Осколкова Марина Александровна. Интеллектуальный капитал как фактор инвестиционной привлекательности компаний: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10 / Осколкова Марина Александровна;[Место защиты: Национальный исследовательский университет "Высшая школа экономики" - Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования].- Москва, 2013.- 187 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

**Интеллектуальным капиталом 10**

1.1. Стоимость как показатель инвестиционной привлекательности компаний 10

1.2. Роль интеллектуального капитала в новой экономике 15

1.2. Интеграция теории интеллектуального капитала в концепцию управления на основе стоимости (VBM) 33

**ГЛАВА 2. Практические аспекты измерения интеллектуального капитала и стоимости, созданной им 53**

2.1. Оценка компонентов интеллектуального капитала 53

2.2. Эмпирические исследования влияния интеллектуального капитала и его компонентов на стоимость компании 75

2.3. Проблемы анализа инвестиционной привлекательности компаний на базе их интеллектуального капитала 89

**ГЛАВА 3. Оценка инвестиционной привлекательности, создаваемой интеллектуальным капиталом 96**

3.1. Ранжирование акций по инвестиционной привлекательности на базе ИК 97

3.2. Эмпирический анализ интеллектуальных драйверов стоимости 106

3.3. Ранжирование компаний по инвестиционной привлекательности на базе интеллектуального капитала 130

Заключение 142

Список использованной литературы

* [Роль интеллектуального капитала в новой экономике](http://www.dslib.net/finansy/intellektualnyj-kapital-kak-faktor-investicionnoj-privlekatelnosti-kompanij.html#5433211)
* [Интеграция теории интеллектуального капитала в концепцию управления на основе стоимости (VBM)](http://www.dslib.net/finansy/intellektualnyj-kapital-kak-faktor-investicionnoj-privlekatelnosti-kompanij.html#5433212)
* [Эмпирические исследования влияния интеллектуального капитала и его компонентов на стоимость компании](http://www.dslib.net/finansy/intellektualnyj-kapital-kak-faktor-investicionnoj-privlekatelnosti-kompanij.html#5433213)
* [Эмпирический анализ интеллектуальных драйверов стоимости](http://www.dslib.net/finansy/intellektualnyj-kapital-kak-faktor-investicionnoj-privlekatelnosti-kompanij.html#5433214)

**Введение к работе**

**І. Актуальность темы исследования.** Выбор фундаментальных факторов, на базе которых производится отбор ценных бумаг внешними инвесторами, является одной из ключевых проблем портфельного построения. В настоящее время ключевыми детерминантами, используемыми при принятии инвестиционных решений, являются материальные активы компании, а также макроэкономические и отраслевые факторы. Однако в условиях «экономики знаний» инвестиционная привлекательность компаний формируется также под воздействием интеллектуального капитала (ИК), под которым в данной работе понимаются знания и навыки работников, отношения с контрагентами, акционерами, нематериальные активы и такие ресурсы, как слаженность работы менеджеров, стратегия развития компании и т.п. Часть ИК, не учитываемая в финансовой отчетности, находит свое отражение в прибыли, экономической добавленной стоимости и других результирующих показателях, но с временным лагом. Однако ожидание отражения ИК в финансовых показателях ведет к тому, что инвестор упускает возможность правильно определить момент инвестирования, а, следовательно, теряет потенциальный доход. Во избежание этого важно распознать компоненты ИК, которые еще не нашли отражение в отчетности, но благодаря которым компания имеет конкурентные преимущества. Это приводит к увеличению ее инвестиционной привлекательности, которая трактуется нами как рост рыночной капитализации и дивидендной доходности по сравнению с другими компаниями рынка.

Таким образом, актуальной задачей является ранжирование акций по инвестиционной привлекательности на базе выявления ИК. Кроме того, в периоды экономической нестабильности финансовая отчетность становится менее надежным источником данных для принятия инвестиционных решений, что увеличивает необходимость использования ИК в процессе отбора акций. Следовательно, отдельного изучения требуют вопросы выбора инвестиционной стратегии с учетом ИК в условиях финансового кризиса. Учет

интеллектуального капитала при инвестировании повысит обоснованность принимаемых инвестиционных решений и позволит отобрать более привлекательные компании, что также подчеркивает актуальность выбранной темы.

**Степень разработанности проблемы.** Основные достижения в исследовании влияния, которое оказывает ИК на рыночную капитализацию компании и доходность ее ценных бумаг, связаны с работами зарубежных авторов. 3. Грилихес одним из первых доказал, что высокие расходы на НИОКР распознаются внешними инвесторами как сигнал будущего увеличения прибыли, что находит отражение в росте доходности акций. В последующих работах Д. Хиршляйфера, К. Дэниела, Ш. Титмана, Дж. Лаконишока, Л. Чана, А. Шляйфера, Т. Соугианниса, Б. Лева также содержатся эмпирические подтверждения влияния ИК на рыночную капитализацию, доходность акций или соотношение рыночной и балансовой стоимости компании, кроме того, предлагаются различные объяснения этого феномена.

Практические аспекты использования ИК в оценке инвестиционной привлекательности компаний, в частности, учет ИК портфельными управляющими и аналитиками, раскрыты в работах Л. Ли, Дж. Гутри, Дж. Холланда, И. Абейсекеры. Существующие модели взаимодействия рынков капитала и компаний, которые имеют значительные нематериальные активы и ИК, а также перечень инвестиционных фондов и банков, осуществляющих инвестирование на базе ИК, описаны И. Эллисом, К. Джарбое.

Межстрановым исследованиям связи между расходами на НИОКР и доходностью акций компании посвящена обширная эмпирическая литература, в частности, работы Дж. Лаконишока, Л. Чана, Т. Соугианниса, Б. Лева, С. Анагностопулу, А. Эберхарта. Влияние рекламных расходов и бренда компании на рыночные показатели деятельности компании раскрыто в работах С. Каллапура, Р. Уоттса, Р. Хольтхаузена, Б. Холла, М. Хирши, Дж. Лаконишока, Л. Чана, Т. Соугианниса. Человеческий капитал как ключевой детерминант

рыночной капитализации компании описан в работах Р. Яганнатана, Дж. Вонга. Отметим, что вышеперечисленные исследования сосредоточены на анализе одного компонента ИК с целью дальнейшего портфельного построения.

Инвестирование на базе ИК начало исследоваться относительно недавно, а объектом изучения в основном являются компании развитых рынков капитала, в частности, Великобритании и США. Некоторые авторы, такие, как К. Чан, Т. Гаранина, Д. Волков, полагают, что на развивающихся рынках капитала ИК оказывает слабое влияние на рыночные показатели деятельности компаний. Исследования А. Козырева, Б. Мильнера, Т. Тепловой, Т. Гараниной, Е. Шакиной, М. Молодчик, посвященные российскому рынку капитала, в основном сосредоточены на выявлении интеллектуальных детерминант рыночной капитализации.

Развитие интеллектуального капитала тесно связано с инновационной деятельностью компании и государства, нематериальными активами, а также интеллектуальной собственностью. Вклад в выявление факторов управления знаниями и инновациями, влияющих на успешность предприятия, внесли И. Нонака, X. Такеучи, Дж. Фагерберг, П. Друкер, Г. Хамел, К. Прахалад. Российскими исследователями данной проблемы являются Л. Гохберг, И. Кузнецова, М. Дорошенко, Т. Кузнецова. Влияние инноваций на рыночную стоимость собственного капитала компании изучено такими исследователями, как М. Бек, Н. Бек, Р. Розенблюм.

Поскольку вопросы учета нескольких компонентов ИК при формировании портфеля ценных бумаг, влияния компонентов ИК на конкурентную позицию компаний и доходность их ценных бумаг, построения долгосрочных и краткосрочных инвестиционных стратегий на основе анализа ИК недостаточно раскрыты в имеющихся академических публикациях, очевидна необходимость дальнейшего изучения ранжирования акций по инвестиционной привлекательности на базе ИК.

**Цель диссертации** - выявить влияние интеллектуального капитала на инвестиционную привлекательность компаний и усовершенствовать финансовый инструментарий оценки инвестиционной привлекательности компаний, созданной ИК, на основе информации, доступной внешним инвесторам.

Цель исследования конкретизируется в следующих задачах:

систематизация существующих методов оценки стоимости, созданной благодаря ИК компании, для выявления основных достоинств и недостатков данных методов;

выявление интеллектуальных драйверов стоимости, диагностирующих создание рыночной капитализации интеллектуальным капиталом;

разработка метода, основанного на выявлении набора интеллектуальных драйверов стоимости, позволяющего ранжировать акции по инвестиционной привлекательности на базе выявления ИК, с использованием доступной внешним инвесторам информации;

сопоставление инвестиционной привлекательности набора, сформированного через отбор акций с помощью выявленных интеллектуальных драйверов стоимости, по сравнению с заданными бенчмарками;

разработка рекомендаций рыночным инвесторам, принимающим решение об отборе акций.

**Объектом исследования** являются компании реального сектора экономики, работающие на развитых рынках капитала.

**Предмет исследования** - процесс ранжирования акций по инвестиционной привлекательности на базе интеллектуальных драйверов стоимости.

**Методологическая и теоретическая база исследования.** Теоретической основой исследования являются труды зарубежных и отечественных авторов,

посвященные созданию интеллектуальным капиталом компании ее рыночной капитализации. Методологической базой теоретической части диссертации являлись методы сравнительного анализа, аналогий, обобщений, классификации, метод экспертных оценок. Эмпирическое исследование проводилось с помощью метода агрегирования показателей, а также статистических методов: корреляционного анализа, регрессионного анализа панельных данных с моделированием фиксированных эффектов по времени и кросс-секциям.

**Информационная база исследования.** В эмпирической части диссертации использовалась база данных о 1696 компаниях пяти крупнейших экономик Европы (Великобритания, Германия, Франция, Италия, Испания) за период с 2004 г. по 2011 г. включительно. База была сформирована на основе ресурсов Амадеус (Amadeus, Bureau Van Dijk), патентной базы QPAT, а также информации с официальных сайтов компаний и из других Интернет-источников l . Для ранжирования компаний выборки по инвестиционной привлекательности на базе интеллектуального капитала были собраны данные агентства Блумберг (Bloomberg) за период с 02.01.2007 по 31.12.2012.

**Научная новизна диссертации.** К наиболее значимым результатам, полученным в ходе исследования и составляющим научную новизну, относятся следующие:

разработан и экспериментально проверен метод ранжирования акций по инвестиционной привлекательности на базе выявления ИК и доступной для любого внешнего инвестора информации;

разработана совокупность интеллектуальных драйверов рыночной капитализации компании, которые могут быть определены на базе общедоступной информации, для последующего ранжирования акций.

^аза данных была собрана в рамках проекта «Особенности создания ценности компании в период экономического кризиса: роль интеллектуальных ресурсов», выполненного в рамках Программы «Научный фонд НИУ ВШЭ» в 2013 году, грант № 13-05-0021.

Примерами таких драйверов являются операционная прибыль компании на одного сотрудника, доля зависимых членов Совета директоров компании, количество патентов, использование ERP-систем, членство компании в бизнес-ассоциациях;

установлено, что набор интеллектуальных драйверов рыночной капитализации компании отличается для докризисного, кризисного и посткризисного периодов. Например, выявлено, что в докризисный период ключевыми детерминантами являются наличие устойчивых отношений, выстроенных компанией с покупателями и партнерами, а также наличие наград за инновационную активность, тогда как в кризисный период возрастает значимость таких детерминант, как декларирование стратегии компании и следование ей, а также использование ERP-систем;

через сопоставительные сравнения и анализ коэффициента Шарпа по отобранному набору акций и бенчмаркам доказано, что инвесторы, которые в рассматриваемый период отбирали акции с помощью предложенного в работе метода ранжирования, обыгрывали бенчмарки. **Теоретическая и практическая значимость работы** состоит в развитии

метода, позволяющего ранжировать компании по инвестиционной привлекательности на базе выявления ИК, порождающего рыночную капитализацию. Полученные результаты могут быть использованы для развития теоретических и прикладных исследований, посвященных влиянию ИК на рыночные показатели деятельности компании, в частности, при формировании теории отбора акций в портфель на основе ИК.

Предложенный метод ранжирования компаний также полезен менеджменту коммерческих организаций для диагностирования положения компании на рынке ценных бумаг. Кроме того, материалы исследования могут быть использованы в рамках научной и преподавательской деятельности по направлениям «Корпоративные финансы», «Управление знаниями».

**Апробация результатов исследования.** Результаты исследования включены в программу научно-исследовательского семинара курса подготовки бакалавров факультета «Экономика» НИУ ВШЭ - Пермь, научно-исследовательского семинара курса подготовки магистров направления «Финансы и кредит» НИУ ВШЭ - Пермь, а также использованы в работе Научно-учебной лаборатории междисциплинарных эмпирических исследований НИУ ВШЭ - Пермь (в том числе по исследовательским грантам 2011-2013 гг.).

Основные результаты диссертации были представлены автором на восьми конференциях: 5-ой Европейской конференции по интеллектуальному капиталу (Бильбао, 2013); 4-ой Европейской конференции по интеллектуальному капиталу (Хельсинки, 2012); IX Международной научно-практической конференции "Устойчивое развитие российских регионов: человек и модернизация" (Екатеринбург, 2012); Научно-практической конференции с международным участием «Актуальные вопросы и современные технологии управления финансами в условиях инновационного развития экономических систем» (Пермь, 2012); IV Всероссийской зимней школе по институциональной экономике ИЭ УРО РАН (Екатеринбург, 2011); Международной конференции Европейского сообщества бизнеса и экономики (Загреб, 2011); IX Международной научной конференции "Государственное управление в XXI веке: традиции и инновации" (Москва, 2011); VIII Международной научно-практической конференции "Устойчивое развитие российских регионов: человек и модернизация" (Екатеринбург, 2011).

Положения и результаты диссертации обсуждались на научных семинарах кафедры финансового менеджмента НИУ ВШЭ-Пермь, а также на научных семинарах кафедры фондового рынка и рынка инвестиций НИУ ВШЭ.

**Публикации.** Основные результаты диссертационного исследования опубликованы в 15 работах общим объемом 10,1 п.л. (личный вклад автора 5,17

п. л.). Из них 5 опубликованы в журналах, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки России, общим объемом 4,7 п.л.

**Структура работы.** Диссертационная работа изложена на 187 страницах печатного текста (в т.ч. 17 страниц приложений), включает 20 таблиц, 19 рисунков и состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии, включающей 231 источник, и 3 приложений.

## Роль интеллектуального капитала в новой экономике

Последние десятилетия при принятии стратегических решений все чаще используется подход, рассматривающий компанию как потенциальный объект вложения денег инвесторами, и лежащий в основе концепции управления на основании стоимости (value-based management, VBM). Эта концепция появилась в рамках американского финансового менеджмента, ориентированного, в первую очередь, на прирост рыночной стоимости компании. В настоящее время VBM внедрена значительным количеством компаний как в США, так и в других развитых странах, и распространяется - в развивающихся [Теплова, 2005; Ивашковская, 2004]. Методологически VBM является результатом объединения бухгалтерской модели управления с внешними и внутренними факторами, оказывающими влияние на деятельность фирмы.

Основной задачей концепции управления стоимостью является долгосрочный рост инвестиционной стоимости капитала владельцев компании. Компании, успешно управляющие своей стоимостью, являются привлекательными объектами для вложения средств внешних инвесторов. Отметим, что стоимостная модель управления характеризуется следующими особенностями по сравнению с бухгалтерской [Теплова, 2005]: - акцент на интересах акционеров. Поскольку владельцы капитала берут на себя дополнительные риски, именно они являются ключевыми получателями выгод; - сопоставление затрат и выгод в долгосрочном периоде (поскольку интересы владельцев капитала, как правило, долгосрочны); - признание необходимости анализа не только затрат на заемный капитал, но затрат по собственному капиталу. Однако, стоимость собственного капитала и части интеллектуального не может быть определена на основании данных бухгалтерской отчетности; - связь барьерной ставки доходности по капиталу с инвестиционным риском владельцев капитала. Требуемая доходность собственников определяется на основании базового соотношения финансового менеджмента «риск-доходность».

Однако в процессе стоимостного анализа и управления нельзя ограничиваться рассмотрением интересов только собственников бизнеса, поскольку каждая компания имеет целый ряд заинтересованных сторон (стейкхолдеров), благосостояние которых необходимо максимизировать для того, чтобы обеспечивать конкурентоспособность [Cooper, 2000]. Заинтересованной стороной компании можно считать любую группу лиц, способную влиять на показатели ее деятельности или оказываться под их влиянием [Freeman and Reed, 1983, р.91]. Точнее, стейкхолдерами компании считаются те заинтересованные стороны, от которых зависит дальнейшее существование и деятельность компании, включая акционеров, работников, клиентов, поставщиков, заемщиков, правительство и общество. Именно эти лица, заинтересованные в успешном функционировании компании, считаются ключевыми носителями интеллектуального капитала компании [Теплова, 2005].

В настоящее время существует три точки зрения по поводу влияния внедрения стоимостной концепции управления на стейкхолдеров компании. В соответствии с первым, управление стоимостью подчинено интересам собственников и поэтому противоречит требованиям прочих заинтересованных лиц [Ивашковская, 2004]. Второй тип основывается на положениях контрактной теории фирмы и поддерживает право акционеров на получение прибыли, иначе говоря, оправдывает акцент концепции VBM на благосостоянии собственников в глазах прочих стейкхолдеров. Третий тип предлагает интеграцию интересов стейкхолдеров компании в концепцию управления стоимостью. Так, в рамках теории корпоративной социальной ответственности был выявлен факт наличия значимой корреляции между качеством отношений с заинтересованными группами и доходностью капитала. Ресурсная теория, объясняющая различия в рентабельности компаний разницей составов их ресурсных портфелей, связывает качество отношений со стейкхолдерами и способность организации получать значимые для нее ограниченные ресурсы [Ивашковская, 2004]. Так или иначе, каждый тип заинтересованных сторон компании выигрывает от создания ей стоимости (Таблица 1.1).

## Интеграция теории интеллектуального капитала в концепцию управления на основе стоимости (VBM)

В настоящее время интеллектуальный капитал является объектом особенного внимания со стороны менеджеров, инвесторов, экономических организаций и правительств ряда стран. Одним из подтверждений этого является тот факт, что, согласно крупнейшей англоязычной базе цитирования Corpus of Contemporary American English (COCA), с 1990 г. по 2010 г. интеллектуальный капитал упоминался в академических и публицистических источниках 1 290 955 раз [COCA, 2012]. Рассмотрим подробнее, в чем заключается значимость ИК с точки зрения компаний, правительства и инвесторов. Особое внимание будет уделено тому, как ИК компаний учитывается на фондовых рынках при принятии решения об инвестировании в ценные бумаги компаний.

Исследовательская организация Economist Intelligence Unit опросила в конце 2000-х гг. менеджеров компаний различных стран мира. Результаты показали, что 94% руководителей осознают, что им необходимо разбираться в вопросах интеллектуального капитала. 50% заявили, что управление ИК представляет собой одну из трех наиболее важных и трудновыполнимых для менеджера задач, а 13% считают это самой важной задачей [Руус и др., 2010]. Согласно данным Организации экономического сотрудничества и развития (OECD), компании инвестируют в тренинги сотрудников, НИОКР, отношения с покупателями, компьютерные системы и др. Еще в конце 90-х гг. XX века ежегодные инвестиции США в нематериальные активы составили около 1 трлн. долл., что было лишь немногим меньше инвестиций в материальные активы [Теплова, 2010]. Вложения в ИК с каждым годом растут и на сегодняшний день в ряде стран уже превышают сумму, (ЙЦ) вкладываемую в физический и финансовый капитал [Zeghal, Maaloul, 2010].

Первой компанией, включившей в свой годовой отчет раздел про интеллектуальный капитал, была шведская страховая компания Scandia. В нем компания показывала своим стейкхолдерам, что человеческие ресурсы, организационные процессы и налаженные связи с покупателями позволят сохранить конкурентоспособность и преодолеть финансовые трудности [Теплова, 2010]. В настоящее время некоторые российские компании оценивают отдельные компоненты своего интеллектуального капитала. Например, Т.В. Теплова приводит пример раскрытия информации об ИК такими компаниями, как ОАО «Акрихин», НПО «Иркут», «Корбина Телеком» [Теплова, 2010]. Однако значимость раскрытия информации об интеллектуальном капитале еще недооценивается российскими компаниями.

Ввиду осознания компаниями значимости инвестирования в ИК, возникают консалтинговые компании, предлагающие услуги аудита, измерения и управления неосязаемыми активами. Чаще всего такие компании управляются известными теоретиками и практиками ИК: К.-Э. Свейби, Л.Эдвинссоном, Э.Брукинг. Среди российских консультантов стоит отметить доктора экономических наук А.Н. Козырева, организовавшего консультационно-исследовательский центр интеллектуального капитала Лабрейт.Ру. Важность изучения ИК осознается и на макро-уровне. В 2006 году Мировой банк выпустил отчет, согласно которому благосостояние страны зависит от неосязаемых активов, учитывая при этом действия правительства по стимулированию экономического развития [Fadur, 2011]. С 1994 года Европейская Комиссия организует проекты, посвященные сущности экономики знаний и значимости неосязаемых активов для обеспечения конкурентоспособности. Наиболее известными исследовательскими проектами национального и международного уровня являются MERITUM (Measuring Intangibles to understand and improve innovation management, измерение нематериальных активов для понимания и улучшения управления инновациями) и MAGIC (Measuring and accounting intellectual capital, измерение и учет интеллектуального капитала). Целью первого является исследование измерения и учета неосязаемых активов. Его инициаторами являются девять университетов и исследовательских центров из шести европейских стран: Дании, Финляндии, Франции, Норвегии, Испании и Швеции. Главной целью проекта MAGIC является разработка автоматизированного способа измерения интеллектуального капитала в сфере производства [Fadur, 2011]. Кроме того, существуют исследования, проводимые по инициативе правительств европейских стран, к примеру, Дании, Норвегии и Нидерландов [Guthrie, Petty, 2000].

По сравнению с менеджерами компаний и правительствами государств, инвесторы лишь недавно начали обращать внимание на возможность учета неосязаемых активов при выборе объектов вложений на фондовых рынках, хотя необходимость этого обсуждалась достаточно давно. Так, к примеру, Уоррен Баффет считает, что «анализу фундаментальных факторов создания стоимости должен предшествовать анализ качества управления, команды менеджеров, истории развития компании и ее собственников, наличия в бизнес-модели точек инновационного роста» [Теплова, 2010]. В настоящее время существует несколько моделей, описывающих взаимодействие рынков капитала и компаний, имеющих значительные неосязаемые активы, представленных на Рисунке 1.3.

## Эмпирические исследования влияния интеллектуального капитала и его компонентов на стоимость компании

Чаще всего прокси-показатели ИК используются в работах, посвященных добровольному раскрытию информации о наличии интеллектуальных ресурсов [Guthrie, Petty, 2000; Williams, 2001; Bontis, 2003]. Однако, как отмечается в подобных исследованиях, лишь незначительное количество годовых отчетов компаний содержит подобные сведения. Кроме того, зачастую эта информация не переведена в количественное выражение, что влечет за собой определенные трудности при интерпретации и анализе наличия и влияния интеллектуального капитала [Guthrie, Petty, 2000; Brennan, 2001; Bontis, 2003].

Большинство исследований интеллектуального капитала, посвященных раскрытию информации, акцентируют внимание на практике одной страны, к примеру, Австралии [Guthrie, Petty, 1999], Канады [Bontis, 2003], Ирландии [Brennan, 2001], Великобритании [Williams, 2001], Италии [Bozzolan et al, 2003] и др. Однако некоторые исследователи, например М. Абдолмохаммади [Abdolmohammadi, 2005], не учитывают страновую специфику, либо проводят межстрановое сравнение [Vandemaele et al, 2005; Vergaumen et al., 2007].

Исследователи стараются использовать прокси-переменные, доступные из данных финансовой отчётности, например: выручка на сотрудника, маркетинговые расходы, расходы на НИОКР и т.п. [Huang, Wang, 2008; Huang, Liu, 2005]. Однако, как правило, открытая отчетность содержит весьма ограниченное количество информации о размере ИК. Исследователи часто ограничиваются расчётом интеллектуального коэффициента добавленной стоимости VAIC (Valued Added Intellectual Coefficient) [Clarke et al., 2011; Komnenic, Pokrajcic, 2012; Kujansivu, Lonnqvist, 2005; Mavridis, 2004; Mehralian et al., 2012; Pal, Soriya, 2012; Pulic, 2000; Puntillo, 2009; St-Pierre, Audet, 2011; Tan et al., 2007]. Как уже отмечалось ранее, популярность этого показателя обусловлена легкостью его расчета, который основан на данных финансовой отчетности. Однако, несмотря на столь частое применение, показатель не менее активно критикуется, поскольку он основан на ряде сомнительных предпосылок [Andriessen, 2004; Zeghal, Maaloul, 2010]. Кроме того, несмотря на то, что коэффициент позиционируется как характеристика величины ИК компании, он основан на добавленной стоимости, и в ряде исследований рассматривается как результирующий показатель.

Для более глубокого представления об интеллектуальных ресурсах компаний исследователи иногда собирают дополнительную информацию из общедоступных источников, например, с сайтов компаний, закрытых баз данных и т.п. [Orens, Aerts, 2009; Shakina, Barajas, 2012].

Ещё одним подходом является изучение интеллектуальных активов на основе качественных данных, полученных опросными методами, прежде всего в ходе анкетирования руководства и сотрудников компаний. В работе Думея респонденты сами выбирали вопросы для оценки интеллектуального капитала [Dumay, 2009]. Но в большей части исследований состав вопросов жёстко задан, а сами они представляют собой категориальные переменные типа «Оцените по 7-бальной шкале...» и характеризуют отношение к тому или иному аспекту интеллектуального капитала компании. Весьма популярной формой измерения является 5-балльная или 7-балльная шкала Лайкерта с оценками от 1 (не согласен) до 5 или 7 (полностью согласен) [Bontis et al, 2000; Huang, Hsueh, 2007; Nasari et al., 2011; Tseng, Goo, 2005].

Неоднородность неосязаемых активов вынуждает оценивать интеллектуальный капитал не в целом, а в разрезе по отдельным элементам. Большинство исследователей исходят из уже классической декомпозиции интеллектуальных активов на человеческий, структурный

(организационный) и отношенческий (клиентский) капитал [Bontis et al., 2000; Huang, Hsueh, 2007]. Однако эта структура не является догматичной: может меняться количество и содержание элементов, а также детализация модели. Отметим, что большинство работ не рассматривают взаимодействия элементов.

Для измерения элементов интеллектуальных активов может использоваться всего один показатель, например, относительные расходы на исследования и разработки могут отражать размер инновационного капитала [Chang, 2007; Cheng, 2004; Huang, Liu, 2005]. Тем не менее, ориентация на множество показателей позволяет взглянуть на неосязаемые активы с различных ракурсов, сделать их измерение многоплановым, более ёмким и надёжным. Однако возникает вопрос об агрегировании множества исходных индикаторов наличия интеллектуального капитала в единый индекс. Здесь возможны три подхода. Согласно первому из них осуществляется взвешивание показателей на основе экспертных оценок [Nazari et al., 2011]. Второй подход предполагает применение статистических инструментов снижения размерности данных, например, метод главных компонент [Moon, Куш, 2006]. Наконец, в ряде работ ставится задача оценки влияния на финансовые результаты компаний не элементов неосязаемых активов, а отдельных индикаторов интеллектуального капитала, поэтому вопрос агрегирования отпадает автоматически [Shiu, 2006; Байбурина, Головко, 2008].

## Эмпирический анализ интеллектуальных драйверов стоимости

Результаты тестирования показывают, что интеллектуальные драйверы стоимости оказывают значимое влияние на показатель М/В во всех анализируемых периодах, причем все построенные модели имеют высокую объясняющую способность. Было выявлено, что в докризисный (2004-2007), кризисный (2008-2009) и посткризисный период (2010-2011) различные прокси-показатели ИК оказывают значимое влияние на показатель М/В.

Инвесторы заинтересованы в росте стоимости компании. Таким образом, их целью является поиск компаний, недооцененных рынком, но имеющих высокую эффективность. Протестированная регрессия позволяет определить, распознают ли инвесторы выбранные показатели ИК, как конкурентные преимущества. Мы не оцениваем наличие и силу связи ИК и эффективности деятельности компании напрямую, делая это косвенно, через измерение мнения инвесторов относительно потенциала роста компании и драйверов этого роста. Рассмотрим более подробно интеллектуальные драйверы стоимости.

Прокси-показатели ИК, значимо влияющие на коэффициент М/В: - Участие в бизнес-ассоциациях. У компаний, участвующих в бизнес-ассоциациях и альянсах, коэффициент М/В в среднем выше, чем у остальных компаний. Взаимодействие с компаниями-конкурентами делает конкурентное положение компании на рынке более прочным, позволяет продвигать товары и услуги более успешно, завоевывать новые рынки. Это, соответственно, отражается в росте соотношения рыночной и балансовой стоимости компании. Отметим, что в период кризиса данный показатель перестает значимо влиять на коэффициент М/В. Это можно объяснить тем, что каждая компания становится в меньшей степени заинтересованной в поддержании отношений с конкурентами и партнерами ввиду необходимости остаться на рынке.

- Наличие наград за инновационную активность. Инновационная активность компаний, которая выражается в создании новых технологий, продуктов и услуг, является ярким примером использования интеллектуального капитала. Если компания имеет награды за развитие инноваций, это говорит об успешности такой деятельности. В результате, компания улучшает свой имидж и потенциал роста стоимости в глазах инвесторов, а также, внедряя результаты инноваций, увеличивает эффективность своей деятельности.

- Добавленная стоимость на одного работника. Добавленная стоимость, зарабатываемая одним работником компании, является наиболее популярным индикатором эффективности использования человеческого капитала. Работники с более высоким интеллектуальным капиталом приносят компании большую добавленную стоимость. Это, в свою очередь, выражается в росте соотношения рыночной и балансовой стоимости компании, что и было доказано с помощью результатов регрессионного анализа.

- Величина нематериальных активов. Нематериальные активы представляют собой интеллектуальный капитал, который отражен в отчетности компании. Полученная положительная зависимость между показателем М/В и нематериальными активами говорит о том, что компании в среднем успешно используют свои НМА, что выражается в конечном счете в росте рыночной капитализации.

- Внедрение стратегии развития компании. Следование компании некой четко прописанной стратегии делает компанию более прозрачной для инвесторов. Кроме того, ориентация компании на следование прописанной стратегии приводит к реализации целого комплекса мероприятий, которые выражаются в росте показателя М/В. Примерами таких мероприятий являются как меры по повышению эффективности управления человеческими ресурсами, так и внедрение различных электронных систем управления ресурсами предприятия. Подтверждением этого предположения является полученная высокая значимая корреляционная связь между показателем наличия ERP-систем и стратегической ориентированностью компаний.

- Внедрение компанией ERP-систем. В период кризиса значимость интеллектуальные драйверы стоимости изменяются. В частности, показатель внедрения ERP-систем становится важен для роста рыночной стоимости компании и коэффициента М/В. Это говорит о

- Доля акционеров в составе Совета Директоров. Увеличение доли зависимых директоров в составе Совета Директоров в посткризисный период приводит к росту соотношения М/В. Зависимые директора более заинтересованы в росте рыночной капитализации, нежели чем независимые, которых нужно стимулировать иными способами для решения конфликта «принципал-агент». В период восстановления финансовых рынков роль менеджмента усиливается, что приводит к тому, что данный показатель становится значимым.

- Количество патентов. В докризисный и кризисный периоды времени количество патентов не было значимым фактором. Однако в период восстановления компаний после финансового кризиса именно этот показатель является для инвесторов сигналом об активной инвестиционной деятельности, проводимой компанией, и способствует формированию ожиданий относительно ее роста в будущем. Инвесторы в посткризисный период меньше внимания уделяют качеству отношений компании с покупателями и партнерами, и в большей степени ориентируются на внутреннюю деятельность компании.