12.2007

УДК 311.21.316.422

А. В. Яценко, канд. екон. наук, здобувач
кафедри статистики,
КНЕУ імені Вадима Гетьмана

МЕТОДИ РЕГУЛЮВАННЯ ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

У статті висвітлюються теоретичні питання регулювання інноваційно-інвестиційною діяльністю. Розглядається сутність основних методів регулювання інноваційно-інвестиційної діяльності.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: інноваційно-інвестиційна діяльність, регулювання, методи.

Ефективність державного регулювання інноваційно-інвестиційною діяльністю повною мірою залежить від методів, прийо-