

И.И. Просвирина, канд. экон. наук, доц.,
Южно-Уральский госуниверситет, Челябинск

ОЦЕНКА БИЗНЕСА: ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД НА ОСНОВЕ ПОЛНОЙ СТОИМОСТИ НЕОСЯЗАЕМЫХ АКТИВОВ

В статье исследуются особенности неосязаемых активов, оценка которых признана одной из наиболее актуальных проблем управления финансами. Ослабление неоклассических подходов к понятию актива позволяет предложить модели оценки неосязаемых активов и модифицировать традиционный затратный метод оценки бизнеса, основанный на величине чистых активов. Расчеты проведены по данным западных компаний, имеющих рыночную капитализацию.

Основная цель деятельности любой фирмы – приращение стоимости бизнеса. В результате роста этой стоимости возрастает благосостояние и собственников, и менеджеров. Современные тенденции развития бизнеса, особенно крупного, показали, что основой роста все в большей степени становятся новые знания, воплощающиеся в изобретениях, информации, программных продуктах, структурах управления, методах продаж и т.д. Однако методы оценки бизнеса построены на традиционных подходах: доходном, затратном, рыночном, – которые стоимость неосязаемых активов учитывают либо косвенно, в общей сумме (доходный и рыночный подходы), либо не учитывают вообще (затратный подход). В результате существует большой разрыв между оценками, полученными затратным методом, с одной стороны, и доходным и рыночным, с другой. Традиционный доходный подход к оценке основан, как правило, на выделении части прибыли, созданной разными видами ресурсов; путем ее дисконтирования или капитализации получается стоимость актива. В то же время известно, что «ни один из видов активов, каким бы выдающимся он ни был, сам по себе не может создавать поток доходов. Это не дано ни взятым по отдельности современнейшим технологическим линиям, ни дистрибьюторским сетям, ни передовым системам управления производством, ни оригинальнейшим объектам интеллектуальной собственности. Только образовав единый органичный комплекс, они могут привести к движению товарных ценностей, и соответственно, к встречному движению финансовых средств...» [1, с. 61–63]. Поэтому рост прибыли происходит как следствие изменения всех: и материальных, и неосязаемых активов. В частности, Р. Холл (Hall) по этому поводу пишет, что «фирмы создают производительный капитал с помощью комбинации сооружений, оборудования, новых идей и организации» [2, с. 73].

Из сказанного следует, что затратный метод оценки бизнеса нуждается в изменении с тем, чтобы в нем учитывалась стоимость не только материальных, но и неосязаемых активов. Такой метод уже не будет оценкой бизнеса при ликвидации; это будет оценка действующего бизнеса в использовании. На наш взгляд, такой подход соответствует состоянию сегодняшнего уровня теории и практики использования неосязаемых факторов в создании новой стоимости.

Особенностью неосязаемых активов является то, что, в отличие от материальных оборотных активов (например, запасов сырья, незавершенной и готовой продукции), они не потребляются в процессе создания продукта (услуги), а накапливаются. Так происходит с опытом, квалификацией, знаниями в целом, внутрифирменной организацией управления, базами данных и т.д. Таким образом, возникает противоречие с традиционной системой бухгалтерского учета, поскольку списание активов в расходы означает потребление этих активов. А как быть, если актив списывается в расходы, но при этом одновременно сохраняется у компании? Очевидно, между долгосрочным характером неосязаемых активов и способом их отражения в балансе как оборотных активов, по определению потребляемых в течение одного операционного цикла (оборота), существует противоречие. Это происходит в связи с особенностью финансирования неосязаемых активов: в отличие от основных средств, они могут финансироваться только на один операционный цикл. Это, в свою очередь, происходит в связи с особенностью экономического поведения неосязаемых активов: оплата за использование соответствующих ресурсов может быть (и, как правило, производится) после их использования, а не до начала, как в случае с внеоборотными материальными активами. Так, квалификацию и знания не нужно оплачивать вперед на несколько лет, хотя работник может работать в компании очень продолжительное время. Аналогично не требуется оплата вперед всех расходов, связанных с созданием структур управления, баз данных, товарного знака и т.д.

Причиной такой ситуации является специфичность выполняемой работы или оказываемой услуги: работа или услуга не может быть произведена заранее и продана в виде готового результата, поскольку выполняется только для данной компании, по ее индивидуальному заказу и с учетом ее специфики. Исключением является продажа результатов интеллектуальной деятельности в виде готовых патентов и лицензий. В остальных случаях приобрести готовые неосязаемые активы невозможно, их необходимо создавать для конкретной компании и конкретных целей. Таким образом, результат труда или услуги (часто это промежуточный результат) вначале создается для компании, потом оплачивается.

Эта особенность неосязаемых активов используется инвесторами: инвестирование происходит в сумме, учитывающей возможность финансирования неосязаемых активов на период, не превышающий один операционный цикл. Никакой инвестор не будет вкладывать в бизнес больше средств, чем необходимо для обеспечения его деятельности. Таким образом, на этапе создания бизнеса неосязаемые активы с точки зрения их финансирования рассматриваются как оборотные активы. В процессе их накопления (поскольку, как мы указали, неосязаемые активы не потребляются, в отличие от материальных оборотных активов) начинает проявляться указанное нами противоречие: по характеру финансирования неосязаемые активы продолжают отражаться в балансе как оборотные, но по своей экономической природе являются долгосрочными (внеоборотными).

Таким образом, задача заключается в оценке полной стоимости неосязаемых активов, отличающейся от их балансовой оценки. С этой целью нами использованы применяющиеся в оценочной деятельности модели оценки интеллектуальной собственности. Неосязаемые активы могут рассматриваться как долгосрочное (или бессрочное при бессрочном трудовом контракте) неисключительное право компании использовать труд работников для производства продукции. За это компания регулярно перечисляет собственникам интеллектуальных ресурсов платежи. Эта ситуация полностью аналогична приобретению неисключительной лицензии с выплатой лицензиару паушальных платежей в течение срока действия соглашения. Отличие состоит лишь в том, что на интеллектуальные активы, принадлежащие людям, не оформлены юридические документы, удостоверяющие эти права. Однако это и невозможно, поскольку авторские права оформляются только на результаты интеллектуальной деятельности, а в данном случае речь идет о потенциальных возможностях работников, которые будут использованы компанией для создания этих результатов. Как уже указывалось, эти результаты соответствуют специфическим требованиям компании и не могут быть выполнены заранее. Оплата происходит постепенно, по мере создания конкретных активов: баз данных, структур управления, каналов продвижения товаров и др.

Полученную оценку нельзя будет считать самостоятельной рыночной стоимостью неосязаемых активов, поскольку по этой цене можно эти активы только приобрести, но не продать. В то же время приобретенные лицензии также чаще всего не подлежат продаже, но считаются полноценным активом.

Из вышесказанного следует, что для оценки неосязаемых активов можно использовать формулу определения цены лицензии как суммы дисконтированных ежегодных паушальных платежей [3]. При этом паушальный платеж рассматривается как сумма инвестиций (затрат) лицензиата на создание своих неосязаемых активов (интеллектуального капитала). При записи формулы мы исходили из общепринятого деления интеллектуального капитала на три основных элемента: структурный капитал (внутрифирменные структуры, базы данных, информационные технологии и др.), инновационный капитал, клиентский капитал. Формула позволяет оценить стоимость неосязаемых активов как той части интеллектуального капитала, которая реализовалась в конкретные активы и не может быть утрачена в связи с увольнением сотрудников; в связи с этим компания имеет возможность контролировать эти активы. Итак, в момент времени t стоимость неосязаемых активов (IA_t) может быть рассчитана следующим образом:

$$IA_t = \sum_{i=1}^T \frac{SA_i}{(1+k)^i} + \sum_{j=1}^P \frac{DA_j}{(1+l)^j} + \sum_{g=1}^U \frac{CA_g}{(1+m)^g}, \quad (1)$$

где SA_i – инвестиции (издержки) в создание и развитие внутрифирменных структур в году i ;

DA_j – инвестиции (издержки) в создание инновационных активов (НИОКР, или R&D) в году j ;

CA_g – инвестиции (издержки) в создание клиентских активов в году g ;

k, l, m , – ставки дисконтирования для инвестиций (издержек) в структурные, инновационные и клиентские активы; оцениваются в зависимости от риска инвестиций;

T, P, U – периоды прогнозирования, зависящие от срока жизни соответствующих активов, лет.

Для оценки всех или одной из составных частей неосязаемых активов организации возможно также применение формулы капитализации Гордона (формула (2)). Это целесообразно тогда, когда суммы инвестиций в каждый из элементов неосязаемых активов незначительно изменяются в течение прогнозного периода или изменяются с постоянным темпом роста (сокращения).

$$IA_{ot} = \frac{OC_t}{f - r}, \quad (2)$$

где IA_{ot} – стоимость неосязаемых активов компании (структурные, инновационные и клиентские активы) на конец года t ;

OC_t – общая сумма инвестиций в неосязаемые активы в году t ;

f – ставка капитализации для инвестиций в организацию;

r – среднегодовой предполагаемый темп роста издержек в организацию.

Таким образом, рыночной стоимостью неосязаемых активов является текущая стоимость будущих доходов владельцев знаний и квалификации: персонала, менеджмента и сотрудников других фирм. Объектом прав являются знания, квалификация, профессиональные навыки и опыт в области организации деятельности внутри компании (внутрифирменная организация включает структурные, инновационные и клиентские активы).

Получение таких оценок инвесторами позволит более строго обосновать риск инвестиций в данную компанию. Отдельные доказательства существенности этой информации для инвесторов уже имеются. Так, полученные Дж. Розеттом (J. Rosett) результаты свидетельствуют о положительной корреляции оценки человеческого капитала, основанной на текущей стоимости ожидаемых расходов на компенсации служащим, с бета-коэффициентом компании [4, с. 87].

Оценка неосязаемых активов, полученная на основании расчетов по приведенной формуле, присоединяется к стоимости материальных активов компании, отраженной в ее балансе. Стоимостью бизнеса, рассчитанной затратным методом, считается стоимость ее собственного капитала, то есть активов, свободных от обязательств. Для получения величины собственного капитала с учетом рассчитанной стоимости неосязаемых активов необходимо из полной стоимости активов вычесть сумму обязательств компании перед третьими лицами.

Апробация модели проведена нами на примере западных компаний, имеющих рыночную капитализацию. Последняя необходима для сопоставления с полученными по предлагаемой модели оценками. Данные расчетов приведены в табл. 1 и 2. Расчеты приведены для двух групп компаний: 10 из ежегодного списка пятисот крупнейших компаний мира (из числа первых 200) и 10 – из

Таблица 1

Сравнение рыночной капитализации крупнейших компаний с величиной собственного капитала, рассчитанного с учетом полной оценки неосязаемых активов компаний (по состоянию на 31.12.2004 г.)

№ п/п	Показатели	Coca-Cola Co., млн. долл.	Nestle SA, млн. швейц. фр.	PepsiCo Inc., млн. долл.	Nokia Corp., млн. евро	Texas Instruments Inc., млн. долл.	Motorola Inc., млн. долл.	Dow Chemical Co, млн. долл.	Mc'Donald's Corp., млн. долл.	Boston Scientific Corp., млн. долл.	BASF AG, млн. евро
1	Рыночная капитализация	122800,0	130741,0	93070,0	54267,0	46289,0	45877,0	38132,0	34837,0	33500,0	29421,0
2	Выручка	21962,0	86769,0	29261,0	29267,0	12580,0	31323,0	40161,0	19065,0	5624,0	37536,0
3	Себестоимость	7638,0	36146,0	13406,0	18133,0	6954,0	20826,0	34244,0	12100,0	1292,0	25638,0
4	Расходы на исследования и разработки	8146,0	1413,0	10299,0	3733,0	1978,0	3060,0	1022,0	1960,0	569,0	1173,0
5	Коммерческие и управленческие расходы		31195,0		2975,0	1441,0	4209,0	1436,0		1742,0	5239,0
6	Чистая прибыль	4847,0	6717,0	4212,0	3207,0	1861,0	1532,0	2797,0	2279,0	1062,0	1883,0
7	Оборотные активы, в том числе:	12094,0	35285,0	8639,0	19508,0	10190,0	21082,0	15890,0	2858,0	3289,0	14838,0
8	неосязаемые оборотные активы	3531,0	8927,0	2615,4	2964,5	1300,0	2727,5	2230,9	790,4	914,1	2292,1
9	прочие оборотные активы	8563,0	26358,0	6023,6	16543,5	8890,0	18354,5	13659,1	2067,6	2374,9	12545,9
10	Внеоборотные активы, в том числе:	19233,0	51809,0	19348,0	3161,0	6109,0	9807,0	29965,0	24980,0	4881,0	19078,0
11	нематериальные активы и гудвилл	3836,0	25882,0	5440,0	1743,0	1119,0	1495,0	3687,0	2938,0	3340,0	3338,0
12	прочие внеоборотные активы	15397,0	25927,0	13908,0	1418,0	4990,0	8312,0	26278,0	22042,0	1541,0	15740,0
13	Общая сумма активов	31327,0	87094,0	27987,0	22669,0	16299,0	30889,0	45855,0	27838,0	8170,0	33916,0
14	Обязательства	15392,0	47875,0	14415,0	8431,0	3236,0	17558,0	33576,0	13636,0	4145,0	18151,0
15	Собственный капитал	15935,0	39219,0	13572,0	14238,0	13063,0	13331,0	12279,0	14202,0	4025,0	15765,0
16	Полная оценка неосязаемых активов	46667,0	217387,0	68670,0	44720,0	22793,0	48393,0	16386,7	13066,7	15408,0	42746,7
17	Собственный капитал с учетом полной оценки неосязаемых активов	60806,0	247672,0	79622,0	55994,0	34556,0	59063,5	26425,8	26478,3	18518,9	56219,6
18	Коэффициент "Неосязаемые активы/ Материальные внеоборотные активы" (K1)	3,0	8,4	4,9	31,5	4,6	5,8	0,6	0,6	10,0	2,7
19	Коэффициент "Рыночная капитализация/ Собственный капитал" (K2)	7,7	3,3	6,9	3,8	3,5	3,4	3,1	2,5	8,3	1,9
20	Коэффициент "Рыночная капитализация/ Собственный капитал с учетом полной оценки неосязаемых активов" (K3)	2,0	0,5	1,2	1,0	1,3	0,8	1,4	1,3	1,8	0,5

Таблица 2

Сравнение рыночной капитализации компаний, котирующих акции на Лондонской фондовой бирже, с величиной собственного капитала, рассчитанного по полной стоимости неосязаемых активов (на 31.12.2004 г.)

№ п/п	Показатели	Microchip Technology Inc., млн. долл.	Zebra Technology Corp., млн. долл.	West Corp., млн. долл.	SGL Carbon Group, млн. евро	Steel Dynamics Inc., млн. долл.	Veeco Instruments Inc., млн. долл.	Chase Corp., млн. долл.	Core Molding Technologies Inc., млн. долл.	Frequency Electronics Inc., млн. долл.	Waters Instruments Inc., млн. долл.
1	Рыночная капитализация	4855,3	2587,6	2460,2	1138,0	892,5	270,0	55,5	51,1	42,3	5,4
2	Выручка	699,3	663,1	1217,4	926,2	2144,9	279,3	87,1	111,8	41,2	24,9
3	Себестоимость	349,3	319,9	542,0	663,4	1541,4	152,3	61,7	94,5	27,1	15,8
4	Расходы на исследования и разработки	85,4	37,1	487,5	19,2	96,6	48,9	15,9	10,7	6,6	0,7
5	Коммерческие и управленческие расходы	92,4	126,2		156,2		68,0			8,9	7,2
6	Чистая прибыль	137,3	120,6	113,2	3,8	295,3	-9,7	4,6	5,1	1,4	0,6
7	Оборотные активы, в том числе:	883,9	724,6	282,1	660,6	677,5	314,9	26,8	35,2	73,9	10,8
8	неосязаемые оборотные активы	75,5	54,5	142,7	130,3	94,5	79,6	5,9	3,4	12,7	3,4
9	прочие оборотные активы	808,4	670,1	139,4	530,3	583,0	235,3	20,9	31,8	61,2	
10	Внеоборотные активы, в том числе:	738,2	137,6	989,1	654,2	1056,1	281,6	32,5	33,8	22,1	8,7
11	нематериальные активы и гудвилл	42,0	68,3	673,0	84,8	0,0	177,6	8,9	1,1	4,9	4,9
12	материальные внеоборотные активы	696,2	69,3	316,1	569,4	1056,1	104,0	23,6	32,7	17,2	3,8
13	Общая сумма активов	1622,1	862,2	1271,2	1314,8	1733,6	596,5	59,3	69,0	96,0	19,5
14	Обязательства	301,5	64,5	481,7	1033,1	886,5	290,2	22,3	42,7	25,7	8,7
15	Собственный капитал	1320,6	797,7	789,5	281,7	847,1	306,3	37,0	26,3	70,3	10,8
16	Полная оценка неосязаемых активов	1185,3	1088,3	3250,0	1169,3	644,0	779,3	106,0	71,3	103,3	52,7
17	Собственный капитал с учетом полной оценки неосязаемых активов	2430,4	1831,5	3896,8	1320,7	1396,6	1006,0	137,1	94,2	160,9	60,1
18	Коэффициент "Неосязаемые активы/ Материальные внеоборотные активы" (K1)	1,7	15,7	10,3	2,1	0,6	7,5	4,5	2,2	6,0	13,9
19	Коэффициент "Рыночная капитализация/ Собственный капитал" (K2)	3,7	3,2	3,1	4,0	1,1	0,9	1,5	1,9	0,6	0,5
20	Коэффициент "Рыночная капитализация/ Собственный капитал с учетом полной оценки неосязаемых активов" (K3)	2,0	1,4	0,6	0,9	0,6	0,3	0,4	0,5	0,3	0,1

списка компаний, котирующих акции на Лондонской фондовой бирже. Средняя капитализация представленных крупнейших компаний (1-я строка таблиц) превышает аналогичный показатель второй группы в 51 раз.

Полная оценка неосязаемых активов получена нами исходя из следующих данных: ежегодные инвестиции в поддержание и развитие неосязаемых активов (расходы на исследование и разработки, расходы на управление и продажи), величина неосязаемых активов, отраженных в балансе (оборотные неосязаемые активы). Методика расчета неосязаемых оборотных активов представлена нами в других изданиях [5, с. 210–211]. Расчет стоимости неосязаемых активов проведен по формуле капитализации инвестиций по ставке 15 %, рекомендованной Инструкцией налоговой инспекции США для нематериальных активов [6, с. 33.]. Как показали расчеты, полная оценка неосязаемых активов превышает балансовую оценку этих активов по 1-й группе компаний в 17,4 раза, по 2-й группе – в 14,7 раза. Средний коэффициент «Неосязаемые активы / Материальные внеоборотные активы» (K1) в 1-й группе составил 7,2, во 2-й группе – 6,4.

Анализ данных, приведенных в таблицах, позволяет сделать следующие выводы. Во-первых, величина собственного капитала, рассчитанного по полной стоимости неосязаемых активов, имеет существенно меньшие расхождения с величиной рыночной капитализации, чем балансовая величина собственного капитала: по всей совокупности компаний средний коэффициент «Рыночная капитализация / Собственный капитал» (K2) составил 3,25, а коэффициент «Рыночная капитализация / Собственный капитал с учетом полной оценки неосязаемых активов» (K3) – 0,95, то есть близок к 1. Это означает, что вторая оценка более приближена к реальной рыночной стоимости компании.

Во-вторых, имеют место значительные расхождения между двумя группами компаний. В крупнейших компаниях средний K2 составляет 4,4, K3 – 1,2, то есть оценка компаний по предлагаемой модели несколько занижена, а величина неосязаемых активов недооценена. Во 2-й группе K2 равен 2,1, K3 – 0,7, то есть рассчитанная стоимость неосязаемых активов, наоборот, завышена. Это можно интерпретировать следующим образом. В крупнейших компаниях с наиболее высокой капитализацией (K2 изменяется от 1,9 до 7,7) неосязаемые активы по нашей методике недооценены, поскольку для этих компаний инвесторы используют более низкую ставку капитализации, чем использованный нами усредненный вариант в 15 %. Другая часть превышения рыночной капитализации над рассчитанной стоимостью бизнеса приходится на основные средства, большая часть которых приведена в балансах по историческим (первоначальным) ценам и поэтому имеет резерв переоценки. Исходя из этого, можно считать результаты наших расчетов приемлемыми.

В компаниях 2-й группы (K2 изменяется от 0,5 до 4,0) неосязаемые активы, наоборот, переоценены, если рассчитывать их полную стоимость по ставке капитализации в 15 %. Следовательно, для этих компаний инвесторы используют ставку, содержащую существенно более высокую премию за риск.

Таким образом, в целом предлагаемая модель оценки стоимости действующего бизнеса на основе полной стоимости неосязаемых активов не просто

дает приемлемые оценки, имеющие сущностную интерпретацию, но и улучшает значения, полученные на основе традиционного затратного подхода. Преимуществом модели является относительная простота расчетов, а также возможность более достоверной оценки компаний закрытого типа, не имеющих рыночной капитализации.

Библиографический список

1. Леонтьев Ю.Б. Интеллектуальная собственность в уставном капитале (аспекты оценки) / Ю.Б. Леонтьев // Вопросы оценки. 2000. № 4.
2. Hall R. The Stock Market and Capital Accumulation // Working Paper 7180. – Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. – Цит. по: Лев Б. Нематериальные активы: управление, измерение, отчетность: пер. с англ. / Б. Лев. М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003. 240 с.
3. Карпова Н.Н. Экономико-математические модели при оценке интеллектуальной собственности / Н.Н. Карпова, И.Г. Почернин // Вопросы оценки. 2000. № 3.
4. Rosett J. Equity Risk and Labor Stock: The Case of Union Contracts // Working Paper. Tulane University, Freeman School of Business. – Цит. по: Лев Б. Нематериальные активы: управление, измерение, отчетность: пер. с англ. / Б. Лев. М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003. 240 с.
5. Просвирина И.И. Теория неосязаемых активов бизнеса / И.И. Просвирина. Челябинск: Изд-во ЮУрГУ, 2004. 285 с.
6. Елисеев В.М. Гудвилл: проблема оценки и отражения в отчетности / В.М. Елисеев // Вопросы оценки. 2004. № 1.