

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Эмпирическое исследование интеллектуальной стоимости крупных российских компаний и факторов ее роста

Байбурина Э.Р.¹, Головки Т.В.²

В последнее время на российском рынке получила широкое распространение концепция управления стоимостью компании (Value Based Management, VBM). В ее основе лежит принцип создания и управления стоимостью компании в интересах ее акционеров (shareholders). Управление стоимостью обеспечивается за счет поэтапного решения конфликта интересов в так называемой проблеме «принципал-агент», где принципалом выступает собственник компании, а агентом – топ-менеджмент. Стоит отметить, что включение групп внутренних и внешних стейкхолдеров значительно усложняет анализ процесса управления стоимостью компании, и, тем не менее, именно такой анализ соответствует современным стратегическим тенденциям. Стратегические модели изменений крупнейших компаний становятся при этом контекстными, т.е. зависимыми от состояния многочисленных ключевых компонент. Стоимость как итоговый результат реализации постоянных стратегических изменений компании преобразовывается в интеллектуальный параметр, определяемый многоуровневой комбинацией взаимодействия всех внутренних и внешних стейкхолдеров. Соответственно, авторы в этой статье предпринимают попытку рассмотреть базовые элементы концепции управления интеллектуальной стоимостью (Intellectual Value Based Management, IVBM³). В целом, данная статья представляет собой описание результатов исследования интеллектуальной стоимости крупных российских компаний на долгосрочном временном горизонте, а также описание результатов оценки степени влияния различных факторов на процесс создания интеллектуальной стоимости.

JEL: G32; G34; G35; L21; L26; M14; M51; M52; O31; O32; O34

Ключевые слова: управление стоимостью компании, интеллектуальный капитал, теория стейкхолдеров, стейкхолдеры, корневые компетенции, устойчивые конкурентные преимущества, ценностное предложение, интеллектуальная стоимость, добавленная стоимость компании, стратегические модели изменений, стратегические изменения, качество роста, долгосрочное стратегическое развитие

Введение в концепцию управление интеллектуальной добавленной стоимостью

В последнее время на российском рынке получила широкое распространение концепция управления стоимостью компании (Value Based Management, VBM). В ее основе

¹ Аспирант кафедры общего и стратегического менеджмента, преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы, и.о. зам. зав. Лабораторией корпоративных финансов ГУ ВШЭ.

² Выпускница кафедры экономики и финансов фирмы, участница совместного проекта под научным руководством Ясина Е.Г. «Исследование интеллектуальной стоимости компании ОАО «Северсталь – Авто», сотрудник Лаборатории корпоративных финансов ГУ ВШЭ.

³ Авторы статьи впервые вводят понятие концепции управления интеллектуальной стоимостью компании (Intellectual Value Based Management, IVBM).

лежит принцип создания и управления стоимостью компании в интересах ее акционеров (shareholders). Согласно этой концепции, топ-менеджеры выделяют ключевые факторы, ими топ-менеджеры впоследствии могут управлять в целях создания дополнительной, или добавленной, стоимости компании. С точки зрения практического использования, концепция дает возможность сделать итоговые цели компании управляемыми. С точки зрения академического сообщества, указанная концепция дает возможность разрешить конфликт интересов в так называемой проблеме «принципал-агент», где принципалом выступает собственник компании, а агентом – топ-менеджмент.

Так, в отсутствие конфликта интересов в рамках классической экономической теории фирма представляет собой «черный ящик», на входе в который есть ресурсы, а на выходе — конечный продукт. Сам процесс производства конечного продукта (технология производства, набор конкурентных преимуществ фирмы) неизвестен внешним сторонам (всем ее контрагентам). Однако современная теория фирмы, которая учитывает условия хозяйствования в новой экономике знаний, меняющуюся управленческую парадигму, дает возможность с фундаментальной точки зрения исследовать процесс управления стоимостью, что в свою очередь позволяет «проникнуть» в этот «черный ящик», т.е. оценить внутренний механизм работы фирмы с точки зрения собственников.

Особо отметим, что в основе современной управленческой парадигмы лежит принцип создания и управления стоимостью компании в интересах ее стейкхолдеров (stakeholders) — преимущественно акционеров (shareholders). При этом мало кто из исследователей действительно выделяет и показывает, что конечный результат процесса управления компанией и ее стоимостью определяется взаимодействием групп внутренних и внешних стейкхолдеров, а не собственника и менеджера в отдельности.

Стоит отметить, что включение групп внутренних и внешних стейкхолдеров значительно усложняет анализ процесса управления стоимостью компании. Так, помимо менеджмента необходимо также рассматривать интересы ключевых групп сотрудников, обладающих специфическими или ключевыми знаниями для компании и, вероятно, именно из-за таких компетенций не входящих в управленческий аппарат, но при этом составляющих основу для поддержания уникальности бизнес-модели той или иной компании. Что же касается внешних стейкхолдеров, здесь мало кто уделяет значительное внимание миноритарным акционерам, неаффилированным институциональным инвесторам, государству и т.д. Сложность такого расширенного анализа также обуславливается постоянным изменением среды и условий хозяйствования фирмы. Таким образом, необходимость «выжить» в высококонкурентных условиях заставляет компанию модифицировать и концепцию управления стоимостью компании в условиях постоянных изменений. Стратегические модели изменений крупнейших компаний становятся при этом контекстными, т.е. зависимыми от состояния многочисленных ключевых компонентов. Стоимость, как итоговый результат реализации постоянных стратегических изменений компании, преобразовывается в интеллектуальный параметр, определяемый многоуровневой комбинацией взаимодействия всех внутренних и внешних стейкхолдеров. Соответственно здесь и далее речь пойдет именно о концепции управления интеллектуальной стоимостью (Intellectual Value Based Management, IVBM⁴).

Согласно этой концепции, процесс деятельности компании можно разбить на этапы, на каждом из которых следует выявить группы ключевых факторов. Ими внутренние стейкхолдеры (ключевые группы персонала, в том числе менеджеры) впоследствии могут управлять в целях создания дополнительной стоимости компании и формирования так называемых устойчивых конкурентных преимуществ sustainable competitive advantage. При этом на основе данных устойчивых конкурентных преимуществ компания, как правило, и создает свое уникальное ценностное предложение (Value Proposition, VP).

⁴ Авторы статьи впервые вводят понятие *концепции управления интеллектуальной стоимостью компании (Intellectual Value Based Management, IVBM)*.

Что касается внешних стейкхолдеров (в частности, инвесторов, потенциальных поставщиков, клиентов), то они также могут (и это в их интересах) анализировать деятельность компании извне путем отслеживания потока публичной информации о компании на долгосрочном периоде. Данная динамическая систематическая информация дает возможность сделать вывод о перспективах долгосрочного развития компании, оценить ее долгосрочную стратегию развития и наблюдать за качеством ценностного предложения компании. Таким образом, со временем интеллектуальная стоимость компании становится наблюдаемой для всех внешних стейкхолдеров компании.

Данная статья представляет собой описание результатов исследования интеллектуальной стоимости крупных российских компаний на долгосрочном временном горизонте, а также описание результатов оценки степени влияния различных факторов на процесс создания интеллектуальной стоимости.

Соотношение понятий «интеллектуальная стоимость компании» и «интеллектуальный капитал компании»

С начала 2000-х годов (рубежным этапом стал крах корпорации Enron вследствие обнаружения факта фальсификации данных бухгалтерской отчетности на протяжении нескольких отчетных периодов) крупные компании, как международные, так и российские, стали стремиться к более полному раскрытию информации для своих стейкхолдеров (в первую очередь инвесторов). Т.е. в дополнение к публикуемой финансовой отчетности стали составляться отчеты, которые характеризовали бы качественные и количественные параметры деятельности компании, не отражаемые в ее бухгалтерской отчетности.

Основная проблема бухгалтерской отчетности – консервативность и неспособность адекватно предоставлять информацию о быстроизменяющихся в стоимости активах, а также неполное раскрытие информации о таких активах [6].

Как правило, в большинстве случаев дополнительно публикуемые компанией отчеты относятся к раскрытию информации о ее нематериальных активах (и могут быть посвящены, в том числе, описанию правил учета отдельных видов нематериальных активов, сроков амортизации отдельных групп нематериальных активов). Тем не менее все большую популярность приобретают так называемые отчеты об интеллектуальном капитале. Предполагается, что данные отчеты призваны снизить риски инвесторов, так как по сравнению со стандартной отчетностью раскрывают значительно большее количество релевантной информации.

Исследование, которое легло в основу данной статьи, сфокусировано на оценке влияния факторов, являющихся компонентами интеллектуального капитала компании и влияющих на долгосрочное создание ее стоимости. Понятие интеллектуального капитала само по себе шире, чем понятие нематериальных активов компании (т.е. интеллектуальный капитал включает в себя нематериальные активы, но помимо этого отражает также другие ключевые качественные характеристики, описывающие текущее состояние компании и позволяющие оценить ее будущий потенциал развития).

Итак, под интеллектуальным капиталом понимается совокупность ключевых качественных, нематериальных по своему назначению характеристик компании; т.е. эти характеристики могут иметь стоимостное выражение, но их основное назначение – качественное и долгосрочное влияние на процесс функционирования компании. Это совокупность накопленных компанией знаний и навыков ее сотрудников, которые в целом составляют выражение созданного в компании конкурентного преимущества, тех характеристик, которые отличают конкретную компанию от других компаний, работающих в той же отрасли. При этом отметим, что речь идет именно о компетенциях, дающих возможность иметь конкурентное преимущество и обеспечивать отличительное ценностное предложение; в значительно меньшей степени уделяется внимание корневым компетенциям (core competencies), обеспечивающим саму возможность работать в целом в данной отрасли.

Под интеллектуальной стоимостью понимается стоимость, созданная преимущественно за счет внутренней интеграции компонентов интеллектуального капитала. При этом доопределим, что данная стоимость систематически наблюдаема внешними стейкхолдерами. Также отметим, что внешними стейкхолдерами в свою очередь наблюдаема и добавленная стоимость, т.е. превышение капитализации активов над балансовой оценкой.

В качестве индикатора интеллектуальной стоимости в данной статье введен расчетный показатель интеллектуальной добавленной стоимости (intellectual enterprise value, IEV). Данный индикатор рассчитывается как разница между рыночной и балансовой стоимостью собственного капитала компании (рыночной капитализацией ее обыкновенных акций и балансовой стоимостью собственного капитала). Расчетная разница позволяет на значительном временном интервале показать превышение долгосрочной капитализации над балансовой стоимостью, что дает возможность не принимать во внимание кратковременные внешние спекулятивные реакции, опосредованно показав количественную оценку эффективности внутренних процессов, которую наблюдают внешние стейкхолдеры. Особенно отметим целесообразность оценки именно капитализации собственного капитала. Учитывая результаты исследования капитализации долга крупных российских компаний в статье Байбуриной Э.Р., Ивашковской И.В. [3], можем предположить, что политика определения структуры капитала в рамках концепции управления интеллектуальной стоимостью характеризуется часто в значительной степени решениями, не всегда ориентированными на долгосрочный рост и развитие компании. Данный эффект, на наш взгляд, требует отдельного анализа с внедрением новых исследовательских методик, что не входит в цели данной статьи.

С учетом представленных выше аргументов можно отметить, что существует два укрупненных подхода к оценке информации о деятельности компании с целью составления прогноза относительно ее будущего долгосрочного развития (и соответственно два подхода к измерению добавленной стоимости компании): концепция анализа показателей бухгалтерской отчетности и собственно стоимостная концепция [5]. При этом концепция анализа и управления интеллектуальной стоимостью (Intellectual Value Based Management, IVBM) является модификацией базовой концепции анализа и управления стоимостью компании (Value Based Management, VBM) в условиях современных динамических изменений, как показано ниже на рис. 1, 2, 3.



Рисунок 1. Подходы к измерению добавленной стоимости компании



Рисунок 2. Бухгалтерский подход к анализу результатов деятельности компании

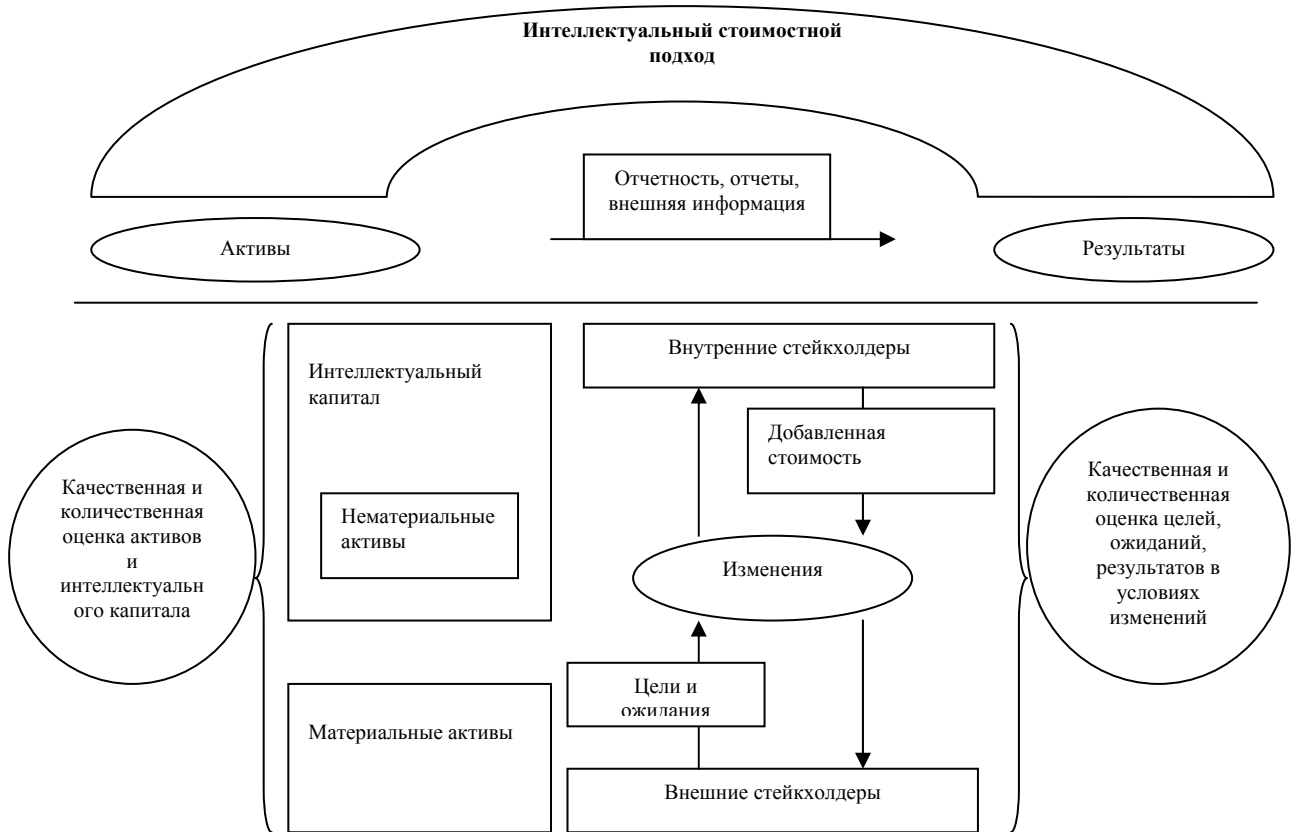


Рисунок 3. Анализ и измерение результатов деятельности компании с помощью концепции интеллектуальной стоимости

Соответственно анализ интеллектуальной стоимости конкретной компании (группы компаний) должен быть систематическим (осуществляться на протяжении последовательного ряда временных моментов) и включать в себя оценку не только фундаментальных характеристик компании, но и компонентов ее интеллектуального капитала.

Анализ компонентов накопленного компанией интеллектуального капитала может служить мерой оценки риска компании (риска отклонения будущих фактических результатов ее деятельности, в том числе финансовых, от ожидаемых).

Классификация факторов, влияющих на стоимость компании, изложенная в работе родоначальников концепции интеллектуального капитала Эдвинссона и Мэлоуна [1], представлена на рисунке ниже.



Рисунок 4. Классификация компонентов интеллектуального капитала [Эдвинссон и Мэлоун, 1997]

Ввиду того что публикаций, посвященных анализу компонентов интеллектуального капитала крупных российских компаний и выявлению факторов долгосрочного роста их стоимости существует не много, результаты проведенного исследования представляют собой интерес как с теоретической, так и с практической точек зрения.

Исследование интеллектуальной добавленной стоимости крупных российских компаний

Результаты проведенного авторами статьи эмпирического исследования могут служить направлением для анализа конкретных компаний как внутренними стейкхолдерами (менеджерами) – с целью управления стоимостью компании, так и внешними (инвесторами) – с целью осуществления финансовых вложений, например, в ценные бумаги компании.

Чтобы выявить основные факторы долгосрочного роста интеллектуальной стоимости компании, авторы проследили связь между ростом рыночной стоимости акционерного капитала компании и изменением во времени значений факторов разных групп (фундаментальных характеристик деятельности компании и компонентов ее интеллектуального капитала).

В основе модели исследования лежат методики, разработанные консалтинговыми агентствами, специализирующимися на оценке интеллектуального капитала компаний-клиентов: «Скандиа Навигатор» (Skandia Navigator)⁵, «Селеми Монитор» (Celemi Monitor) — и методы оценки стоимости нематериальных активов, разработанные Карлом Эриком Свайби (Methods for Measuring Intangible Assets by К.-Е. Sveiby)⁶.

Примеры факторов, составляющих компоненты интеллектуального капитала, используемые в рамках указанных методик для оценки интеллектуального капитала различных компаний, представлены ниже на рисунке 5.

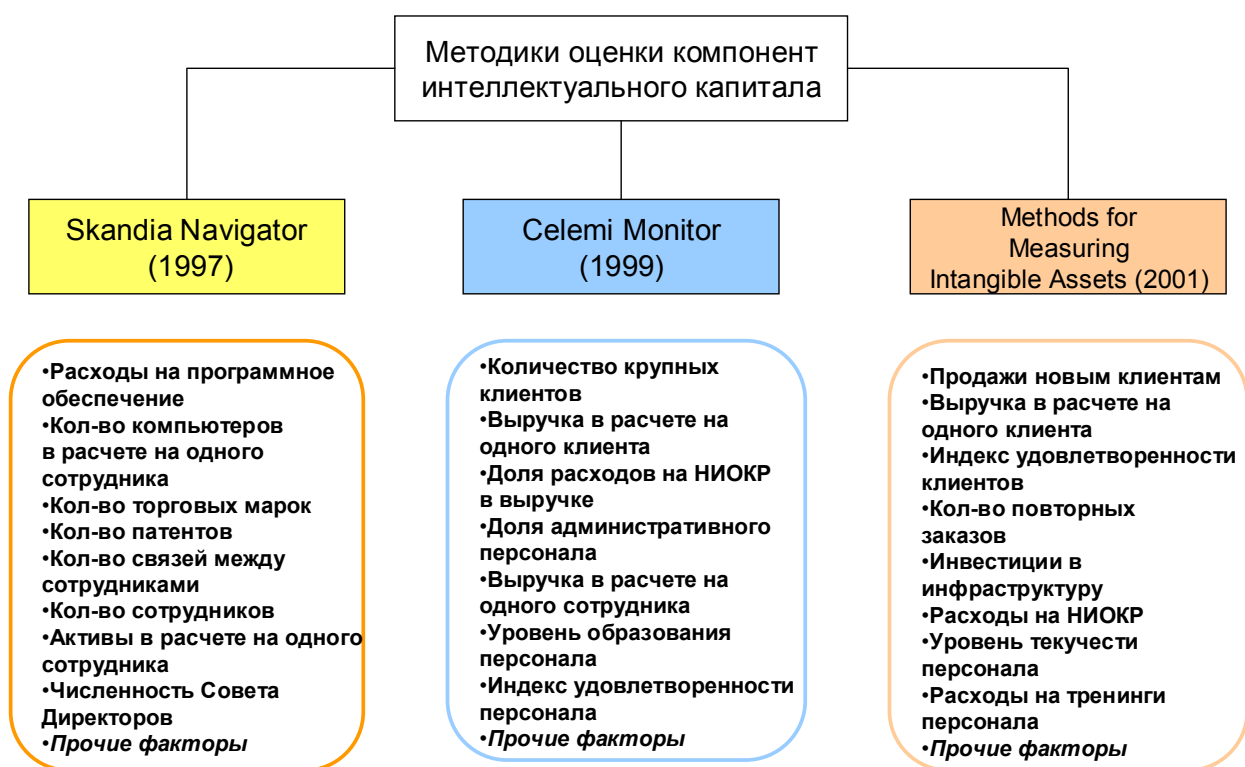


Рисунок 5. Примеры факторов оценки компонент интеллектуального капитала, предложенные наиболее известными консалтинговыми компаниями, специализирующимися в этой области

Предполагалось определить зависимость рассматриваемой в описываемом исследовании в качестве индикатора добавленной стоимости переменной от набора объясняющих переменных:

- интеллектуальная добавленная стоимость (зависимая переменная);
- фундаментальные факторы (группа объясняющих переменных, характеризующих фундаментальные факторы роста стоимости компании);

⁵ <http://www.skandia.com>

⁶ <http://www.sveiby.com>

- компоненты интеллектуального капитала (группа объясняющих переменных, характеризующих компоненты интеллектуального капитала).

В качестве фундаментальных характеристик, влияющих на создание добавленной стоимости компании, рассматриваются следующие факторы:

- балансовая стоимость активов компании;
- рентабельность активов;
- цены на нефть;
- соотношение собственного и заемного капитала.

Согласно классификации компонентов интеллектуального капитала, предложенной исследователями Ивашковской И.В. и Байбуриной Э.Р. [3], были выделены следующие компоненты: человеческий, процессный, клиентский, инновационный, сетевой виды капитала. При этом сформированные субкомпоненты (компоненты второго уровня интеллектуального капитала) в вышеуказанном исследовании были видоизменены в следующие группы факторов, согласно целям данного исследования, как показано на рис. 6.

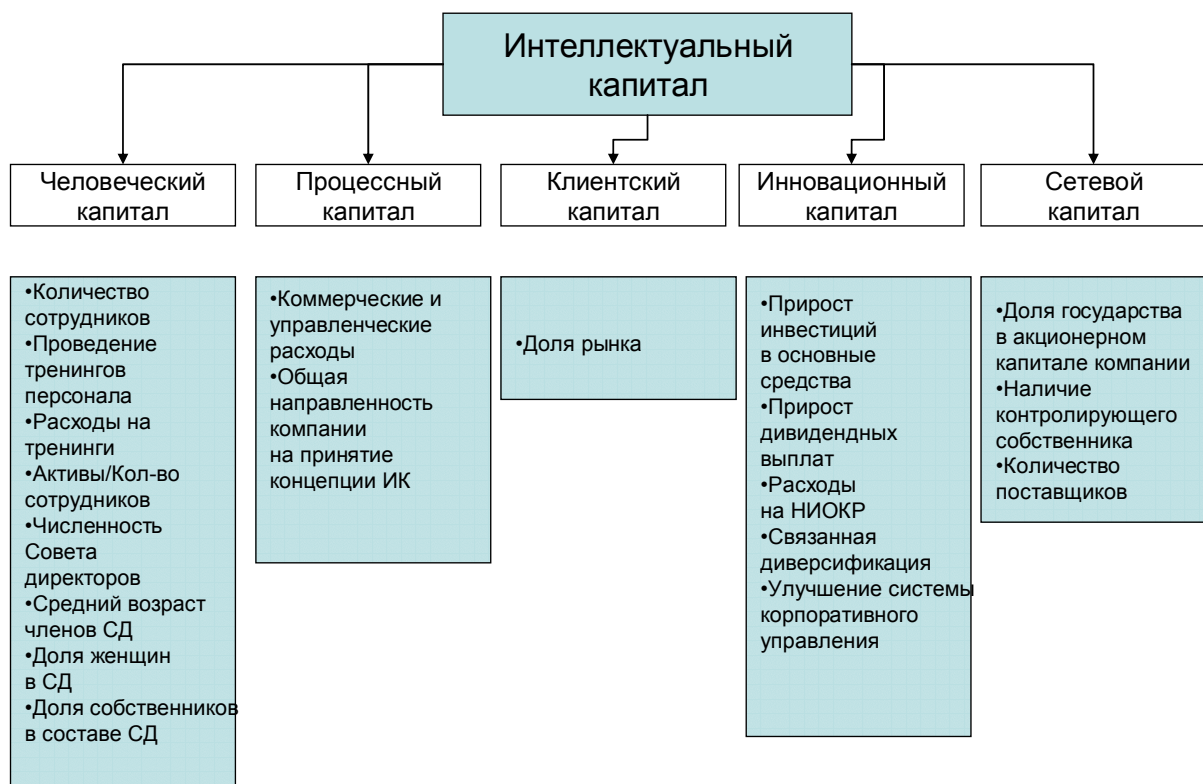


Рисунок 6. Факторы компонент интеллектуального капитала, выбранные для проведения исследования

В качестве инструментария для проведения исследования использовался множественный регрессионный анализ. Наиболее подходящая зависимость — линейная, поэтому в данном случае применялась модель множественной линейной регрессии.

Так как накопление интеллектуального капитала компании представляет собой длительный процесс и его результаты могут быть оценены на долгосрочном временном горизонте, предпосылки проводимого исследования были сформулированы следующим образом:

- оценивается информация о деятельности крупных российских компаний, акции которых котируются в том числе на российских фондовых биржах (на фондовой бирже «Российские торговые системы» и Московской межбанковской валютной

бирже); т.е. информация о деятельности выбранных компаний публична (подлежит обязательному раскрытию) и может быть оценена потенциальными инвесторами и другими внешними заинтересованными сторонами;

- период котирования ценных бумаг на указанных торговых площадках составляет минимум 5 лет (т.е. акции компаний котируются на российских биржах с 2002 года).

В результате приведенных ограничений была сформирована выборка для проведения исследования, которая включила в себя 19 российских компаний, представляющих следующие отрасли⁷: электроэнергетика (2), нефтегазовая промышленность (4), нефтехимическая промышленность и производство удобрений (3), телекоммуникации (4), авиа- и морские перевозки (2), потребительские товары (2), производство автомобилей (2).

Таким образом, исследование компонентов интеллектуального капитала крупных российских компаний и оценка их влияния на процесс создания интеллектуальной добавленной стоимости в долгосрочном периоде включают в себя эконометрический анализ данных о деятельности 19 компаний на протяжении 5 завершенных отчетных периодов (95 наблюдений), с 2002-го по 2006 год включительно.

Таблица 1.

Выборка компаний для проведения исследования

<i>№</i>	<i>Компания</i>	<i>Отрасль</i>
1	ОАО «РАО ЕЭС России»	Электроэнергетика
2	ОАО «Лукойл»	Нефтяная и газовая промышленность
3	ОАО «Ростелеком»	Телекоммуникации
4	ОАО Татнефть	Нефтяная и газовая промышленность
5	ОАО «Уралсвязьинформ»	Телекоммуникации
6	ОАО «Аэрофлот»	Авиaperезозки
7	ОАО «Сибирьтелеком»	Телекоммуникации
8	ОАО «Иркутскэнерго»	Электроэнергетика
9	ОАО «Нижнекамскнефтехим»	Нефтехимическая промышленность
10	ОАО «Северо-Западный Телеком»	Телекоммуникации
11	ОАО «Газпромнефть»	Нефтяная и газовая промышленность
12	ОАО «КаМАЗ»	Производство автомобилей
13	ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания»	Потребительские товары
14	ОАО «Сургутнефтегаз»	Нефтяная и газовая промышленность
15	ОАО «Уралкалий»	Производство минеральных удобрений
16	ОАО «Акрон»	Производство минеральных удобрений
17	ОАО «Концерн Калина»	Потребительские товары
18	ОАО «ДВМП»	Морское судоходство
19	ОАО «Группа ГАЗ»	Производство автомобилей

⁷ В скобках приведено количество компаний выборки, работающих в указанной отрасли.

Описание модели исследования

Зависимая переменная. В качестве зависимой переменной рассматривается показатель интеллектуальной добавленной стоимости (intellectual enterprise value, IEV), который рассчитывается как разница между рыночной и балансовой стоимостью собственного капитала компании (рыночной капитализацией ее обыкновенных акций и балансовой стоимостью собственного капитала).

$$IEV_{it} = \text{Market Value of Equity}_{it} - \text{Book Value of Equity}_{it},$$

где

$i = 1 \dots 19$;

$t = 1 \dots 5$.

Market Value of Equity_{it}, – рыночная стоимость собственного капитала (рублей);

Book Value of Equity_{it}, – балансовая стоимость собственного капитала (рублей).

Независимые переменные. На основании вышеперечисленных методик, научных статей, а также групп факторов, предложенных авторами данной статьи, были выделены следующие показатели для оценки их влияния на показатель интеллектуальной добавленной стоимости (intellectual enterprise value, IEV).

1. Фундаментальные переменные:

- TA, total assets — балансовая стоимость активов компании (рублей);
- ROA, return on assets — рентабельность активов (%);
- P_Oil, oil price — цены на нефть (рублей за баррель);
- D/E, debt-to-equity — соотношение собственного и заемного капитала компании (%).

2. Компоненты интеллектуального капитала:

2.1. Человеческий капитал:

- N_emp, number of employees — количество сотрудников (человек);
- TrainingsEmpl_dummy, trainings of employees, dummy — наличие в компании тренингов персонала (фиктивная переменная);
- TrainingsEmpl, trainings of employees — корпоративные расходы на проведение тренингов персонала (рублей);
- TA_Nemp, total assets/number of employees — стоимость активов компании в расчете на одного сотрудника (рублей);
- N_directors, number of directors — численность совета директоров (человек);
- Topmng_shrhldrs, top-managers shareholders — доля собственников компании в общей численности совета директоров (%);
- Age_Avg, age average — средний возраст членов совета директоров (лет).

2.2. Процессный капитал:

- SalesAdmin, sales&administrative costs — коммерческие и управленческие расходы (рублей);
- ICMeasures — общая направленность компании на принятие концепции интеллектуального капитала (фиктивная переменная);

2.3. Инновационный капитал:

- DeltaInvesmt_dummy, delta investment, dummy — увеличение капитальных вложений (фиктивная переменная);
- DeltaInvestmt, delta investment — увеличение капитальных вложений (рублей);

- DeltaDivPayout_dummy, delta dividend payout, dummy — увеличение дивидендных выплат (фиктивная переменная) [7];
- DivPayout, dividend payout – дивидендные выплаты (рублей);
- RND, research and development — расходы на НИОКР (рублей);
- Diversif, diversification — наличие в компании связанной диверсификации (фиктивная переменная);
- CorpGovernApproval, corporate governance approval — улучшение системы корпоративного управления (фиктивная переменная) [4].

2.4. Клиентский капитал:

- Marketshare, market share — доля рынка (%).

2.5. Сетевой капитал:

- State_share, state share — доля государства в акционерном капитале компании, (%);
- Controlling shrhldr_dummy, controlling shareholder, dummy — наличие контролирующего собственника среди акционеров компании (фиктивная переменная);
- N_suppliers, number of suppliers — количество поставщиков (штук).

Модель исследования содержит как очевидные факторы, характеризующие соответствующие компоненты интеллектуального капитала, так и факторы, которые могут косвенно свидетельствовать о создании и накоплении в компании интеллектуального капитала. При описании результатов исследования влияние наиболее значимых факторов будет проинтерпретировано.

Основные результаты эмпирического исследования

Была проведена серия тестов модели множественной линейной регрессии, построенной с использованием панельных данных о деятельности крупных российских компаний. В результате проведенного анализа были получены закономерности, которые представлены ниже.

Наибольший вклад вносят, согласно результатам, расходы на тренинги персонала, факт наличия контролирующего собственника, сумма активов в расчете на одного сотрудника, факт роста дивидендных выплат, прирост капитальных вложений.

В качестве итоговой приведена модель с большинством включенных статистически значимых на не менее чем 5%-ном уровне значимости⁸ независимых факторов и одним из наиболее высоких из рассмотренных вариантов значений статистики Вальда (Wald Statistics).

Модель с максимальным из полученных вариантов количеством включенных факторов (7 независимых переменных) выглядит следующим образом.

$$IEV_{it} = -1,52 * 10^{10} + 5,58 * SalesAdmin_{it} + 6,01 * DeltaInvstmt_{it} + 817,38 * TA/N_emp_{it} + 1672,67 * Tran_Expens_{it} + 6 * 10^{10} * Control_Shrhldr_dum_{it} + 5,65 * 10^{10} * DeltaDivPayout_dummy_{it} + 1,36 * 10^{10} * ROA_{it}$$

Следует отдельно охарактеризовать результаты, полученные по каждому из наиболее значимых факторов.

1. Фундаментальные переменные

Фактор ROA (рентабельность активов, значим на 7,5% уровне значимости) – один из основных финансовых факторов деятельности компании, на который инвесторы обращают

⁸ Речь идет о факторах — компонентах интеллектуального капитала (6 из 7 факторов модели); фундаментальная переменная, вошедшая в модель, значима на менее точном уровне значимости.

внимание в первую очередь. Его влияние сопоставимо меньше, нежели влияние других факторов, — Control_Shrhldr_dum (факт наличия контролирующего собственника, значим на 1%-ном уровне значимости), DeltaDivPayout_dummy (факт роста дивидендных выплат, значим на 0,4%-ном уровне значимости).

Стоит отметить, что фактор, отражающий динамику цен на нефть, не вошел ни в один из итоговых вариантов модели исследования (так как оказался незначимым по отношению к зависимой переменной). Исследование построено на анализе долгосрочного периода времени, на котором спекулятивные колебания нивелируются. Факт того, что переменная, отражающая уровень цен на нефть, не вошла в итоговую модель исследования, является хорошим показателем того, что переменные, оставшиеся в модели, отражают долгосрочные тенденции развития компании, а не конъюнктурные колебания рыночной стоимости акционерного капитала.

2. Компоненты интеллектуального капитала

2.1. Человеческий капитал

Большинство компаний выборки демонстрирует готовность (и принимают меры для этого) инвестировать в развитие сотрудников посредством финансирования процесса их обучения и роста. Фактор Tran_Expens (расходы на тренинги персонала, значим на 1%-ном уровне значимости) оказывает достаточно сильное влияние на прирост стоимости компании.

Фактор TA/N_emp (стоимость активов в расчете на одного сотрудника, значим на 2,3%-ном уровне значимости) отражает эффективность использования активов компании; оценивает способность работников применять свои профессиональные навыки, направленные на генерирование активами компании денежных потоков. Влияние этого фактора положительно и превышает влияние другого фактора — SalesAdmin (коммерческие и управленческие расходы, значим на 1%-ном уровне значимости). Влияние этого фактора несколько ниже, чем влияние расходов на тренинги персонала.

2.2. Инновационный капитал

Фактор DeltaInvstmt (расходы на капитальные вложения, значим на 2,5%-ном уровне значимости) характеризует систему действий руководства компании (менеджеров) по наращиванию (созданию) активов посредством увеличения инвестиций в основные фонды предприятия; отражает потенциальную способность фирмы к проведению инноваций, ее направленность на оптимизацию существующей структуры активов, замену оборудования на новое, более производительное.

Так как большинство компаний выборки представляет собой так называемые фондоемкие производства, то рост инвестиций в основной капитал не может не оказывать влияния на процесс создания стоимости.

Согласно результатам проведенного тестирования, связь между фактом роста дивидендных выплат (фактор DeltaDivPayout_dummy) и ростом рыночной стоимости компании (фактор IEV) положительная.

Полученный результат согласуется с теорией сигналинга (signaling theory): компания успешно развивается — и при этом дает сигнал акционерам и потенциальным инвесторам, что намерена продолжать выбранную стратегию. При этом компании продолжают осуществлять капитальные вложения — в том числе за счет заемных средств.

2.3. Процессный капитал

Степень влияния фактора SalesAdmin (коммерческие и управленческие расходы), меньше, чем влияние дивидендных выплат. Сумма отраженных в каждом отчетном периоде коммерческих и управленческих расходов косвенно свидетельствует об усилиях компании, направленных на стимулирование продаж готовой продукции, а также вознаграждение работы ее топ-менеджеров. Отдельно стоит сказать об управленческих расходах. Последние

несколько лет сумма вознаграждения топ-менеджеров крупных компаний в России стала «привязываться» к конкретным результатам их профессиональной деятельности. В большинстве случаев «привязка» идет к приросту стоимости компании в отчетном периоде на указанную в контракте с менеджером величину (по сравнению со стоимостью на дату подписания договора).

2.4. Сетевой капитал

Влияние фактора Control_Shrhldr_dum (наличие контролирующего собственника) положительно — это может объясняться следующими причинами: устойчивостью курса политики, проводимой главным собственником компании; его повышенной заинтересованностью в успешном развитии компании; формированием собственником успешной команды топ-менеджеров; отслеживанием текущих результатов деятельности компании, своевременным выявлением тенденций развития компании.

Заключение

Данная статья представляет собой описание результатов исследования интеллектуальной стоимости крупных российских компаний на долгосрочном временном горизонте, а также описание результатов оценки степени влияния различных факторов роста на процесс создания интеллектуальной стоимости. Под интеллектуальной стоимостью понимается созданная преимущественно за счет внутренней интеграции компонентов интеллектуального капитала стоимость. При этом, эта стоимость систематически наблюдаемая внешними стейкхолдерами. В свою очередь, под интеллектуальным капиталом понимается совокупность ключевых качественных, нематериальных по своему назначению характеристик компании, которые в целом составляют выражение созданного в компании конкурентного преимущества, тех характеристик, которые отличают конкретную компанию от других, работающих в той же отрасли.

Исследование компонентов интеллектуального капитала крупных российских компаний и оценка их влияния на процесс создания интеллектуальной добавленной стоимости в долгосрочном периоде включили в себя эконометрический анализ данных о деятельности 19 компаний на протяжении 5 завершенных отчетных периодов (95 наблюдений), с 2002-го по 2006 год включительно. В качестве индикатора интеллектуальной стоимости в данной статье введен расчетный показатель интеллектуальной добавленной стоимости (intellectual enterprise value, IEV). Данный индикатор рассчитывается как разница между рыночной и балансовой стоимостью собственного капитала компании (рыночной капитализацией ее обыкновенных акций и балансовой стоимостью собственного капитала).

Итоговая модель исследования множественной регрессии зависимого показателя интеллектуальной добавленной стоимости включает 7 независимых факторов, характеризующих 6 компонентов интеллектуального капитала. А именно: человеческий капитал (затраты на тренинги персонала, активы компании в расчете на одного сотрудника), инновационный капитал (рост капитальных вложений, динамика дивидендных выплат), процессный капитал (коммерческие и управленческие расходы), сетевой капитал (факт наличия контролирующего собственника). В качестве фундаментальной переменной в модели присутствует фактор рентабельности активов компании. Соотношение переменных в модели показывает соотношение степени влияния фундаментальных факторов и качественных характеристик на зависимую переменную. Более того, значение коэффициента регрессии при переменной, отражающей рентабельность активов, ниже, чем при таких переменных, как наличие контролирующего собственника, рост дивидендных выплат.

Так как исследование проведено с использованием данных крупных российских компаний за 5 завершенных финансовых лет (долгосрочный период), то полученные закономерности могут быть охарактеризованы как достаточно устойчивые — следовательно, их можно использовать в ходе практической деятельности. А именно: они могут служить

отправной точкой в процессе выявления факторов роста конкретной компании для управления ее стоимостью – создания добавленной стоимости на долгосрочном временном горизонте, формирования и поддержания конкурентного преимущества (при подборе как типичных факторов, влияние которых на процесс создания стоимости очевидно, так и уникальных особенностей, в зависимости от отрасли деятельности компании, истории ее создания, структуры собственности).

Набор факторов для проведения исследования составлялся таким образом, чтобы вся информация была доступна потенциальным инвесторам компании. Безусловно, расширение набора факторов для проведения всестороннего анализа позволит выявить новые закономерности, влияющие на процесс создания стоимости компании в долгосрочном периоде. Набор факторов, включенных в модель, может быть дополнен при наличии новых и альтернативных источников информации о компаниях. Например, при анализе вознаграждения топ-менеджеров компаний может учитываться нематериальная составляющая, в том числе и достаточно спорные и неоднозначные на сегодняшний день опционные программы. Например, компания «Газпромнефть» приняла в 2007 году опционную программу для членов совета директоров; руководство компании «Сургутнефтегаз» также рассматривало возможность принятия опционной программы для поощрения своих топ-менеджеров. Так как в основе большинства опционов, предлагаемых сотрудникам открытых акционерных обществ, лежит условие роста курсовой стоимости их акций, то представляется интересным оценить влияние факта принятия опционных программ на рост расчетного показателя интеллектуальной добавленной стоимости компаний.

То же самое можно сказать в отношении расширения статистической выборки для проведения исследования. По прошествии некоторого промежутка времени будет накоплен большой массив официальной информации о российских компаниях, в том числе о компаниях выборки данного исследования. На момент сбора данных для проведения описанного исследования информация о завершеном 2007 финансовом годе еще не была опубликована. На момент завершения исследования эта информация уже была доступна. Соответственно добавление новых факторов в модель и расширение объема собранных панельных данных открывает возможности для дальнейшего исследования контекстных моделей долгосрочного стратегического развития компаний и создаваемой таким образом интеллектуальной стоимости компании.

Список литературы

Монографии:

1. Edvinsson L., Malone M.S. Intellectual Capital: Realizing your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower, Harper Business, New York, 1997.

Публикации в периодических изданиях:

2. Байбурина Э.Р. Методы анализа интеллектуального капитала для современного устойчивого развития компании // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2007. - № 3.

3. Байбурина Э.Р., Ивашковская И.В. Роль интеллектуального капитала в создании стоимости российских компаний // Вестник Финансовой Академии. – 2007. - № 4.

4. Джинг Донг, Минг Ю. Перевод Пирогова Н.К. Система корпоративного управления, дискреционная власть менеджмента и инвестиции компаний в НИОКР: эмпирическое исследование на примере Китая // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2007. - № 4.

5. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. – 2004. - № 4. - С. 113—132.

6. Яненко В.К. Достаточно ли для инвесторов информации о нематериальных активах, содержащейся в финансовой отчетности? // Вестник Финансовой Академии. – 2008. - № 1.

7. Holder M. E., Landgrehn F. W., Hexter J. L. Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory. Financial Management, 1998.

Интернет-источники:

8. Sveiby K. Methods for Measuring Intangible Assets. <http://www.sveiby.com>

9. Scandia Navigator available Online <http://www.skandia.com/>