

Г.В. Мисака, к.е.н., доц.

І.А. Дерун, к.е.н., асист.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Професійна успішність як критерій оцінки ефективності управління інтелектуальним капіталом футбольних клубів

Завдяки новітнім реаліям та закономірностям реалізації економічних відносин інтелектуальний капітал упевнено здобув статус четвертого фактора виробництва. Тому задля набуття, збереження та розвитку своїх конкурентних переваг компанії мають підтримувати високий рівень ефективності управління власним інтелектуальним капіталом та його складовими. Важливу роль у цьому відіграє забезпечення інформаційних потреб зовнішніх та внутрішніх стейкхолдерів оперативними та релевантними даними щодо інтелектуального капіталу. Однак, зважаючи на те, що переважна більшість компонентів інтелектуального капіталу не відповідає критеріям визнання активами, існуюча система бухгалтерського обліку неспроможна відобразити їх у публічній фінансовій звітності як загальновизнаному джерелі достовірної інформації про майновий стан та результати діяльності суб'єкта господарювання. Крім того, характеристики окремих складових інтелектуального капіталу унеможливають застосування до них не лише вартісних, а й кількісних одиниць виміру. Тому в процесі управління інтелектуальним капіталом його оцінювання відбувається на основі низки специфічних методів.

Мета статті: 1) встановити наскільки вірогідною є оцінка ефективності інтелектуального капіталу за такими методами ринкової капіталізації, як коефіцієнт P/B («відношення ринкової вартості компанії до її балансової вартості») та коефіцієнт Тобіна шляхом порівняння одержаних результатів з показниками професійної успішності компаній; 2) визначити перспективи застосування окремих методів вимірювання інтелектуального капіталу з урахуванням рівня вірогідності результатів, які вони забезпечують. Як об'єктивне джерело оцінки професійної успішності компаній було використано клубний рейтинг УЄФА. Шляхом емпіричного аналізу даних фінансової звітності футбольних клубів з ТОП-50 цього рейтингу за 2014–2018 рр. та інформації про ринкову вартість їх акцій було визначено ефективність управління їх інтелектуальним капіталом. Отримані результати засвідчили наявність істотних розбіжностей із рейтингом професійної успішності клубів. На цій підставі проведено оцінку перспектив застосування методів вимірювання ефективності інтелектуального капіталу, які базуються на рентабельності активів.

Ключові слова: інтелектуальний капітал; коефіцієнт P/B ; коефіцієнт Тобіна; методи ринкової капіталізації; професійна успішність.

Актуальність теми. В сучасних умовах стрімкого розвитку економіки знань інтелектуальний капітал (ІК) стає стратегічним ресурсом, ефективне управління яким є запорукою успіху діяльності усієї компанії. Вартість продуктів і послуг економіки знань все більше залежить від відсотка вбудованих в них технологій, знань та інтелекту. Тому шанси компанії вижити та досягти успіху на дедалі більш конкурентних та динамічних ринках, де панують інновації, істотно залежать від спроможності постійно розвивати та вдосконалювати здатність максимізувати додану вартість та стратегічно керувати процесом її створення, визначальну роль в якому відіграє ІК. А з урахуванням обмеженості доступних джерел фінансування ефективне стратегічне управління ІК стає додатковим способом отримання компанією стійких конкурентних переваг шляхом оптимізації використання наявних внутрішніх ресурсів та резервів.

Попри значну кількість проведених за останні 20 років науково-прикладних досліджень сутності ІК, його компонентів, механізму та закономірностей функціонування доводиться констатувати відсутність будь-яких зрушень у вирішенні проблеми стандартизації підходів до визначення складових ІК та порядку їх оцінювання. Це, у свою чергу, стримує розвиток інформаційного забезпечення управління ефективністю ІК, оскільки існуюча система бухгалтерського обліку та фінансової звітності як загальновизнане джерело достовірної та релевантної інформації про майновий стан та результати діяльності компанії наразі спроможна відобразити лише нематеріальні активи як незначну частину ІК, що відповідає критеріям визнання активів та може бути оцінена у вартісних одиницях виміру відповідно до застосовуваних в обліку правил та норм.

Відсутність чіткого уявлення про величину ІК компанії та його складових стимулює спроби адаптувати існуючі у споріднених сферах економічної науки методи оцінювання індикативних

показників, які вказують на існування ІК (створена додана вартість, внутрішньо генерований гудвіл, перевищення ринкової капіталізації компанії над балансовою вартістю її активів тощо) для оцінки власне ІК. Однак, попри належний методологічний інструментарій, на застосування таких методик вимірювання величини ІК накладається низка обмежень, пов'язана з необхідністю елімінувати вплив чинників та обставин, які не стосуються безпосередньо ІК, на результати його оцінювання. Іншим напрямом вирішення проблеми оцінювання ІК та ефективності управління ним є розробка нових методів з урахуванням виключно специфіки ІК та його складових, що визначатиме подальші перспективи розвитку інформаційного забезпечення управління його ефективністю.

В умовах такого розмаїття методик оцінювання ІК важливого значення для оперативного управління його ефективністю набуває верифікація результатів, які забезпечуються використанням цих методик. Професійні рейтинги є об'єктивно сформованими нефінансовими показниками успішності функціонування компанії в умовах висококонкурентного середовища, завдяки чому, на нашу думку, їх доцільно застосовувати як критерії вірогідності результатів оцінки ефективності управління ІК, одержаних як універсальними, так і спеціалізованими методами його вимірювання.

Аналіз останніх досліджень та публікацій, на які спираються автори. Над проблемами вимірювання ІК та оцінювання його ефективності працює низка вітчизняних та іноземних дослідників, серед яких Н.Венгерук та Л.Меленчук [1], Т.Гусаковська та Т.Кобелева [2], Л.Осьмятченко [4], Г.Смоквіна [5], Д.Гош та А.Бу [7], Ф.Гу та Б.Лев [8], С.Німтракун [9], А.Пулч [10], А.Раманаускайте та К.Рудзюніене [11], Т.Стюарт [12], К.-Е.Свейбі [13], А.Уварі-Гіл [14], Дж.Ванг [15] та багато інших.

Венгерук Н. та Меленчук Л. [1, с. 51] вважають, що для визначення вартості об'єктів ІК доцільно застосовувати дохідний, витратний та ринковий підходи, що відповідає базовим нормам МСФЗ 13 «Оцінка справедливої вартості» (IFRS 13 Fair Value Measurement). Вони також проводять критичний аналіз цих методів, виокремлюють недоліки витратного підходу та вважають, що оцінювання ІК має здійснюватися за ринковим підходом, що, на їх думку, допоможе врахувати синергетичний ефект, який має місце в діяльності компанії в результаті ефективного використання ІК. Застосування існуючих методів оцінки об'єктів бухгалтерського обліку, в основу яких покладено відповідність критеріям визнання активом, завдяки справедливій вартості може лише підвищити достовірність оцінювання тих складових ІК, які вже відображаються у складі нематеріальних активів компанії. Тоді як проблему вимірювання тих компонентів ІК, які не можна виміряти не те що вартісно, а й навіть кількісно, ці пропозиції не вирішують. Осьмятченко Л. досліджує метод оцінки як передумову формування вартості ІК [4, с. 185]. Зокрема, вона визначає сутність та роль оцінки як елемента методу бухгалтерського обліку, проте конкретних методологічних підходів оцінки, які б враховували унікальні характеристики саме ІК, автор не виокремлює. Тому, на нашу думку, потенційно компромісним та перспективним напрямом подальших досліджень з питань оцінювання ІК є встановлення для окремих його складових вартісних еквівалентів з-поміж показників, які визначаються згідно зі стандартами бухгалтерського обліку та відображаються у фінансовій звітності компанії [3, с. 52].

Також вітчизняні науковці [1, 2, 5] аналізують класифікацію методів вимірювання ІК, запропоновану К.-Е.Свейбі [13]. Вказаною класифікацією передбачено поділ існуючих методів вимірювання ІК на чотири групи: 1) методи прямого вимірювання (Direct Intellectual Capital Methods); 2) методи збалансованої системи показників (Scorecard Methods); 3) методи, що базуються на рентабельності активів (Return on Assets Methods); 4) методи ринкової капіталізації (Market Capitalization Methods). Слід зазначити, що у фокусі досліджень вітчизняних вчених [1, 2, 5] перебувають переважно теоретичні засади використання зазначених методів, проте емпірична перевірка їх ефективності не проводиться. Більш ґрунтовний та різноплановий аналіз і систематизацію різних підходів до оцінювання й вимірювання ІК запропоновано в своєму огляді наукових публікацій з цього питання литовськими науковцями А.Раманаускайте та К.Рудзюніене [11].

Неспроможність існуючої системи бухгалтерського обліку повною мірою визнати та оцінити усі складові ІК використовується як одне з найбільш розповсюджених пояснень перевищення ринкової вартості компанії над їх вартістю, що відображена у фінансовій звітності, про що зазначають у своїх роботах Д.Гош та А.Бу [7, с. 217], а також С.Німтракун [9, с. 588]. При цьому величина ринкової капіталізації компанії є опосередкованим вираженням її справедливої вартості, оскільки її формування відбувається на підставі реальних угод з купівлі-продажу акцій компанії з використанням ринкового механізму ціноутворення. А Дж.Ванг [15] емпірично довів, що компанії для нарощення ринкової капіталізації можуть успішно використовувати свій ІК. Вимірювання ІК з використанням методів ринкової капіталізації, серед яких найбільш популярними вважаються відношення ринкової капіталізації до балансової вартості компанії (market-to-book value (MV/BV) або price-to-book value (P/B)), коефіцієнт Тобіна (Tobin's q), метод ринкової вартості, визначеної інвестором (Investor's assigned market value), може проводитися виключно щодо компаній, акції яких котируються на фондових біржах. Однак, як випливає з дослідження П.Фернандеса [6], результати оцінки ІК, отримані з використанням методів цієї спрямованості, можуть зазнавати істотного впливу внаслідок ірраціональних сподівань учасників ринку,

що періодично відбиваються на ринковій ціні акцій. Проте, попри недоліки використання цієї групи методів, вона залишається найбільш використовуваною у дослідженнях, пов'язаних із оцінюванням та вимірюванням ІК.

Незважаючи на значну кількість проведених різнопланових досліджень, результати яких наведено в численних наукових публікаціях із зазначеної проблематики, на нашу думку, подальшого розвитку та поглибленого вивчення потребують питання взаємозв'язку рівня розвитку ІК компанії з показниками, які характеризують не лише її фінансову, а професійну успішність, яку слід вважати справжнім мірилом якісних досягнень та прогресу компанії.

Мета статті: 1) встановити наскільки вірогідною є оцінка ефективності інтелектуального капіталу за такими методами ринкової капіталізації, як коефіцієнт Price/Book value (P/B) («відношення ринкової вартості компанії до її балансової вартості») та коефіцієнт Тобіна шляхом порівняння одержаних результатів з показниками професійної успішності компаній; 2) визначити перспективи застосування окремих методів вимірювання інтелектуального капіталу з урахуванням рівня вірогідності результатів, які вони забезпечують.

Викладення основного матеріалу. Такі характерні особливості ІК, як невідчутна природа, здатність приносити надприбутки та визнання окремих його елементів у складі нематеріальних активів компанії споріднює його з економічним феноменом гудвілу. Саме ця обставина зробила можливим застосування доволі універсальних методів ринкової капіталізації для оцінювання ІК. Одним з найбільш популярних способів вимірювання ІК публічних компаній є метод, в основу якого покладено відношення ринкової капіталізації компанії до її балансової вартості (коефіцієнт P/B). Водночас на застосування цього методу накладається об'єктивне обмеження, пов'язане з обов'язковістю котирування акцій компанії на фондовому ринку, необхідного для визначення показника її ринкової капіталізації. На думку Д.Гоша та А.Ву [7], цей досить простий в обрахунку показник яскраво унаочнює суттєву різницю між балансовою та ринковою вартістю компанії, що є прямим свідченням ефективного використання ІК. Однак зворотним боком цієї простоти є неспроможність показника охопити усіх нюансів багатогранної природи ІК.

Справедливості заради варто зауважити, що значну відповідальність за це несе існуюча система бухгалтерського обліку, вимоги якої до визнання об'єктів забезпечують відображення незначної частини складових ІК у фінансовій звітності, а використовуваний методологічний інструментарій дає можливість застосувати оцінку за справедливою вартістю в цілому лише до обмеженого переліку об'єктів обліку. Тому найпоширенішою базою оцінки залишається історична (фактична) собівартість, основним недоліком якої є неспроможність адекватного відображення активів та фінансового результату підприємства в умовах зміни ринкової кон'юнктури. В сукупності з очікуваннями учасників ринку щодо майбутніх результатів діяльності емітента цінних паперів все це спричиняє відхилення ринкової капіталізації компанії від балансової вартості її чистих активів. У той же час відокремити вплив цих принципово різних за походженням причин, дія яких на співвідношення P/B завдає, переважно, дуже схожого ефекту, практично неможливо. Тому, з урахуванням зазначених вище обставин, у процесі аналізу значень коефіцієнта P/B з метою оцінки ефективності використання ІК компаніями-емітентами одержані результати, як правило, рекомендується інтерпретувати обачно.

Водночас вважається, що використання коефіцієнта P/B для оцінювання акцій компаній, які спеціалізуються на високорентабельній діяльності з надання послуг і при цьому володіють незначною часткою матеріальних активів, не забезпечує отримання порівняно коректних результатів. Через це, на нашу думку, вказаний метод може бути застосований саме для оцінювання ІК саме футбольних клубів, винятково важлива роль у забезпеченні ефективного функціонування яких належить людському капіталу та нематеріальним активам.

Через неможливість вимірювання більшої частини складових ІК із застосуванням грошового вимірника оцінювання професійної успішності компанії здійснюється на основі методу експертних оцінок, який має один суттєвий недолік – суб'єктивізм експертів. Тому для дослідження взаємозв'язку між ІК та професійною успішністю компанії такі рейтинги мають бути прозорими, зрозумілими та авторитетними. На нашу думку, таким рейтингом виміру професійної успішності є рейтинг футбольних клубів УЄФА.

Специфічною ознакою побудови клубного рейтингу УЄФА [16] є те, що він являє собою кумулятивний показник, що ілюструє сумарні досягнення кожного клубу за п'ять сезонів поспіль. Крім того, варто зазначити, що фінансовий рік у більшості європейських футбольних клубів, які включені до складу рейтингу УЄФА, фінансовий рік закінчується 30 червня, що зумовлено виробничою необхідністю, оскільки національні футбольні сезони та сезони Ліги чемпіонів закінчуються у травні–червні. Таким чином, для зіставлення даних рейтингу УЄФА станом на 30.06.2018 р. [17] з величиною ІК відповідних клубів було опрацьовано їх фінансову звітність за п'ять попередніх звітних періодів. Дані щодо ринкової вартості акцій клубів бралися станом на звітну дату кожного року.

Під час підготовки збору даних для проведення аналізу було з'ясовано, що велика частка вибірки з ТОП-50 футбольних клубів УЄФА за організаційно-правовою формою є товариствами з обмеженою

відповідальністю (наприклад, «Динамо» (Київ), «Манчестер Сіті», «Челсі», «Баєр» (Лeverкузен) тощо). Також досить велика частка клубів вибірки представлена як приватні акціонерні товариства («Шахтар», «Арсенал», «Зеніт», «Баварія» тощо). Натомість такі футбольні клуби, як «Реал», «Атлетико», «Барселона» та «Севілья» зареєстровані як асоціації, права власності на які надаються виключно членством у відповідній асоціації. У зв'язку з цим цінні папери таких клубів не котируються на фондових біржах, що зумовлює неможливість відкритості фінансових даних про такі клуби. Щорічні звіти деяких клубів («Бенфіка», «Бешикташ», «Фенербахче», «Порту», «Спортинг») не містять усієї інформації, необхідної для оцінки ефективності ІК за Р/В та коефіцієнтом Тобіна за весь період дослідження. Тому було зібрано усю інформацію, необхідну для проведення аналізу, лише для 7 клубів з ТОП-50 рейтингу УЄФА, а саме: «Селтік», «Олімпік» (Ліон), «Ювентус», «Манчестер Юнайтед», «Боруссія» (Дортмунд), «Лацио» та «Рома».

У таблиці 1 наведено результати розрахунку коефіцієнта Р/В для футбольних клубів зі сформованої вибірки за 2014–2018 рр.

Таблиця 1

Коефіцієнт Р/В футбольних клубів сформованої вибірки за 2014–2018 рр.

Клуб	Рейтинг клубів УЄФА (на 30.06.2018)	Сезон				
		13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
«Ювентус»	5	5,201	6,456	5,248	6,255	12,072
«Боруссія» (Дортмунд)	10	2,093	1,228	1,186	1,806	1,669
«Манчестер Юнайтед»	12	2,300	2,580	3,509	3,732	4,640
«Рома»	21	-0,298	-0,210	-0,004	-1,341	-1,282
«Олімпік» (Ліон)	25	0,327	0,656	0,787	0,693	0,670
«Лацио»	36	9,597	1,802	3,309	2,086	1,730
«Селтік»	47	1,300	1,420	1,368	1,636	1,664

Довідка: розраховано авторами на основі річних звітів футбольних клубів та котирувань їх акцій на фондових майданчиках

Наведені в таблиці 1 результати розрахунку коефіцієнта Р/В дозволяють стверджувати, що практично протягом усіх досліджуваних періодів найістотніший розрив між ринковою та балансовою вартістю власного капіталу має «Ювентус», який п'ять років поспіль послідовно піднімався в рейтингу клубів УЄФА та в сезоні 2017/2018 посів найвище місце з-поміж усіх команд вибірки. Другий за продемонстрованими результатами – «Манчестер Юнайтед», який є єдиним клубом у вибірці, що забезпечував щорічне зростання свого коефіцієнта Р/В та в підсумку за п'ять років подвоїв його значення. Очевидно, що досить ефективно використання наявного у розпорядженні зазначених клубів ІК дозволило їм не лише досягти певних професійних здобутків, а й втілити їх в доволі успішні котирування своїх акцій, привернувши увагу інституційних інвесторів з серйозними намірами на довготермінову перспективу. Стабільно вищими за 1 є значення коефіцієнта Р/В у «Боруссії» (Дортмунд), «Селтіка» та «Лацио», хоча у останнього виявилися найістотніші та різноспрямовані коливання зазначеного показника протягом досліджуваного періоду. Ці клуби знаходяться в різних сегментах професійного рейтингу, однак кожен з них демонстрував певний прогрес порівняно з базисним сезоном. Водночас отримані значення коефіцієнта Р/В цих клубів свідчать про те, що ринок в цілому оцінює їх досить справедливо, а тому їх цінні папери не викликають особливого інтересу у потенційних інвесторів.

Парадоксальними ж, на нашу думку, у цій вибірці слід вважати результати «Олімпіка» (Ліон), який так само стабільно має значення коефіцієнта Р/В, що є меншими за 1, та «Роми», яка через щорічну збитковість діяльності взагалі має від'ємне значення власного капіталу, що, у свою чергу, і спричинило від'ємні значення коефіцієнта Р/В. І хоча «Олімпік» (Ліон) за чотири сезони так і не зміг відновити свої позиції після того, як стрімко змістився з 12-го місця в 2013/2014 на 25-ту позицію в 2014/2015, проте стабільно утримується в першій тридцятці рейтингу клубів УЄФА. Щодо Роми, то команда у своїх професійних здобутках прогресує на відносному рівні з «Боруссією» (Дортмунд) – цим двом клубами більше як удвічі вдалося покращити свої рейтинги за досліджуваний період, проте виняткова ситуація, що склалася у Роми з величиною чистих активів, не дозволяє адекватно застосувати отримані результати аналізу коефіцієнта Р/В для оцінки ефективності її ІК. Доречно припустити, що на значення коефіцієнта Р/В цих клубів істотно впливають обставини, безпосередньо не пов'язані з їх ІК, зокрема, недостатня ліквідність фондового ринку, на якому котируються акції команд, відсутність зацікавленості з боку потужних інвесторів, маніпулювання даними фінансової звітності з метою оптимізації податкових

зобов'язань тощо. Варто зазначити, що майже усі команди зі сформованої вибірки, обираючи фондову біржу для розміщення своїх цінних паперів, надали перевагу своїм національним майданчикам. Виключення становить лише «Манчестер Юнайтед», який розмістив свої акції на Нью-Йоркській фондовій біржі. Тому цілком ймовірно, що результати коефіцієнта Р/В «Олімпіка» (Ліон) є логічним наслідком котирувань його акцій на Euronet Paris, де традиційно віддають перевагу борговим цінним паперам.

Інший метод ринкової капіталізації, який застосовується для оцінювання ІК, – коефіцієнт Тобіна – здобув значну популярність та визнання серед практиків завдяки своєму використанню в процесі обґрунтування інвестиційних рішень. Смпліфікація оригінальної ідеї Дж.Тобіна, яка полягала в оцінці розриву між ринковою і відновлюваною вартістю активів компанії, дозволяє використати дані Звіту про фінансовий стан на кінець періоду (Балансу) в частині не лише вартості власного капіталу, як це передбачає метод коефіцієнта Р/В, а й зобов'язань. Тому в процесі тлумачення результатів застосування коефіцієнта Тобіна щодо оцінки ІК компанії з'являються додаткові підстави для обґрунтованих припущень відносно важливості збалансованого співвідношення власних та залучених джерел фінансування з метою досягнення максимально можливого економічного ефекту від використання таких її специфічних активів, які не визнаються в системі обліку та звітності. Водночас, подібно до коефіцієнта Р/В, на значення коефіцієнта Тобіна можуть істотно впливати так звані «очікування ринку», у формуванні яких беруть участь як раціональні, так і нераціональні мотиви трейдерів та інвесторів. Неможливість елімінувати екзогенні чинники, які мають опосередковане відношення до ІК як предмета дослідження не сприяє розширеному застосуванню коефіцієнта Тобіна для оцінки ефективності оцінки ІК компанії. Проте саме наявність неврахованих системою обліку невідчутних активів та вдале управління ними забезпечує компанії конкурентні переваги, які втілюються у відносно підвищений рівень прибутковості та привертають увагу потенційних інвесторів і професійних учасників ринку цінних паперів. Таким чином, альтернативне (паралельно з іншими методами) використання коефіцієнта Тобіна в процесі оцінювання ефективності ІК як однієї з найважливіших першопричин розриву між ринковою і відновлюваною вартістю активів компанії має достатньо міцне теоретичне підґрунтя, а також відпрацьовану методіку обчислення, що базується на загальноживаних та порівнюваних показниках, які не потребують ані додаткових зусиль на їх пошук та формування, ані перевірки на достовірність завдяки стандартизації процесу підготовки фінансової звітності та її незалежному аудіюванню перед оприлюдненням.

У таблиці 2 наведено результати розрахунку коефіцієнта Тобіна для футбольних клубів зі сформованої вибірки за 2014–2018 рр.

Таблиця 2

Коефіцієнт Тобіна футбольних клубів сформованої вибірки за 2014–2018 рр.

Клуб	Рейтинг клубів УЄФА (на 30.06.2018)	Сезон				
		13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
«Ювентус»	5	1,404	1,575	1,427	2,109	2,644
«Боруссія» (Дортмунд)	10	1,543	1,169	1,136	1,526	1,47
«Манчестер Юнайтед»	12	1,533	1,58	1,792	1,85	1,999
«Рома»	21	2,899	1,414	1,342	1,477	1,505
«Олімпік» (Ліон)	25	0,764	0,9	0,949	0,876	0,864
«Лацио»	36	1,179	1,097	1,121	1,108	1,165
«Селтік»	47	2,092	2,27	2,271	2,542	2,718

Довідка: розраховано авторами на основі річних звітів футбольних клубів та котирувань їх акцій на фондових майданчиках

Аналіз вказаних у таблиці 2 результатів показав, що найвищі значення коефіцієнта Тобіна в сукупності зі стабільною тенденцією до їх зростання має «Селтік», який є єдиною командою, у якій протягом досліджуваних періодів значення коефіцієнта Тобіна завжди перевищувало 2. При цьому у кожному з проаналізованих сезонів «Селтік» посідав в рейтингу УЄФА найнижче місце з-поміж усіх футбольних клубів зі сформованої вибірки, але водночас систематично покращував свої професійні здобутки, піднявшись з 62-го місця в сезоні 2013/2014 на 47-ме в 2017/2018. Другим за значеннями коефіцієнта Тобіна в досліджуваній вибірці є «Манчестер Юнайтед», який також демонстрував їх приріст упродовж усіх п'яти сезонів поспіль. Однак паралельною стабільністю професійних успіхів команда не вирізнялась. Навіть навпаки – з 6-го місця в сезоні 2013/2014 «Манчестер Юнайтед» спустився на 20-те в 2015/2016, згодом піднявшись на 12-те в 2017/2018 та у підсумку вдвічі погіршивши

свій початковий рейтинг. Слід зауважити, що в досліджуваній вибірці «Манчестер Юнайтед» є єдиним клубом, акції якого котируються на найбільшій за оборотом фондовій біржі світу – Нью-Йоркській, де висуваються досить високі вимоги до фінансових показників компаній, організації та інтенсивності обігу їх цінних паперів, які входять до лістингу цієї біржі. Тому, на нашу думку, перевищення темпів приросту ринкової вартості активів «Манчестер Юнайтед» над їх відновлюваною вартістю пояснюється, швидше, стабільним інтересом до його акцій з боку членів біржі, обумовленим, окрім очікувань ринку, спроможністю забезпечувати високі фінансові показники та нарощувати вартість бренда, про що, зокрема, свідчать високі місця (не нижче третього), які команда посідає в рейтингах ТОП-50 Найдорожчих футбольних брендів від «Бренд Файненс» (Brand Finance Football 50) та Рейтинг найбагатших футбольних клубів (Deloitte Football Money League), аніж здобутими перемогами на футбольному полі.

В цілому досить високі значення коефіцієнта Тобіна також мають «Ювентус», «Рома» та «Боруссія» (Дортмунд), проте жодній з цих команд не вдалося зберегти стабільні тенденції до збільшення цього показника впродовж досліджуваного періоду. Оскільки процес створення єдиного європейського ринку цінних паперів шляхом об'єднання бірж країн-членів ЄС наразі не завершено, то розмістивши свої акції на Міланській («Ювентус» та «Рома») та Франкфуртській («Боруссія» (Дортмунд)) біржах, зазначені клуби не можуть розраховувати на значне коло зацікавлених трейдерів, особливо зважаючи на притаманне європейським біржам домінування двох-трьох емітентів-«фаворитів», які забезпечують до 75 % обороту усієї біржі. Тому, на нашу думку, значення коефіцієнта Тобіна цих команд можна вважати позбавленим від істотного впливу на них очікувань ринку. Враховуючи викладене вище, існують усі підстави стверджувати, що результати розрахунків коефіцієнта Тобіна для «Ювентуса», «Роми» та «Боруссії» (Дортмунд) слід тлумачити, в першу чергу, виходячи з припущення про те, що перевищення ринкової вартості активів цих клубів над їх відновлюваною вартістю спричинено ефективним використанням ІК. При цьому найкращі результати, здебільшого, має «Ювентус», який регулярно покращував свій рейтинг протягом досліджуваного періоду, а в сезонах 2016/2017 та 2017/2018, коли команда посідала 5-те місце в рейтингу УЄФА, його значення коефіцієнта Тобіна перевищували 2. «Боруссія» (Дортмунд) та «Рома» не демонструють такого прямого зв'язку між професійною успішністю та значеннями коефіцієнта Тобіна, однак в цілому їх результати свідчать про відносну ефективність використання ІК, що призвело як до деякого покращення позицій команд, які займали в клубному рейтингу УЄФА, так і до періодичного нарощення вартості тих невідчутних активів, які включаються до їх ринкової вартості.

Досить посередні значення коефіцієнта Тобіна має «Лацио», у якого вони ледве перевищують 1, але водночас і професійні здобутки команди важко назвати вражаючими. «Лацио» демонструє нестабільні результати – незначні злети змінюються такими самими падіннями в рейтингу, балансує в межах 27–41 місця протягом досліджуваних сезонів, що може бути свідченням не надто успішного управління ІК.

Явним же аутсайдером є «Олімпік» (Ліон), значення коефіцієнта Тобіна якого були постійно меншими за 1. При цьому професійні досягнення команди є порівняно найгіршими у сформованій вибірці. З одного боку, «Олімпік» (Ліон) протягом досліджуваних сезонів не опускався нижче 28-го місця, проте в сезоні 2013/2014 команда посідала в рейтингу УЄФА доволі високе 12-те місце, випереджаючи як «Ювентус», так і «Боруссію» (Дортмунд). Стрімкий обвал у наступному сезоні, коли команда посіла 25-те місце, протягом наступних чотирьох сезонів так і не вдалося виправити. Очевидно, що «Олімпік» (Ліон) має внутрішні проблеми з ефективністю використання ІК, які, з-поміж решти обставин, відображаються на зацікавленості учасників фондового ринку в його акціях.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Беручи до уваги багатоплановість ІК як економічного явища, визначити та виміряти конкретні критерії його ефективності надзвичайно складно. Застосування ж в зазначених цілях таких універсальних методів, як P/B та коефіцієнт Тобіна, хоча і спрощує процедуру отримання результуючого показника, проте не гарантує адекватності його тлумачень в частині саме виокремлення впливу ІК. Через це результати оцінки ефективності управління ІК компаній за допомогою цих методів не завжди відповідають рейтингам їх професійних досягнень як об'єктивно сформованим нефінансовим показникам успішності функціонування компаній.

Виняткова здатність ІК як цілісного та невіддільного від суб'єкта господарювання феномена дозволяє йому бути в процесі створення доданої вартості каталізатором для реалізації компанією потенціалу своїх наявних фізичного та фінансового капіталів. Тому саме цю характеристику ІК було прямо або опосередковано використано для теоретичного обґрунтування методів, що розроблялися для його оцінки на основі порівняльного аналізу прибутковості активів (так звані Return on Assets Methods – ROA). Ця група методів передбачає варіативне зіставлення прибутковості окремої компанії з середньогалузевими показниками, перевищення над якими трактується як результат, що забезпечується завдяки ІК такої компанії. До найбільш поширених ROA методів належать як універсальний метод економічної доданої вартості (Economic Value Added – EVA), з використанням якого в корпоративних фінансах визначається економічний прибуток як критерій вимірювання ефективності діяльності

компаній, так і специфічні авторські методи оцінки ІК, а саме: метод розрахункової нематеріальної вартості (Calculated Intangible Value (CIV) [12], метод інтелектуального коефіцієнта доданої вартості (Value added intellectual coefficient – VAIC) [10], метод прибутку від капіталу знань (Intangible Driven Earnings (IDE) [8] або, як його ще називають, Knowledge capital earning (KCE) [14]). Ці методи базуються, переважно, на даних фінансової звітності, але водночас потребують додаткової інформації щодо усереднених аналітичних показників, а саме, рентабельності фізичного та фінансового капіталів і ставки дисконтування доходів від ІК (для методу IDE (KCE)) та рентабельності активів і ставки дисконтування прибутку (для методу CIV). Наявність доступної та достовірної інформації щодо зазначених середніх показників забезпечить розширене використання даних методів та підвищити вірогідність результатів оцінки ефективності управління ІК. Оскільки частина цих методів потребує розрахунку дисконтованих грошових потоків і тому залежить як від обґрунтованості обраної ставки дисконтування, так і від коректності визначення їх початкової величини та часового горизонту.

На підставі викладеного вище вважаємо, що подальші дослідження зв'язку між ефективністю ІК та рівнем фінансової і професійної успішності компанії має значні перспективи саме із застосуванням спеціалізованих методів, що базуються на рентабельності активів (ROA методів), оскільки зовнішнім проявом наявності ІК є створення компанією доданої вартості.

Список використаної літератури:

1. Венгерук Н.П. Оцінка інтелектуального капіталу в обліку / Н.П. Венгерук, Л.П. Меленчук // Інвестиції: практика та досвід. – 2016. – № 23. – С. 50–52.
2. Гусаковська Т.О. Підходи до оцінки інтелектуального капіталу промислового підприємства / Т.О. Гусаковська, Т.О. Кобелева // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі: економічні науки. – 2016. – № 1. – С. 16–22.
3. Мисака Г.В. Трансдисциплінарний підхід в підвищенні ефективності управління інтелектуальним капіталом компанії / Г.В. Мисака, І.А. Дерун // Облік і фінанси. – 2019. – № 1. – С. 49–54 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://dx.doi.org/10.33146/2307-9878-2019-1\(83\)-49-54](https://dx.doi.org/10.33146/2307-9878-2019-1(83)-49-54).
4. Осьмятченко Л.М. Інтелектуальний капітал: оцінка як елемент методу бухгалтерського обліку / Л.М. Осьмятченко // Вісник ЖДТУ. Економічні науки. – 2010. – № 3. – С. 185–187.
5. Смоквіна Г.А. Підходи та інструменти оцінювання інтелектуального капіталу як чинника забезпечення економічної безпеки підприємства / Г.А. Смоквіна // Економіка: реалії часу. – 2016. – № 6. – С. 114–126.
6. Fernández P. Company valuation methods. The most common errors in valuations / P.Fernández // IESE Research paper D/449 ; IESE Business School, University of Navarra. – Barcelona, 2002. – 27 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>.
7. Ghosh D. Intellectual capital and capital markets: additional evidence / D.Ghosh, A.Wu // Journal of Intellectual Capital. – 2007. – Vol. 8. – № 2. – P. 216–235 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://doi.org/10.1108/14691930710742817>
8. Gu F. Intangible assets: Measurement, drivers, usefulness / F.Gu, B.Lev. – Boston : Boston University School of Management Accounting, 2003. – 52 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://questromapps.bu.edu/qstnet/Personal/Faculty/Publication/pubUploads/Gu,_Feng_05.pdf?wid=1482.
9. Nimtrakoon S. The relationship between intellectual capital firms' market value and financial performance: Empirical evidence from the ASEAN / S.Nimtrakoon // Journal of Intellectual Capital. – 2015. – Vol. 16. – № 3. – P. 587–618 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2014-0104>.
10. Pulic A. VAIC™ – an accounting tool for IC management / A.Pulic // International Journal of Technology Management. – 2000. – Vol. 20. – № 5–8. – P. 702–714 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://doi.org/10.1504/IJTM.2000.002891>.
11. Ramanauskaitė A. Intellectual capital valuation: methods and their classification / A.Ramanauskaitė, K.Rudžionienė // Ekonomika. – 2013. – Vol. 92. – № 2. – P. 79–92.
12. Stewart T. Intellectual capital: the new wealth of organizations / T.Stewart. – New York : Doubleday, 1997. – 240 p.
13. Sveiby K.-E. Methods for measuring intangible assets / K.-E.Sveiby [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.sveiby.com/files/pdf/intangiblemethods.pdf>.
14. Ujwary-Gil A. Knowledge capital earnings of a company listed on Warsaw Stock Exchange / A.Ujwary-Gil // 15th European Conference on Knowledge Management ECKM. – 2014. – P. 994–1000 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://doi.org/10.13140/2.1.3746.2401>.
15. Wang J. Investigating market value and intellectual capital for S&P 500 / J.Wang // Journal of Intellectual Capital. – 2008. – Vol. 9. – № 4. – P. 546–563 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://dx.doi.org/10.1108/14691930810913159>.
16. How the club coefficients are calculated / Union of European Football Associations. – 2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.uefa.com/memberassociations/uefarankings/club/about/>.
17. Ten-year club coefficients / Union of European Football Associations. – 2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.uefa.com/memberassociations/uefarankings/revenue/>.

References:

1. Vengeruk, N. and Melenchuk, L. (2016), «Peculiarities of intellectual capital assessment», *Investytsiyyi: praktyka ta dosvid*, No. 23, pp. 50–52.
2. Husakovska, T. and Kobeleva, T. (2016), «Approaches to evaluation of intellectual capital of industrial enterprises», *Scientific Bulletin of PUET: Economic Sciences*, No. 1, pp. 16–22.
3. Mysaka, H. and Derun, I. (2019), «Transdisciplinary approach to increase of company's intellectual capital management efficiency», *Accounting & Finance*, No. 1, pp. 49–54, [Online], available at: [https://dx.doi.org/10.33146/2307-9878-2019-1\(83\)-49-54](https://dx.doi.org/10.33146/2307-9878-2019-1(83)-49-54)
4. Osmiatchenko, L.M. (2010), «Інтелектуальний капітал: оцінка як елемент методу бухгалтерського обліку», *Visnyk ZhDTU. Ekonomichni nauky*, No. 3, pp. 185–187.
5. Smokvina, A.A. (2016), «Approaches and instruments for assessing intellectual capital as a factor of economic security of enterprise», *Economics: time realities*, No. 6, pp. 114–126.
6. Fernández, P. (2002), «Company valuation methods. The most common errors in valuations», *IESE Research paper D/449*, IESE Business School, University of Navarra, Barcelona, 27 p., [Online], available at: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>
7. Ghosh, D. and Wu, A. (2007), «Intellectual capital and capital markets: additional evidence», *Journal of Intellectual Capital*, No. 8 (2), pp. 216–235, [Online], available at: <https://doi.org/10.1108/14691930710742817>
8. Gu, F. and Lev, B. (2003), *Intangible assets: Measurement, drivers, usefulness*, Boston University School of Management Accounting, Boston, [Online], available at: http://questromapps.bu.edu/qstnet/Personal/Faculty/Publication/pubUploads/Gu,_Feng_05.pdf?wid=1482
9. Nimtrakoon, S. (2015), «The relationship between intellectual capital firms' market value and financial performance: Empirical evidence from the ASEAN», *Journal of Intellectual Capital*, No. 16 (3), pp. 587–618, [Online], available at: <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2014-0104>
10. Pulic, A. (2000), «VAIC™ – an accounting tool for IC management», *International Journal of Technology Management*, No. 20 (5–8), pp. 702–714, [Online], available at: <https://doi.org/10.1504/IJTM.2000.002891>
11. Ramanauskaitė, A. and Rudžionienė, K. (2013), «Intellectual capital valuation: methods and their classification», *Ekonomika*, No. 92 (2), pp. 79–92.
12. Stewart, T. (1997), *Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations*, Doubleday, New York, 240 p.
13. Sveiby, K.-E. (2010), «Methods for measuring intangible assets», [Online], available at: <https://www.sveiby.com/files/pdf/intangiblemethods.pdf>
14. Ujwary-Gil, A. (2014), «Knowledge capital earnings of a company listed on Warsaw Stock Exchange», *15th European Conference on Knowledge Management ECKM 2014*, pp. 994–1000, [Online], available at: <https://doi.org/10.13140/2.1.3746.2401>
15. Wang, J. (2008), «Investigating market value and intellectual capital for S&P 500», *Journal of Intellectual Capital*, No. 9 (4), pp. 546–563, [Online], available at: <http://dx.doi.org/10.1108/14691930810913159>
16. Union of European Football Associations (2018), «How the club coefficients are calculated», [Online], available at: <https://www.uefa.com/memberassociations/uefarankings/club/about/>
17. «Ten-year club coefficients» (2018), [Online], available at: <https://www.uefa.com/memberassociations/uefarankings/revenue/>

Мисака Ганна Вікторівна – кандидат економічних наук, доцент Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Наукові інтереси:

- аналітичний потенціал фінансової звітності компаній.

E-mail: annabelle1605@gmail.com.

Дерун Іван Анатолійович – кандидат економічних наук, асистент Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Наукові інтереси:

- обліково-аналітичне забезпечення управління підприємством.

E-mail: ivanderun0601@gmail.com.

Стаття надійшла до редакції 19.03.2020.