Правительство Российской Федерации

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение

высшего профессионального образования

«Национальный исследовательский университет   
«Высшая школа экономики»

###### Факультет медиакоммуникаций

###### Магистерская программа «Менеджмент в СМИ»

###### Департамент медиапроизводства и креативных индустрий

###### МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

На тему **Влияние интеллектуального капитала на добавленную стоимость медиакомпаний: эмпирический анализ**

Студентки группы № 743ж:

Конторович П.В.

Научный руководитель:

первый заместитель генерального

директора телекомпании «ТВ Центр»,

Пучков М.С.

Научный консультант:

к.ф.н., PhD, профессор департамента

«Медиапроизводство и креативные индустрии»,

Кирия И.В.

Москва, 2013

**Оглавление**

**Введение**………………………………………………………………………3

**Глава 1.** Теоретические основы определения факторов, формирующих добавленную стоимость компании………………………………………….7

1.1. Финансовая модель анализа в концепции управления стоимостью компании………………..……………………………………………………..7

1.2. Интеллектуальный капитал компании как фактор добавленной стоимости: определение и структурное содержание……………………..14

1.3. Стоимостные показатели интеллектуального капитала……………...25

**Глава 2.** Опыт эмпирической оценки влияния интеллектуального капитала на результаты деятельности компании………………………….36

2.1. Роль неосязаемых активов в формировании результатов деятельности компаний……………………………………………………………………..36

2.2. Трансформация интеллектуального капитала в стоимость компании……………………………………………………………………..46

**Глава 3.** Анализ влияния факторов интеллектуального капитала на формирование добавленной стоимости российских медиакомпаний…...55

3.1. Интеллектуальный капитал и его составляющие в медиакомпаниях……………………………………………………………..55

3.2. Выдвижение гипотез и описание анализируемых выборок…………65

3.3. Исследование интеллектуального капитала и его составляющих в контексте добавленной стоимости медиакомпаний………………………70

3.4. Обобщение результатов эмпирического исследования……………...81

**Заключение**…………………………………………………………………88

**Список использованной литературы**……………………………………92

**Приложения**………………………………………………………………104

Приложение 1. Обобщение классификаций, используемых при описании интеллектуального капитала основными исследователями ……………104

Приложение 2. Методы измерения неосязаемых активов в хронологическом порядке ………………………………………………...106

Приложение 3. Эмпирические исследования влияния интеллектуального капитала на результаты деятельности компании………………………...116

Приложение 4. Исходные данные: зависимые переменные…………….119

Приложение 5. Исходные данные: независимые переменные………….120

Приложение 6. Матрица корреляции независимых регрессоров……….121

**Введение**

В течение последних десятилетий наблюдается частая смена концепции управления компаниями. Так, концепция стремления к росту выручки сменилась стремлением к максимизации прибыли. Последняя, в свою очередь, была признана несостоятельной в долгосрочной перспективе и сменилась стоимостным подходом, который в настоящее время рассматривается как наиболее точная целевая установка рациональных инвесторов компании, так как отражает мотивы аккумулирования капитала для осуществления предпринимательской деятельности.

Управление стоимостью компании – достаточно новая концепция для большинства российских компаний. Однако стоит отметить, что в последнее время менеджеров все чаще интересуют новые подходы к управлению, позволяющие достичь устойчивого роста бизнеса, что связано с выявлением и оценкой факторов создания ее подлинной стоимости, развитием методов анализа капитала компании.

На сегодняшний день нельзя однозначно утверждать, что только наличие и обладание материальными ресурсами обеспечивает компаниям стабильность развития бизнеса. Интеллектуальный капитал и нематериальные активы начинают играть важную роль в процессе управления стоимостью и становятся одними из главных факторов роста и конкурентоспособности компании. Для медиакомпаний вопросы, связанные с такого рода активами являются наиболее важными. Главным образом это связано со спецификой функционирования медиа, где главной ценностью является не материально-денежная база, а люди, занятые в создании контента, а так же медиабренды, используемые права и лицензии и т.д. Высокая степень практической значимости данной концепции, одновременно с недостаточной теоретической проработкой в России, предопределяет необходимость рассмотрения таких активов компании с точки зрения их вклада в стоимость, изучения процесса трансформации интеллектуального капитала и его составляющих в результирующие показатели деятельности компании. Это и определяет актуальность выбранной темы как с теоретической, так и с практической точки зрения.

**Целью** магистерской диссертации является выявление и анализ факторов, характеризующих интеллектуальный капитал и влияющих на добавленную стоимость медиакомпаний в рамках российской практики.

**Объектом** исследования является интеллектуальный капитал российских медиакомпаний. **Предметом** выступает влияние компонентов интеллектуального капитала на добавленную стоимость медиакомпаний.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие **задачи**:

* исследовать и обобщить основные подходы к определению понятия «интеллектуальный капитал», его компонентов и показателей на основе анализа теоретической и эмпирической зарубежной и отечественной литературы;
* определить роль интеллектуального капитала в формировании результатов деятельности медиакомпаний и в создании стоимости бизнеса;
* провести эмпирический анализ факторов интеллектуального капитала и показателей эффективности его использования для российских медиакомпаний.

Задачи исследования предопределили **структуру** данной работы, которая состоит из трех глав, введения и заключения.

В первой главе представлена эволюция моделей управления, направленных на создание стоимости компании. Рассмотрены базовые теоретические основы концепции интеллектуального капитала как фактора создания добавленной стоимости организации. Уточнены особенности, понятие и составляющие интеллектуального капитала, а так же рассмотрены методы идентификации процесса трансформации интеллектуального капитала и его составляющих в результирующие показатели деятельности компаний.

Вторая глава освящает вопросы эмпирической оценки влияния интеллектуального капитала и его составляющих на результирующие показатели деятельности компаний. На основе анализа эмпирических работ была определена проблемная область настоящего исследования.

В заключительной главе проводится эмпирический анализ факторов интеллектуального капитала и показателей эффективности его использования для публичных российских медиакомпаний. Были определены наиболее значимые компоненты интеллектуального капитала, влияющие на добавленную стоимость медиабизнеса.

В заключении приведены выводы и результаты по проделанному исследованию.

**Теоретическую базу исследования** составляют труды российских и зарубежных специалистов в сфере оценки и стратегического управления стоимостью компании (Дамодаран А., Бригхем Ю., Дойль П., Коупленд Т. Чернозуб О. и др.), в теории интеллектуального капитала(Барни Д., Румельт Р., Лев Б., Эдвинссон С., Мэлоун М., Стерн Д., Стюарт Б., Мадден Б., Вайссенриедер Ф., Брукинг Э. и др.), в области оценки нематериальных активов в медиасфере(Amir E., Burgman R., Roos G., Vukanovic Z., Бойко Ю.), в теории медиаэкономики (Picard R., Вартанова Е., Doyle G., Alexander A., Owers J., Carveth R., Hollifield C., Greco A.), в области стратегического управления медиакомпаниями (Айрис А., Бюген Ж.).

**Эмпирическая база исследования** включает специализированные журналы («Journal of knowledge management», «Journal of Intellectual Capital», «Корпоративные финансы», «The International Journal on Media Management», «Journal of Media Economics»), финансовые отчеты российских медиакомпаний, находящиеся в открытом доступе, данные фондовых бирж NASDAQ, LondonStockExchange и ММВБ-РТС по котировкам акции медиакомпаний, информационные базы данных, такие как: СПАРК - Интерфакс и FIRA PRO.

Тестируемые **гипотезы** исследования предполагают, что:

* Денежная добавленная стоимость (Cash Value Added, CVA), экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added, EVA), рыночная капитализация (Market Capitalisation, MC) являются показателями отдачи от интеллектуального капитала;
* Существует зависимость между компонентами интеллектуального капитала и показателями, определяющими эффективность его использования.

**Методологическую базу** **исследования** составляют теоретические методы (историко-генетический метод и синтез, системный анализ) и эмпирические методы (классификация и моделирование, корреляционный анализ, регрессионный анализ).

**Научная новизна** диссертации состоит в разработке методических подходов к оцениванию интеллектуального капитала для обоснования его роли в процессе создания добавленной стоимости для стейкхолдеров медиакомпании.

**Практическая значимость** заключается в том, что результаты данного эмпирического исследования могут служить направлением для анализа конкретных российских медиакомпаний как внутренними стейкхолдерами в целях управления стоимостью компании - создания добавленной стоимости на долгосрочном временном горизонте, формирования и поддержания конкурентного преимущества, так и внешними заинтересованными лицами с целью осуществления финансовых вложений, например, в ценные бумаги организаций.

**Глава 1.** Теоретические основы определения факторов, формирующих добавленную стоимость компании

1.1. Финансовая модель анализа в концепции управления стоимостью компании

Концепция управления стоимостью компании (Value Based Management, VBM) появилась ещё в начале 80-х годов, однако основным катализатором её развития послужили работы основателей двух консалтинговых компаний А. Раппапорта и Б. Стюарта. Авторы данных работ предприняли попытку переосмыслить основную роль наемных менеджеров фирмы, которая, по их мнению, заключается в создании и увеличении стоимости компании в интересах ее собственников. Признание этой цели означает необходимость пересмотра корпоративных стратегических целей, а так же критериев оценки эффективности использования ресурсов, находящих в распоряжении менеджеров компании (Rappaport, 1997; Stewart, 1994).

Стоит отметить, что вне зависимости от масштаба и вида деятельности компании, руководству важно в любой момент времени иметь возможность получать релевантную информацию и оценивать эффективность результатов работы отдельных сотрудников, подразделений и компании в целом. Более того, становится необходимой разработка системы ключевых показателей деятельности в рамках концепции управления стоимостью компании, суть которой заключается в обосновании и выборе стратегических и оперативных управленческих решений, позволяющей реализовать интересы собственников организации, состоящих в росте стоимости вложенного капитала (Ивашковская, 2004).

Управление стоимостью компании допускает использование различных подходов и моделей. Вместе с тем, для построения эффективной системы измерения стоимости, необходимо акцентировать внимание на выборе основного показателя результатов деятельности организации. Такое решение переводит теоретическую основу создания ценности для стейкхолдеров в практическую плоскость, тем самым отвечая на вопрос о фактическом создании ценности в течение отчетного периода (Nichols, 1998).

Если рассматривать эволюцию подходов к оценке экономической эффективности компании, то стоит сказать, что первые финансовые модели стали появляться в 1920-х годах. Данные модели были популярны долгое время, что было обусловлено их простотой: они не требовали громоздких расчетов и строились на основе финансовых показателей. Так, например, в практике до 1950-х годов была распространена модель Дюпона, которая являлась модифицированным факторным анализом, позволяющим определить, за счет каких факторов происходило изменение рентабельности собственного капитала и инвестиции (Rappaport, 1999). В дальнейшем концепции оценки стоимости компании усложнялись и совершенствовались: от таких показателей, как чистая прибыль на акцию в 1970-х, до показателей, подобным денежным потокам на инвестиции (CFROI) в 1990-х, и современных подходов, основанных на выборе соответствующих показателей, исходя из «соображений оперативности, а так же с позиции сопоставления выгод от их применения и затрат, связанных с получением информации, необходимой для их расчета»[[1]](#footnote-2). К числу данных индикаторов многие исследователи и практики относят экономическую добавленную стоимость (Economic Value Added, EVA), добавленную рыночную стоимость (Market Value Added, MVA), а так же денежную добавленную стоимость (Cash Value Added ,CVA). Основные исторические вехи в создании теории стоимости компании представлены на рис.1.

**Рис. 1.** Эволюция подходов к оценке экономической эффективности компании1

1Источник: составлено автором

В настоящее время концепция стоимости принята экономическим сообществом в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. В такой модели происходит отказ от неэффективных бухгалтерских критериев успешности функционирования компании и принимается во внимание только один критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов - добавленная стоимость. Кроме того, данная модель включает в себя учет инвестиционных рисков в планировании и оценивании результатов деятельности, при этом делая акцент на потоках свободных денежных средств и мониторинге изменений в стоимости компании (Ивашковская, 2004).

Вместе с тем, необходимо отметить, что согласно данной концепции, основной целью компании является долгосрочный рост инвестиционной стоимости владельцев капитала компании. При этом многие авторы полагают, что нельзя ограничиваться рассмотрением интересов только собственников бизнеса, так как каждая компания имеет целый ряд заинтересованных сторон (стейкхолдеров), благосостояние которых необходимо максимизировать для того, чтобы обеспечивать конкурентоспособность (Cooper, 2000). Таким образом, осознание данного вопроса приводит к новому витку развития концепции VBM - всестороннему управлению стоимостью, где главной предпосылкой является получение выгоды от роста стоимости фирмы всеми заинтересованными лицами (Edvinsson, Malone, 1997; Zeghal, Maaloul, 2010).

Бухгалтерские показатели деятельности компании, такие как прибыль, выручка и др., используемые в качестве измерения эффективности деятельности организации ее акционерами, не способны в полной мере измерить выгоды, созданные в рамках ее функционирования для всех заинтересованных сторон. Большинство исследователей теории стейкхолдеров сходятся в понимании того, что наилучшим показателем выгод, созданных заинтересованными сторонами компании и распространенных между ними, является добавленная стоимость (Meek, Gray, 1998; Donaldson, Preston, 1995). Добавленная стоимость представляет собой прирост благосостояния компании за счет эффективного использования ресурсов, который распределяется между акционерами, кредиторами, покупателями, работниками компании и государством (Pohlman, 2000; Stern,2001; Riahi-Belkaoui, 2003).

Таким образом, переход от использования принципа бухгалтерской прибыли к экономической предопределил развитие финансовой модели анализа, в которой сформировалась совокупность аналитических показателей. К ним можно отнести:

* методы анализа инвестированного капитала с учетом капитализации инвестиционной части расходов (показатели EVA, CVA, CFROI);
* анализ экономического срока инвестированного капитала и период угасания положительного спрэда доходности инвестированного капитала (показатель CFROI);
* методы отражения инфляции в анализе экономической прибыли (показатели CVA, CFROI) (Чернозуб, 2009).

Данные показатели, основанные на экономической прибыли, в практике используют для управления стоимостью, так как, «с одной стороны, они в наибольшей степени коррелируют с рыночной оценкой стоимости, а с другой стороны, могут быть использованы в оперативном управлении компанией»[[2]](#footnote-3).

Необходимо отметить, что одним из основных этапов построения системы VBM является определение ключевых факторов стоимости, т.е. параметров деятельности, выраженных в виде каких-либо показателях, определяющих стоимость компании. Выделение данных факторов критично, так как менеджмент предприятия не может влиять непосредственно на стоимость, а должен сосредоточиться на оперативных параметрах деятельности, которые, в свою очередь, будут определять стоимость (Ивашковская, 2004). Одним из таких факторов стоимости является интеллектуальный капитал.

В эпоху глобализации и с переходом к инновационной экономике роль материальных активов заметно снижается, поскольку они не способны создавать для компании конкурентные преимущества. При этом в рамках стоимостной концепции возрастает интерес к нематериальным активам, что приводит к интеграции концепции управления стоимостью и теории интеллектуального капитала. Влияние интеллектуального капитала и его компонентов на стоимость компании объясняет создание разницы между капитализацией и балансовой стоимостью активов компании (Lev,1999). Более того, в ряде исследований «добавленная стоимость рассматривается в качестве показателя интеллектуального капитала, исходя из того, что нормальная экономическая прибыль создается финансовыми и физическими активами, а сверхприбыль – нематериальными ресурсами, имеющимися у компании»[[3]](#footnote-4).

С осознанием важности интеллектуального капитала, с точки зрения создания стоимости, инвестиции компаний в данный ресурс ежегодно увеличиваются, во многих странах превышая сумму вложений в материальные активы (Zeghal, Maaloul, 2010). Некоторые исследователи полагают, что такой рост значимости интеллектуального капитала связан с его влиянием на создание стоимости в условиях перехода к инновационной экономике (Lynn,1998; Sveiby,1997; Edvinsson, Malone, 1997), Другие связывают подобные изменения в структуре инвестиционного портфеля с переходом к инновационной экономике (Brad, Joiner, 2002).

Таким образом, можно сказать, что на сегодняшний день все большую роль в процессах взаимодействия между экономическими агентами играет интеллектуальный капитал. Это можно подтвердить наглядным примером исследования, связанного со сравнением рыночной и балансовой стоимости 3500 американских компаний на протяжении 20 лет. И если на начало 1978 года эти показатели почти совпадали – балансовая стоимость составляла 95% от рыночной стоимости, то в начале 1998 года они сильно расходились – балансовая стоимость отражала лишь 28% рыночной стоимости (Stewart, Thomas,2001). Возрастающий разрыв между рыночной и балансовой стоимостью компании означает, что теперь главным фактором, влияющим как на конкурентоспособность, так и на формирование стоимости компании, становится ее интеллектуальный капитал (Edvinsson, Malone,1997). Данный фактор обеспечивает фирме устойчивость получения выгод во времени, что в последствие приводит к максимизации ценности компании в глазах ее стейкхолдеров.

Принимая во внимание возрастающую роль интеллектуального капитала в современной экономике, компаниям необходимо определять элементы данного актива, которые будут способствовать созданию их стоимости (Drucker, 1993). Вместе с тем, организации сталкиваются с трудностями в управлении интеллектуальным капиталом, что связано с проблемами его измерения. Следовательно, оценка интеллектуального капитала и степени его влияния на рост стоимости компании становится одной из ключевых задач среди инвесторов, менеджеров и остальных стейкхолдеров организации.

1.2. Интеллектуальный капитал компании как фактор добавленной стоимости: определение и структурное содержание

В течение последних десятилетий наблюдается четкая смена тенденций развития: от экономики, основанной на материальных активах и сфокусированной на конечном продукте, к экономике, основанной на знаниях, инновациях и нематериальных активах. На современном этапе интеллектуальный капитал (ИК) становится главным конкурентным преимуществом многих компаний на рынках (Drucker,1993; Lippman, Rumelt ,1982).

Концепция интеллектуального капитала в научных кругах разрабатывается сравнительно недавно – с начала 1990-х годов. С этого периода интеллектуальный капитал стал объектом анализа многих зарубежных, а так же российских ученых. Несмотря на то, что на сегодняшний день данная концепция достаточно развита и применяется многими ведущими фирмами (Coca-Cola, IBM, MacDonald’s, Apple, BMW и др.) для разработки корпоративной стратегии, а так же при подготовке годовых отчетов о деятельности компании, до сих пор в области количественного анализа интеллектуального капитала пока больше вопросов, чем ответов.

Кроме того, стоит сказать, что различные модели и теории интеллектуального капитала представляют собой обобщение практики управления факторами стоимости в конкретных компаниях. В научно-исследовательских кругах вопросы определения интеллектуального капитала освещаются различными представителями, однако на сегодняшний день не сформировалось единого общепринятого подхода к определению данного понятия. Как правило, все они основываются на покомпонентном или структурном описании элементов интеллектуального капитала.

Различные исследователи ИК предлагают ряд характеристик, описывающих специфику понятия ИК, среди которых можно выделить следующие:

* Интеллектуальный материал, который формализован, применяем и является средством для достижения цели производства более ценного актива (Hunter, 2005);
* Аккумулированная ценность инвестиций в обучение персонала, компетенцию и будущее (определение, используемое в компании Skandia) (Эдвинссон, 2005);
* Способность организации креативно и эффективно отвечать на настоящие и потенциальные вызовы рынка (Lev, 1999);
* Совокупность неосязаемых активов рынка, интеллектуальная собственность, человеческие ресурсы и инфраструктура, которая дает возможность компании функционировать (Kimura, 2010);
* Запас индивидуальных знаний в организации, представленный её работниками (Bontis, 2002);
* Информация и знания, применяемые для создания ценности (Edvinsson, 1997);
* Разница между рыночной стоимостью компании и её балансовой стоимостью, или ресурсы, созданные из внутреннего обучения и развития ценностных отношений (Pablos, 2003);
* Знания, информация, интеллектуальная собственность, опыт, которые могут быть использованы для создания богатства (Stewart, 1997);
* Термин для обозначения нематериальных активов, без которых компания не может существовать (Brooking, 1996);
* Сумма тех знаний всех работников предприятия, которая обеспечивает его конкурентоспособность. Основную функцию ИК стоит рассматривать как получение разного рода технологических и организационных преимуществ над конкурентами (Бендиков, 2003).

Ключевая проблема в определении понятия ИК заключается в том, что каждое сообщество ученых и практиков, сталкивающееся с данным явлением, определяет его своим термином, исходя из собственных интересов. Например, исследователи в сфере неосязаемых активов используют термин интеллектуальный капитал. Бухгалтера и специалисты по оценке активов используют термин нематериальные активы, тогда как сотрудники HR-служб используют термин человеческие ресурсы или человеческие активы (Каплан, Нортон, 2004). Вместе с тем, «в литературе часто отождествляют понятия «нематериальные активы», «интеллектуальная собственность» и «интеллектуальный капитал». Однако многие исследователи полагают, что понятие ИК намного шире, чем первые два. В иностранной литературе суть интеллектуального капитала отражает термин «intangibles» («неосязаемые активы»)»[[4]](#footnote-5).

Резюмируя сказанное, отметим, что в рамках данного исследования будем отождествлять понятия **«неосязаемые активы»** и **«интеллектуальный капитал»** и подразумевать под этим «знания, опыт, организационные технологии, взаимоотношения с клиентами и профессиональные навыки, которые предоставляют компании конкурентное превосходство на рынке»[[5]](#footnote-6).

Если рассматривать понятие «интеллектуальный капитал» в контексте добавленной стоимости, то он представляет собой совокупность неосязаемых ресурсов, имеющих качественное и долгосрочное влияние на процесс функционирования компании (Байбурина, Головко, 2008). Другими словами, созданная компанией стоимость, которая выражается в материальной форме, сегодня во многом зависит от неосязаемых ресурсов, таких как репутация, бренды, отношения с клиентами, компетенция сотрудников и т.д. Вместе с тем, стоит отметить, что существуют сложности при измерении неосязаемых активов, что объясняется особыми свойствами, которыми они обладают. К таким отличительным чертам интеллектуального капитала можно отнести следующее:

* *Неосязаемость*. «В частности, знания, опыт, квалификацию, творческие способности сотрудников нельзя потрогать, имидж компании нельзя пощупать, а моральные ценности нельзя увидеть»[[6]](#footnote-7);
* *Эффект значительных временных задержек*. Для того, чтобы получить эффект от больших инвестиции в человеческий и инновационный капитал, необходимо время, т.е. существует временной лаг, который откладывает общее и немедленное получение выгод от таких инвестиции. Эмпирические исследования показывают, что средняя продолжительность ожидания эффектов от исследований и разработок составляет приблизительно 5-9 лет (Bontis, 2001);
* *Эффект с ненулевой суммой*. В отличие от традиционных активов, представленных в отчетах, потоки, связанные с интеллектуальным капиталом, не всегда прибавляются к нулю. Например, огромные финансовые инвестиции в разработку новых информационных систем могут быть потрачены впустую, если информационные системы не подходят для компании или если ее культура не одобряет их использование (Chun-Yao, Yeong, 2005);
* *Закон возрастающей предельной отдачи*: «в то время как земля, капитал и труд следуют закону убывающей отдачи, знания и информация имеют возрастающую отдачу, т.е. созданная с помощью данных компонентов стоимость растет по мере увеличения применяемого и генерируемого интеллектуального капитала»[[7]](#footnote-8).

Для более четкого понимания характеристик интеллектуального капитала необходимо определить основные его элементы. Стоит отметить, что для упорядочения элементов intangibles (интеллектуального капитала) зарубежные исследователи создали множество различных классификаций ИК. Авторы выделяют три или четыре составляющих ИК и дают им разные названия, однако описывают в основном одни и те же неосязаемые активы (например, рыночные активы, отношенческий капитал, клиентский капитал, внешний капитал и клиенты подразумевают под собой одно и то же: отношения компании с клиентами, поставщиками, заинтересованными группами лиц и обществом). Систематизация некоторых классификаций ИК приведена в Приложении 1. Однако необходимо понимать, что интеллектуальный капитал, в каждой отрасли и компании может включать в себя самые различные виды ресурсов. И учесть весь их широкий спектр практически невозможно, что и влечет за собой создание различного рода классификаций ключевых компонент интеллектуального капитала.

В российской литературе, посвящённой исследованию ИК, чаще всего используется классификация Эдвинссона (Эдвинссон, 2005). Согласно данной классификации ИК условно делят на:

* человеческий капитал;
* организационный капитал;
* клиентский капитал.

Хотя на практике компании не придерживаются единой концепции о структуре ИК, однако при определении величины ИК они в своих отчетах в качестве отдельной позиции выделяют человеческий капитал, опираясь, таким образом, на классификацию Эдвинссона. Оставшаяся часть величины ИК также подразделяется на ряд позиций, причем обычно в ней выделяется составляющая, называемая рыночным (потребительским, отношенческим, клиентским или брендовым) капиталом. Эта часть связана с положением фирмы на рынке, ее связями с клиентами и партнерами. И третья часть, которая достаточно разнородна по составу, называется организационным капиталом. Данная классификация представлена на рис. 2.



**Рис.2.** Структура интеллектуального капитала по Эдвинссону1

1Источник: Эдвинссон Л. Корпоративная долгота. Навигация в экономике, основанной на знаниях.- М: Инфра-М, 2005.- С. 108

Из рисунка видно, что автор выделяет два основных элемента ИК: человеческий и структурный капитал. Последний, в свою очередь, состоит из клиентского и организационного. Отметим, что огромное значение уделяется человеческому капиталу, поскольку главным носителем ИК является хорошо подготовленный персонал предприятия. Однако помимо работников компании, носителями интеллектуального ресурса являются также его структуры и клиенты. Рассмотрим вышеуказанные элементы ИК чуть подробнее.

**Человеческий капитал.** Впервые данный термин был введен в научный оборот в 1962 году. Данный капитал, в широком понимании, представляет собой ресурсы, которыми рынок труда обеспечивает компании, в более узком понимании - это индивидуальные компетенции, имеющие форму знаний и навыков (McGregor, Tweed, Pech, 2004). Несмотря на то, что компании осуществляют инвестиции в человеческий капитал (обучение персонала и повышение его квалификации), данный компонент интеллектуального капитала ей не принадлежит. Его собственником являются сами работники (Roos, Dragonetti, Edvinsson, 1998).

Главное предназначение человеческого капитала – создание и распространение инноваций (продукта, технологии, системы или структуры управления), тогда человеческий капитал образуется и проявляет себя в ситуациях, когда большая часть времени и способностей работников уходит на достижение новизны (Бендиков, 2003).

Человеческий капитал прирастает двумя способами:

* во-первых, компания может максимизировать объем знаний своих сотрудников;
* во-вторых, можно увеличить число сотрудников, владеющих знаниями, способными принести пользу компании.

При квалифицированном менеджменте максимальная сумма прибыли от инвестиций в человеческий капитал почти втрое превышает прибыль от инвестиций в материальные активы. Исследование зависимости производительности труда от образования показало: при повышении уровня образования на 10% производительность возрастает на 8,6%. При таком же увеличении акционерного капитала производительность растет на 3-4% (Стюарт, 1998).

**Организационный капитал** – это инфраструктура для реализации человеческого капитала. Для того чтобы человеческий капитал эффективно работал, необходимо не только движение знаний и управление ими, нужна также и коллективная работа, и, следовательно, соответствующая организация (Селезнев, 2004), структура которой включала бы исследовательские лаборатории, базы знаний и базы данных, маркетинг и дистрибутивные сети, центры доведения исследований и разработок до конкретных ноу-хау широкого применения. Таким образом, **организационный капитал** – проявление организационных способностей предприятия отвечать требованиям рынка, возможности их использования вновь и вновь для создания новых ценностей (Stewart, 1997). К данному виду капитала относятся права интеллектуальной собственности, информационные ресурсы, инструкции и методики работы, система организации фирмы, информационное обеспечение, технологии и системы управления и т.д.

**Клиентский капитал (отношенческий капитал или рыночный капитал).** Данное понятие было введено в 1993 году Гербертом Онжем. Данный вид капитала представляет собой отношения предприятия с потребителями его продукции. Он характеризуется такими качествами, как глубиной проникновения, шириной (распространением), постоянством, уверенностью в том, что потребители и впредь будут отдавать предпочтение данной компании. К клиентскому капиталу принято относить: товарные знаки и знаки обслуживания, фирменные наименования, деловую репутацию как среди своих клиентов, так и среди партнеров по бизнесу (поставщиков, дистрибьюторов, кредиторов, финансовых учреждений), наличие постоянных покупателей, повторные контракты с клиентами (Heffernan, 1996) и т.д.

Однако только часть из перечисленного можно назвать активами в точном смысле слова. Например, нельзя считать активами людей, работающих в других организациях и обеспечивающих интересы данной организации. Хотя с точки зрения обеспечения успеха бизнеса это очень важные активы.

Многие элементы клиентского капитала тесно связаны с понятием репутации. Репутация – это общественная оценка достоинств и недостатков организации, складывающаяся под воздействием многих факторов:

* опыт взаимодействия с компанией;
* мнение независимых экспертов;
* информация об организации в СМИ;
* рекламные и имиджевые мероприятия.

Таким образом, элементы клиентского капитала совпадают во многом с факторами, которые влияют на репутацию. Поэтому иногда понятие клиентского капитала отождествляются с понятием репутации (Селезнев, 2004). Кроме того, следует отметить, что именно репутация может служить сигналом для клиента организации о том, что товар или услуга высокого качества. Следовательно, клиентский интеллектуальный капитал – стратегически важный актив, и эффективное управление этим активом может принести компании существенные преимущества на рынке.

Важно понимать, что выделяемая структура интеллектуального капитала должна соответствовать стратегическим и тактическим задачам и приоритетам организации. Так одни компании в качестве основного параметра успеха называют финансовый капитал, а к человеческому потенциалу относятся как к второстепенному (по сравнению с материальным) ресурсу. Другие рассматривают человеческий капитал как движущую силу инноваций. Структура интеллектуального капитала выбирается также, исходя из «целей конкретного анализа и имеющейся в наличии статистической информации. Возможность, сложность и интерпретируемость оценки той или иной составляющей для данной компании также необходимо учитывать при выборе классификации»[[8]](#footnote-9).

Итак, рассмотренная выше классификация даёт достаточно полное представление о структуре ИК, поэтому и является общепризнанной среди компаний, которые оценивают величину ИК.

Несмотря на многообразие классификаций ИК, суть их сводится к трем основным составляющим: клиентскому, организационному и человеческому капиталу. На практике существует необходимость идентифицировать эти составляющие и их элементы, поскольку классификация ИК служит основой для разработки методов измерения данного капитала.

Резюмируя вышесказанное, отметим, что на сегодняшний день существует множество разных представлений понятия «интеллектуальный капитал». Отсутствие данной согласованности оказывает значимое влияние на исследовательские и практические интересы в сфере интеллектуального капитала. Более того, многие исследователи и практики, используя идентичный языковой аппарат для описания различных явлений в данной области, рассуждают об неосязаемых ресурсах исходя из собственной логики и подверженности той или иной сфере интересов. Последнее способствует процессу формирования множества моделей для оценки интеллектуального капитала. На сегодняшний день существует 42 основных метода измерения неосязаемых активов (Приложение 2), но ни один из них не может полностью удовлетворять всем целям оценки, т.е. применение того или иного метода зависит от конкретной цели, ситуации и пользователей конечной информации (Свейби, 2010). Данные методы измерения интеллектуального капитала могут быть сгруппированы в четыре категории: методы прямого измерения интеллектуального капитала (Direct Intellectual Capital), методы рыночной капитализации (Market Capitalization Method), методы отдачи на активы (Return on Assets method), методы, основанные на создании системы показателей (Score Card method) (Sveiby, 2010). Данные методы представлены на рис. 3.

**IC-Index**

**Business IQ**

**National IC**

**Holistic Accounts**

**IC Rating**

**MAGIC**

**IC-dVAL**

**Balanced Score Card**

**Danish Guidelines**

**Intangible Assets Monitor**

**Knowledge Audit Cycle**

**Value Creation Index**

**Meritum Guidelines**

**Skandia Navigator**

**Value Chain Score Board**

##### VAIC

##### EVA,CVA

##### Knowledge Capital Earnings

##### Calculated Intangible Value

**Market-to-Book Value**

**Tobin’s q**

**Invisible**

**Balance** Sheet

**FiMIAM**

**IAMV**

##### HRCA1

##### HRCA2

##### Citation-weighted patents

##### HR Statement

##### TVC

##### Inclusive Valuation Methodology

##### The Value Explorer

##### AFTF

##### Technology Broker

##### Intellectual Asset Valuation

Составляющие ИК определены

Только организационный уровень

###### Нет денежной оценки

###### Есть денежная оценка

Методы SC

Методы ROA

Методы MCM

Методы DIC

**Рис. 3.** Систематизация 42 моделей измерения интеллектуального капитала11 Источник: Sveiby K. Methods for measuring intangible assets. URL: <http://www.sveiby.com/articles/methods/> (Дата обращения: 20.03.2013)

Несмотря на существование целого ряда моделей, пытающихся измерить интеллектуальный капитал, в данном исследовании будут рассмотрены такие показатели добавленной стоимости, как: экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added, EVA), денежная добавленная стоимость (Cash Value Added, CVA), а так же рыночная капитализация (Market Capitalisation, MC). Эти показатели были выбраны не случайно. По мнению многих исследователей в области интеллектуального капитала и управления стоимостью бизнеса, именно данные показатели позволяют идентифицировать процесс трансформации интеллектуального капитала и его компонентов в финансовые результаты деятельности компании на основе общедоступной информации.

1.3. Стоимостные показатели интеллектуального капитала

Как уже говорилось выше, основной целью компании в рамках концепции VBM является максимизация стоимости. Поэтому дерево показателей в рамках финансовой перспективы в качестве показателя верхнего уровня должно содержать показатель, отражающий процесс создания стоимости. На наш взгляд, таким показателем может выступать экономическая добавленная стоимость (EVA). EVA  является наиболее подходящим показателем, так как она отражает процесс создания стоимости и может быть рассчитана не только для предприятий, акции которых котируются на открытом рынке. В этом преимущество данного показателя перед другим стоимостным показателем –Market Value Added (MVA). Кроме того, в ряде исследовании EVA рассматривается в качестве показателя интеллектуального капитала, исходя из предположения, что нормальная экономическая прибыль создается физическими и финансовыми активами, а сверхприбыль – нематериальными и неосязаемыми (Lev,1999).

Показатель экономической добавленной стоимости был разработан в конце 1980-х годов, а позже зарегистрирован как торговая марка, которой владеет компания Stern Stewart and Co. EVA представляет собой финансовый метод измерения создания стоимости в компаниях, который пользуется популярностью у многих топ-менеджеров. Основная идея и смысл показателя EVA заключается в том, что капитал компании должен работать с такой эффективностью, чтобы обеспечить норму доходности, требуемую инвестором, акционером или другим собственником на вложенный капитал.

Проблема, которую пытаются решить с помощью метода EVA, относится к категории качества управленческих решений, которые могут разрушать стоимость и снижать благосостояние акционера. Согласно Б. Стюарту, принятие плохих решений является зачастую результатом использования неправильных показателей, отражающих создание благосостояния, таких как доходность инвестиций или рентабельность активов (Stewart, 1994). Проблема с большинством традиционных индикаторов состоит в том, что они основаны на доходе, полученном из бухгалтерского учета, вместо денежного потока. Кроме того, данные индикаторы не учитывают стоимость капитала.

Общая формула для расчета данного показателя выглядит следующим образом:



NOPAT - чистая операционная прибыль; WACC - средневзвешенные затраты на капитал; IC - инвестированный капитал.

Стоит отметить, что положительное значение EVA означает прирост рыночной стоимости по сравнению с балансовой стоимостью чистых активов и стимул для собственников осуществлять дальнейшие вложения в предприятие. Отрицательное значение ведет к снижению рыночной стоимости компании и потере собственниками вложенного капитала за счет неполучения альтернативной доходности.

Методика расчета EVA сочетает простоту и наглядность с возможностью определения стоимости компании. Этот подход способствует повышению мотивации управленческого персонала в принятии эффективных инвестиционных решений. Более того, роль экономической добавленной стоимости в оценке эффективности финансовой деятельности компании заключается в следующем:

* позволяет измерить действительную прибыльность предприятия, а так же управлять им с позиции его собственников;
* показывает руководителям, каким образом они могут повлиять на прибыльность;
* повышает прибыльность в основном за счет улучшения использования капитала, а не за счет направления основных усилий на уменьшение затрат на пользование капиталом;
* способствует повышению качества оценки эффективности деятельности российских компаний (Канушина,2007).

Знание величины и динамики экономической добавленной стоимости позволяет: собственникам и инвесторам принимать обоснованные решения о вложении или не вложении денег в предприятие, анализировать стоимость и динамику капитала, определять требуемый уровень доходности предприятия; выявлять, насколько эффективно менеджеры использовали доверенный им капитал и какую добавленную стоимость они заработали для собственников предприятия. Положительный эффект применения показателя экономической добавленной стоимости заключается в том, что он позволяет корректировать действия собственников при принятии инвестиционных решений при различных его значениях. Главное, на что должны ориентироваться собственники — это прирост или уменьшение рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью (Хабаров, 2004).

Если говорить о применении метода EVA для измерения интеллектуального капитала, то стоит отметить, что его целью никогда не было измерение стоимости таких ресурсов, однако данный подход многие исследователи относят к числу методов измерения неосязаемого капитала (Van den Berg, 2005). EVA по большей части выступает, как индикатор наличия неосязаемых активов у компании, нежели чем как способ их измерения. Таким образом, его можно воспринимать как результирующий показатель.

Вместе с тем, стоит сказать, что эффективное управление активами знаний увеличивает EVA. Поэтому, экономическая добавленная стоимость может использоваться в качестве индикатора измерения результатов управления активами знаний (Bontis, 2001). При этом нужно помнить о двух ограничениях. Во-первых, в рамках рассматриваемой модели учитывается управление только финансовыми ресурсами, при этом остальные активы оказываются вне поля зрения. Безусловно, в большинстве случаев цель создать больше стоимости, чем увеличить стоимость капитала, что повлечет за собой увеличение денежного потока с низкими рисками в краткосрочной и долгосрочной перспективе. Однако эти решения, возможно, не увеличивают долгосрочную устойчивость интеллектуальных активов компании. Во-вторых, помимо неосязаемых активов, которые относятся к человеческому капиталу, есть другие факторы, влияющие на EVA, например, структурный и отношенческий капитал. Поэтому, изменения в EVA нельзя отнести исключительно к данным ресурсам. Более того, важно понимать, что в процессе создания добавленной стоимости участвуют не только неосязаемые активы, но и материальные ресурсы, что является дополнительным аргументом в пользу второго ограничения. Помимо этого, EVA основывается на исторических данных, в то время как следует измерять потенциал знаний в области генерирования будущих выгод (Webber, 2000).

Необходимо заметить, что модель экономической добавленной стоимости подразумевает несколько радикальные вещи. Для использования EVA, фирму необходимо реорганизовать в подразделения, менеджеры которых должны осуществлять проекты только с положительным значением данного индикатора. Из-за этого, применение EVA блокирует эффект синергии между подразделениями. Кроме того, модель экономической добавленной стоимости стремится превращать менеджеров во владельцев, которые смотрят только на денежный поток (Bukh, Mouritsen, Larsen, Johansen, 2001). Упор на рассмотрение денежного потока упускает из виду благосостояние компании в целом, основанное на ее продуктах, сотрудниках, клиентах и инновационных способностях. Особо следует отметить тот факт, что EVA, являясь показателем результата деятельности, дает информацию только о том создается или частично разрушается стоимость и за счет каких факторов она генерируется (Young, O’Byrne, 2000). Однако данный метод не отвечает на вопрос, с помощью каких инструментов и каким образом необходимо осуществлять управление.

Несмотря на вышеуказанные минусы модели EVA, анализ данного показателя и его изменений по данным отчетности дает оценку эффективности управления компанией. Более того, модель экономической добавленной стоимости обеспечивает организации эффективный контроль, отслеживая промежуточные успехи и неудачи, а также, своевременное вмешательство в план реализации инвестиционных проектов (Hutchinson, Stern, 2004).

Для решения одной из главных проблем модели – не учета потенциала будущих выгод от интеллектуального капитала – можно использовать количественную оценку ожидаемого изменения EVA посредством двух составляющих: стоимости текущей операционной деятельности (Current Operations Value, COV) и стоимости будущего роста (Future Growth Value, FGV).

Текущую стоимость компании, которая формируется на основе рыночных ожиданий относительно стабильности текущего уровня EVA предприятия в будущих периодах показывает величина COV. В свою очередь, величина FGV отражает потенциал будущего роста организации за счет рыночных ожиданий относительно тенденции изменения уровня EVA в долгосрочной перспективе по сравнению с текущим значением (Burgman, Roos, 2005). Следовательно, величина FGV является для компании сверхприбылью. Компоненты рыночной стоимости компании представлены на рис. 4.

**Рыночная стоимость** (заемный и собственный капитал)

**Добавленная рыночная стоимость (MVA)**

**Капитал**

**Капитал**

**Стоимость будущего роста (FGV)**

**Капитализированная текущая** **EVA**

**Стоимость будущего роста (FGV)**

**Стоимость текущей операционной деятельности (COV)**

**Рис.4.** Основные компоненты рыночной стоимости компании1

1Источник: Stern Stewart & Co, Future Growth Value (FGV) URL: [www.sternstewart.com](http://www.sternstewart.com) (Дата обращения: 14.04.2013)

Из рисунка видно, что совокупная рыночная стоимость компании состоит из стоимости будущего роста (FGV) и стоимости текущей операционной деятельности (COV). При этом важно отметить, что многие исследователи рассматривают показатель FGV в качестве результирующей переменной интеллектуального капитала, которая отражает ожидания рынка о потенциале будущего роста стоимости предприятия (Stewart, 1997).

Теперь рассмотрим модель денежной добавленной стоимости (Cash Value Added, CVA), которая является разновидностью концепции экономической прибыли. Данная модель была разработана Бостонской консалтинговой группой (Boston Consulting Group - BCG) как альтернатива EVA. В отличие от критерия добавленной экономической стоимости, показатель и модель денежной добавленной стоимости CVA базируется на оценке денежных потоков. Данная модель позволяет выровнять искусственные колебания доходности на протяжении жизненного цикла инвестиции. Основная проблема EVA заключается в том, что в начале инвестиционного цикла она показывает отрицательную доходность, а в стабильной фазе – сильно ее завышает (Velez-Pareja, 2001). «CVA часто в начале жизни инвестиций показывает хоть и невысокую, но все же положительную доходность. Однако на протяжении оставшегося срока жизни инвестиций CVA, как правило, имеет чуть более высокие значения, нежели EVA»[[9]](#footnote-10). Кроме того, добавленная денежная стоимость в большей степени полагается на операционные денежные потоки компании, чем на рентабельность инвестиционных вложении, осуществленных в прошлых периодах (Mahoney, 1996).

Отметим, что основой модели CVA является расчет показателя денежных потоков на инвестиции (cash flow return on investment, CFROI), который представляет собой внутреннюю норму отдачи бизнеса, уравнивающую реальные денежные потоки с валовыми денежными инвестициями (Rawley, 2003). Следовательно, формула для расчета CVA будет выглядеть следующим образом:



CFROI – денежные потоки на инвестиции; WACC - средневзвешенные затраты на капитал; GIC - валовой инвестированный капитал.

Следовательно, CVA в рамках подхода Бостонской консалтинговой группы показывает в абсолютном выражении величину операционного денежного потока сверх затрат на капитал. Данная величина может быть отрицательной, что будет означать недостаточность денежного потока для сохранения стоимости инвестированного капитала (Brad, Joiner, Olsen, Stelter, 2002).

Отметим, что благодаря тому, что в основу расчета показателя CVA положены прогнозируемые денежные потоки, генерируемые операционный деятельностью компании, он обеспечивает более точную оценку экономической нормы доходности бизнеса. Поэтому «применение CFROI в рамках модели CVA позволяет охватить не только фактическое состояние, но и ожидания относительно будущего положения компании в процессе оценки качества ее работы, чего не предполагает показатель EVA»[[10]](#footnote-11).

Для расчета показателя CFROI необходимо выполнить следующие действия:

1. Выявить денежные притоки в течение экономического срока службы активов. Данный срок рассчитывается как отношение суммарной стоимости активов к амортизационным отчислениям;
2. Рассчитать величину суммарных активов, которая и будет выступать в качестве оттока денежных средств;
3. Скорректировать как оттоки, так и притоки на коэффициенты инфляции, т.е. привести к текущим ценам;
4. Внести ряд поправок в расчетные величины (денежные потоки, суммарные активы) для нивелирования различных искажений, вызываемых учетными принципами. Так, например, для расчета денежных притоков чистый доход корректируется на суммы амортизации, проценты по заемному капиталу, выплаты по договорам лизинга и т.д. Балансовая стоимость активов корректируется на суммы накопленной амортизации, стоимость имущества, полученного по договорам лизинга и т.д;
5. Рассчитать CFROI как ставку, при которой суммарные денежные оттоки будут равны суммарным денежным притокам;

Если показатель CFROI превышает требуемый инвесторами средний уровень, то компания создает стоимость и наоборот, если CFROI ниже требуемой доходности, то стоимость компании будет снижаться (Дамодаран, 1994).

Помимо расчета показателя CFROI, важным является расчет валового инвестированного капитала (GIC). Данный капитал – это «вложения компании в активы, в портфель инвестиционных проектов на начало года, который определяется на основе стоимости чистых активов, к которым добавляется накопленная амортизации»[[11]](#footnote-12). Необходимо помнить, что полученную величину активов нужно увеличивать на инфляцию, произошедшую с момента формирования активов (Madden, 1999).

Что касается показателя WACC, то он показывает уровень рентабельности инвестированного капитала, необходимого для обеспечения максимальной рыночной стоимости компании. Показатель средневзвешенная стоимость капитала организации интегрирует в себе информацию о конкретном составе элементов сформированного (формируемого) капитала, их индивидуальной стоимости и значимости в общей сумме капитала. Он определяет относительный уровень расходов (в форме процентных платежей, дивидендов, вознаграждений и т.п.) за пользование вложенных в деятельность предприятия финансовыми ресурсами. Фактически WACC характеризует альтернативную стоимость инвестирования, тот уровень доходности, который может быть получен компанией при вложении не в новый проект, а уже в существующий (Чернозуб, 2009). WACC рассчитывается по следующей формуле:

WACC = Ke \* We + Kd \* Wd \* (1 - t), где:

Ke - cтоимость собственного капитала (%); We - доля собственного капитала (%); Kd - стоимость заемного капитала (%); Wd – доля заемного капитала ( %); t - ставка налога на прибыль ( %).

Отметим, что добавленная денежная стоимость концентрируется на реальных величинах – «денежные потоки, генерируемые существующими и будущими активами, и первоначальные инвестиции выражаются в текущих ценах, учитывая, таким образом, фактор инфляции»[[12]](#footnote-13). Более того, модель CVA предполагает сопоставление рассчитываемой на ежегодной основе CFROI со скорректированными на инфляцию затратами на капитал. Смысл показателя CVA аналогичен смыслу EVA: «если денежные потоки на инвестиции превосходят требуемый инвесторами уровень доходности, задаваемый пороговым значением цены задействованного капитала, то это говорит о том, что компания создает стоимость и повышает благосостояние своих акционеров, а также преследует интересы остальных стейкхолдеров»[[13]](#footnote-14). Данная концепция, относительно разработанной ранее модели EVA, представляет более точный показатель, оценивающий изменение акционерной стоимости компании.

Резюмируя сказанное, отметим, что модель CVA дает возможность менеджерам компании получить базу для сравнения, очерчивая стратегические ориентиры, которые необходимо достичь и по возможности превысить в каждом отчетном периоде (Чернозуб, 2009). Это, в свою очередь, обеспечивает лучшее понимание процесса трансформации ресурсов компании в конечный результат, взаимосвязи внутренних и внешних процессов, а также способности инвестиций стратегического характера генерировать денежные потоки в долгосрочной перспективе (Ottosson, Weissenrieder, 1996).

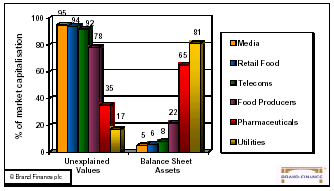
Проведенный обзор ряда показателей, основанных на концепции управления стоимостью компании, показал, что максимизация стоимости собственного капитала приводит к увеличению стоимости фирмы в целом, что в итоге обеспечивает большую степень доступности ресурсов для распределения среди всех стейкхолдеров. Поэтому в условия новой экономики компаниям, реализуя свои стратегии, необходимо акцентировать своё внимание не только на материальных ресурсах, но и на интеллектуальных активах, эффективность использования которых относится к числу факторов, обеспечивающих достижение конкурентных преимуществ.

**Глава 2.** Опыт эмпирической оценки влияния ИК на результаты деятельности компании

2.1. Роль неосязаемых активов в формировании результатов деятельности компаний

В последние десятилетия интеллектуальный капитал все больше воспринимается как один из основных активов, на который должно быть обращено внимание менеджмента компаний. Многие специалисты в области стратегического менеджмента полагают, что необходимо ключевое изменение структуры управления с целью первоочередной ориентации топ-менеджмента фирм на эффективное управление неосязаемыми ресурсами.

Данное предположение обусловлено тем, что все чаще стоимость нематериальных активов значительно превышает стоимость материальных. Исследование, проведенное компанией Brand Finance совместно с Financial Times в 1999 году, показывает, что «суммарная стоимость чистых активов 344 компаний с Лондонской фондовой биржи составила 401, 6 млрд. фунтов стерлингов, а их рыночная капитализация – 1455,2 млрд. Таким образом, примерно 73% стоимости компаний, отражающих стоимость нематериальных активов, не были учтены в финансовой отчетности»[[14]](#footnote-15). Об этом же свидетельствует исследование, проведенное на рынке США. На рис.5 наглядно показано, насколько рыночная капитализация превышала балансовую стоимость компаний в различных отраслях экономики США на 31 декабря 1998 года.

**Рис.5.** Превышение рыночной капитализации над балансовой стоимостью компаний различных отраслей экономики США1

1Источник: составлено по «Driving Corporate Value in 21 Century»// Brand Finance, 2000. URL: <http://brandfinance.com/> (Дата обращения: 16.04.2013)

Другие эмпирические расчеты показывают, что уже в 2000 году материальные активы 20 самых дорогих компаний занимали менее 20% их рыночной стоимости. Более того, согласно исследованию американского рынка, проведенного компанией Citibank в 2003 году, нематериальные активы и гудвилл составляют в среднем 74% от цены приобретаемой компании (при этом нематериальные активы составляли 22% и гудвилл 52%)[[15]](#footnote-16). Вышеуказанные примеры свидетельствуют в пользу того, что нематериальные активы создают стоимость для акционеров, а так же соответствуют растущему спросу со стороны инвесторов, аналитиков и прочих стейкхолдеров к получению точной и обоснованной стоимости нематериальных активов фирм. Однако отметим, что особые свойства объекта исследования, затрудняющие его описание с помощью количественных оценок (Chen, Cheng, Hwang, 2005), и отсутствие требований по отражению интеллектуального капитала в финансовой отчетности компании (Garcia-Ayuso, 2003) осложняют проведение эмпирических исследований в данной области.

Вместе с тем, на сегодняшний день существует ряд исследований, в которых рассматриваются вопросы инкорпорирования интеллектуального капитала и его составляющих в процессы формирования добавленной стоимости компаний, а так же вопросы, связанные с оценкой взаимосвязи индикаторов данного капитала и результатов деятельности компаний. Рассмотрим чуть подробнее наиболее актуальные эмпирические работы исследователей, в которых показана роль неосязаемых активов в формировании результирующих показателей деятельности фирмы. Подобное исследование позволит нам сформировать наиболее полное представление об уже проделанной работе в области наших интересов, а также выявить возможные направления расширения изучений определенных вопросов.

Одной из первых работ в данной области является работа Н.Бонтиса, который выявил положительное влияние составляющих интеллектуального капитала на результирующие показатели деятельности американских компаний. В качестве результатов деятельности он использовал показатели прибыли, индикаторы рентабельности и роста выручки. Кроме того, его исследование выявило достаточно сильную взаимосвязь между компонентами интеллектуального капитала (Bontis, 1998). Аналогичные результаты получились и в другом исследовании, но вместе с тем, наиболее значимый эффект влияния на результаты деятельности показал только организационный капитал (Chua, Richardson, 2000).

Аналогичную исследованию Бонтиса работу провел А. Риахи-Белкауи, который тестировал влияние интеллектуального капитала на результаты деятельности американских транснациональных компании. Влияющими показателями в его исследовании являлись число и стоимость торговых марок компаний, а результирующим показателем выступала чистая добавленная стоимость. Последняя была определена автором, согласно теории стейкхолдеров и ресурсному подходу, как сумма затрат на оплату труда, корпоративных налогов, дивидендов, процентов к уплате, выплат миноритариям и изменений нераспределенной прибыли. В результате он получил значимую положительную взаимосвязь между чистой добавленной стоимостью и интеллектуальным капиталом (Riahi-Belkaoui, 2003).

Отметим, что исследования по данной тематике проводились так же на примере компаний из развивающихся стран. Одной из интересных работ является исследование К. Хуанга и М. Ванга, которые эмпирически доказали, что нематериальные активы занимают значительную часть в капитализации компании из индекса Taiwan 50. В своей работе авторы предположили, что интеллектуальный капитал занимает своё место в финансовой отчетности в качестве отдельной категории. В своем исследовании они основывались на более ранней работе М. Чена, в которой применялись элементы модели интеллектуального коэффициента добавленной стоимости (Value Added Intellectual Coefficient,VAIC). Кроме того, К. Хуанг и М. Ванг использовали данные по расходам в исследования и разработки (R&D расходам) компаний в качестве дополнительного индикатора структурного капитала (Chen, Cheng, Hwang, 2005). В результате авторы выявили сильную положительную взаимосвязь между неосязаемыми активами и показателями деятельности публичных компаний Китая, которые были зарегистрированы на Тайвани (Huang, Wang, 2008).

Большим и значительно расширенным за счет выдвигаемых гипотез является исследование Г. Оладунджойе и Г. Оньеасо, которые тестировали влияние разного рода ресурсов фирмы на ее результирующие показатели. Авторы обнаружили значимое положительное влияние неосязаемых ресурсов и пришли к выводу, что интеллектуальный капитал формирует конкурентные преимущества компании. Кроме того, они предположили, что на сегодняшний день одной из основных проблем системы бухгалтерского учета является идентификация интеллектуальных ресурсов и их отражение в регистрах учета (Oladunjoye, Onyeaso, 2007).

Необходимо отметить исследование Э. Амира, Б. Лева и Т. Сугьянниса, которые пытались решить вышеуказанную проблему. Авторы кодифицировали различные упоминания, ссылки и информацию об интеллектуальном капитале из годовых отчетов компаний и проверили собранные данные на предмет их влияния на результаты деятельности. Выводы получились достаточно противоречивые: с одной стороны интеллектуальный капитал оказывает существенное влияние на капитализацию фирм, с другой стороны при формировании прогнозов относительно деятельности компании стоимость самих неосязаемых ресурсов оказывается сильно недооцененной (Amir, Lev, Sougiannis, 2003).

Интересным представляется исследование Д. Дантине и К. Джина, идентифицировавшими в своей работе взаимосвязь между показателями, характеризующими собственный капитал и составляющими интеллектуального капитала. В выборку авторов попали традиционные компании, зависящие от материальных активов, и компании нового формата, в которых велика роль неосязаемых активов. Выводы, которые они сделали, заключаются в следующем: материальные активы и интеллектуальный капитал по-разному оказывают влияние на создание стоимости компаний. Если материальные активы имеют явную линейную связь со стоимостным показателем, то характер взаимосвязи между интеллектуальным капиталом и стоимостью не столь очевиден (Danthine, Jin, 2007).

Стоит сказать, что анализ влияния неосязаемых активов на результаты деятельности компании предполагает использование не только подхода, основывающегося на использовании набора индикаторов, отражающих компоненты интеллектуального капитала, но и также предполагает применение различных количественных моделей. В 2000-е годы появилось достаточно большое количество таких исследований. Пул эмпирических работ за последние десять лет охватывает практически все географические зоны. Безусловно, данные работы разнородны по используемой выборке, временному интервалу, а так же применяемым подходам к измерению неосязаемых активов (Приложение 3). Анализ данных исследований позволяет выделить ряд общих гипотез, которые были проверены и подтверждены в большинстве работ по результатам эконометрического анализа:

* существует положительная взаимосвязь между уровнем интеллектуального капитала и результатами деятельности компании;
* на развитых рынках влияние интеллектуального капитала выражено сильнее, чем на развивающихся;
* существует комплементарная связь между составляющими интеллектуального капитала, что выражается во взаимном влиянии, наличии синергетического эффекта, а так же незначимости отдельных элементов вне связи с другими.

Более того, противоречивые данные были получены при тестировании следующих гипотез:

* отдельные составляющие неосязаемых активов оказывают положительное влияние на результаты деятельности компании;
* степень влияния интеллектуального капитала зависит от отрасли, в которой работает компания;
* степень влияния интеллектуального капитала зависит от размера предприятия (Быкова, Молодчик, 2011).

Как видно из Приложения 3, география исследований охватывает как развитые, так и развивающиеся рынки. Среди применяемых методов измерения интеллектуального капитала часто встречается метод интеллектуального коэффициента добавленной стоимости (VAIC). Вместе с тем, стоит отметить, что анализ российских исследований показывает, что для построения моделей влияния интеллектуального капитала на результирующие показатели компаний в основном применяется метод выделения составляющих (факторов) с их характеристикой через количественные показатели в рамках финансовой отчетности фирмы. Так, в работе Гараниной в качестве индикатора человеческого капитала выступает фонд заработной платы, организационный капитал представлен через отношение затрат к количеству сотрудников фирмы, а рыночный – через выручку. Результаты данного исследования определили, что «рыночная стоимость активов российских компаний на 84,29% определяется неосязаемыми ресурсами этих компаний»[[16]](#footnote-17). Отметим, что такой подход к моделированию позволяет избежать проблемы, связанной с экспертными оценками, но требует от исследователей решения вопроса о структуре и содержаний интеллектуальных активов, а так же о соответствующих индикаторах его состояния.

Таким образом, можно сделать вывод, что неосязаемые активы в целом оказывают положительное влияние на результирующие показатели деятельности компании, при этом установленная взаимосвязь зависит от множества факторов, например специфики внутренней и внешней среды фирмы, определяющей отличительные свойства каждого из компонент интеллектуального капитала.

Помимо вопросов, связанных с влиянием интеллектуального капитала на результаты деятельности компаний, многие исследователи поднимают вопрос о том, какова степень присутствия неосязаемых активов и их составляющих в финансовой отчетности фирмы. Д.Гютри и Р. Петти провели исследование годовых отчетов австралийских фирм и пришли к выводу, что наиболее полно в документах описывается отношенческий капитал (40%), а структурный и человеческий – на треть (30%) (Guthrie, Petty, 2000). Кроме того, стоит обратить внимание на работу Н.Бреннана, который анализировал форму отчетности интеллектуального капитал ирландских фирм. Автор пришел к выводу о более равномерном распределении степени присутствия каждого компонента в отчете (Brennan, 2001). При этом, Д. Гютри и ряд авторов в исследовании 2006 года относительно раскрытия информации о неосязаемых активах показали, что наибольший массив информации представлен именно об отношенческом капитале (37%), тогда как человеческий и структурный заняли только 35% и 28% соответственно (Guthrie, Petty, Ricceri, 2006). Следовательно, можно сделать вывод о том, что при формировании финансовой отчетности отношенческому капиталу уделяется наибольшее внимание на практике. Более того, важно понимать, что составление отчета об интеллектуальном капитале, связанного в единую структуру, позволяет обеспечить всех заинтересованных лиц качественной и достоверной информацией о состоянии неосязаемых активов компании, как источнике конкурентных преимуществ, в том числе, как потенциале роста стоимости компании.

Необходимо понимать, что грамотно построенная система управления интеллектуальным капиталом в компании способствует принятию эффективных решений, которые приводят к максимизации стоимости бизнеса. Обзор эмпирических работ показал, что анализ интеллектуального капитала обычно проводится на основе двух подходов: ресурсной и стоимостной концепции.

В ресурсном подходе создание конкурентного преимущества зависит от обладания фирмой ценных, редких и трудно копируемых ресурсов (Barney, 1991; Stiles, Kulvisaechana, 2004). В соответствии с данным подходом в каждой компании существует свой набор ресурсов, который влияет на результирующие показатели деятельности компании, однако, нет ясности в вопросе трансформации интеллектуального капитала в результирующие индикаторы фирмы (Lippman, Rumelt, 1982). Поэтому трудно установить, каков вклад отдельного ресурса в показатель эффективности деятельности компании без учета взаимозависимости с другими активами (Dierickx, Cool, 1989; King, Zeithaml, 2001).

В рамках ресурсного подхода отдельно стоит отметить исследование Р.Румельта. Автор подверг критике идею об определяющем влиянии отраслевой или корпоративной принадлежности компании на ее рентабельность и эмпирически доказал преобладание внутриотраслевых над межотраслевыми различиями в соотношении 7:1, что возможно означает преобладание организационных факторов конкурентоспособности над отраслевыми источниками конкурентных преимуществ. Ключевой вывод данного исследования заключается в том, что преимущественно внутренние факторы формируют конкурентные преимущества компании вне зависимости от отрасли и других внешних условий ведения деятельности (Rumelt, 1991).

Следовательно, основной предпосылкой ресурсной концепции является способность компании создавать стоимость вне зависимости от внешних факторов, а при использовании собственных ресурсов (Barney, 1991; Collis, Montgomery, 1995). Такой подход рассматривает природу и качество ресурсов, используемых в процессе создания стоимости, но, в свою очередь, не обеспечивает основу для понимания процесса использования ресурсов и того, как создается результирующая стоимость (Collis, Montgomery, 1995). Поэтому анализ интеллектуального капитала проводится в стоимостной концепции.

Как упоминалось выше, в таком подходе итоговым показателем результативности использования интеллектуального капитала является добавленная стоимость. Многие авторы полагают, что разницу между рыночной и балансовой стоимостью активов можно объяснить наличием неосязаемых активов у компании. Более того, они подчеркивают, что активы такого рода являются ключевыми факторами роста в большинстве секторов экономики (Lev, 1999). Таким образом, если объединить данный подход с концепций интеллектуального капитала, то можно заметить, что стоимостные показатели выступают в качестве результирующих показателей деятельности компании, на которые оказывают воздействие элементы интеллектуального капитала.

Резюмируя вышесказанное, отметим, что обзор эмпирических исследований показывает, что анализ влияния интеллектуального капитала на результаты деятельности компании является за рубежом достаточно распространенной практикой для определения его роли и возможностей использования в целях повышения ценности компании. Вместе с тем, обобщение основных направлений, проблем и результатов эмпирических работ, посвященных рассмотрению ценности компаний сквозь призму влияния интеллектуального капитала, показывает, что, большинство исследований являются узко сфокусированными и затрагивают лишь значение и влияние отдельных компонент интеллектуального капитала, в то время как для получения наиболее полной картины необходимо применение интегрированного и комплексного подхода к данному вопросу. Именно подобный комплексный подход мы реализуем в рамках проведения собственного исследования по оценке значимости и характера влияния интеллектуального капитала на добавленную стоимость и рыночную капитализацию медиакомпаний на российском рынке, которое будет представлено в главе 3.

2.2. Трансформация интеллектуального капитала в стоимость компании

Вопросы, связанные с трансформацией интеллектуального капитала в материальные ценности, являются достаточно актуальным для большинства компании. Поэтому инвестиционные решения, которые принимаются менеджментом для создания, развития и сохранения нематериальных активов должны носить стратегический характер и быть направлены на поддержание конкурентного преимущества. Вышесказанное еще раз подтверждает тот факт, что топ-менеджменту необходимо более точное понимание в вопросах управления интеллектуальными ресурсами для создания ценности компании и поддержания ее устойчивых конкурентных преимуществ.

Большинство количественных исследований взаимосвязи интеллектуального капитала и результирующих показателей деятельности компаний эмпирически доказывают возрастающую роль первого в условиях инновационной экономики. Однако вместе с тем, каждый из рассматриваемых подходов анализа интеллектуальных ресурсов имеет ограничения на разных этапах исследования: например, ограничивается выбор зависимых переменных, либо выбор метода измерения составляющих интеллектуального капитала для определения независимых переменных.

Необходимо отметить, что только наличие нематериальных ресурсов у компании не определяет возможности создания ценности. Многое зависит от того, как эти ресурсы используются и насколько эффективно ими управляют. Таким образом, как отмечалось выше, синтез стоимостной концепции и ресурсного подхода позволит определить процесс трансформации интеллектуального капитала и его показателей в финансовые результаты деятельности организации (Riahi-Belkaoui, 2003).

Объединение вышеуказанных подходов в существующих исследованиях демонстрирует развитие методов измерения интеллектуального капитала (Norton, Kaplan, 2001; Shakina, Barajas, 2012). Вместе с тем, существуют сложности построения эмпирических моделей влияния нематериальных активов на результаты деятельности. В большинстве случаев данные сложности можно объяснить тем, что исследователи используют внешнюю информацию, предоставляемую компаниями, которая, в свою очередь, не отражает всей специфики интеллектуального капитала и его составляющих показателей. Более того, еще одной проблемой является нехватка информации в финансовой отчетности, как о нематериальных активах, так и о различных факторах создания ценности фирмы в целом (Garcia-Ayuso, 2003). Вышеуказанные проблемы приводят к сложностям оценивания неосязаемого капитала внешними аналитиками, которые в качестве источников информации используют финансовые отчетности компании, а так же базы данных, находящихся в открытом доступе. Кроме того, это может объяснить противоречивые результаты, получаемые в ходе эмпирических исследований, посвященных анализу влияния качества и объема интеллектуального капитала на результирующие показатели деятельности компаний.

Стоит отметить, что в настоящее время появилось достаточно большое количество работ различных авторов, где в качестве одного из основных показателей эффективности использования интеллектуального капитала выступает добавленная стоимость компании. Многие исследователи исходят из условия, что нормальная экономическая прибыль создается физическими и финансовыми активами, а положительная - интеллектуальным капиталом и его составляющими (Lev, 1999).

Следует так же отметить исследование британского департамента промышленности и торговли, в котором авторы пришли к следующему заключению: компании, достигающие высоких результатов деятельности, связывают способность создавать товары и услуги с высокой добавленной стоимостью с инвестиционными вложениями стратегического характера в неосязаемые активы (Zeghal, Maaloul, 2010). Более того, получение конкурентного преимущества возможно благодаря использованию нематериального капитала и управлению им для достижения максимальной ценности компании (Youndt, Subramaniam, Snell, 2004).

Наличие связи между интеллектуальным капиталом и созданной добавленной стоимостью подтверждают различные эпмирические исследования (Kimura, Cruz Basso, Nogueira, de Barros, 2010; Dıez, Ochoa, Prieto, Santidrian, 2010), а также многие другие работы в данном исследовательском поле. Однако остается неясным процесс трансформации показателей интеллектуального капитала в стоимость компании.

Необходимо отметить работы российских исследователей в области анализа влияния интеллектуального капитала на результаты деятельности компаний. Одной из таких работ является исследование, проведенное в 2007 году Д.Волковым и Т.Гараниной. Целью исследования являлось определение влияния материальных и неосязаемых активов на рыночную стоимость активов российских компаний. Исследование построено на трех моделях регрессионного анализа, две из которых однофакторные, описывающие взаимосвязь между рыночной стоимостью фирмы и фундаментальной стоимостью материальных и интеллектуальных активов. Третья модель – двухфакторная, показывающая влияние отдельных компонентов интеллектуального капитала на рыночную стоимость компаний. Исследователи пришли к выводу, что изменения в рыночной стоимости активов компании в большей степени объясняются влиянием факторов интеллектуального и материального капитала в совокупности. Более того, авторы определили, что на российском рынке «влияние фундаментальной ценности материальных ресурсов на рыночную стоимость активов фирмы превосходит влияние фундаментальной ценности неосязаемых активов на ту же переменную»[[17]](#footnote-18). В рамках данного исследования было проведено тестирование вышеуказанных моделей в отраслевом разрезе. В результате было установлено, что взаимосвязь между рыночной стоимостью капитала и ценностью нематериальных активов наилучшим образов объясняется в моделях для энергетики, связи и коммуникаций. Тестирование двухфакторной модели показало, что во всех отраслях рыночная стоимость зависит от ценности как материальных, так и нематериальных активов (Волков, Гаранина, 2007).

Другой интересной эмпирической работой является исследование Э.Байбуриной и Т.Головко, которые анализировали основные факторы долгосрочного роста стоимости компании. Авторы определили, что разница между рыночной стоимостью собственного капитала компании и балансовой соответствует показателю интеллектуальной добавленной стоимости и выступает как зависимая переменная в рассматриваемой модели. Анализ данных осуществлялся с помощью тестирования моделей множественной линейной регрессии, построенных с использованием панельных данных о деятельности крупнейших российских компаний. В итоге была получена эконометрическая модель множественной линейной регрессии с зависимым показателем интеллектуальной добавленной стоимости, куда входили семь регрессоров, характеризующих интеллектуальный капитал российских компаний. При верификации выдвинутых гипотез исследователи получили следующие значимые факторы: «затраты на тренинги персонала, активы компании в расчете на одного сотрудника (человеческий капитал), рост капитальных вложений, динамика дивидендных выплат (инновационный капитал), коммерческие и управленческие расходы (процессный капитал), факт наличия контролирующего собственника (сетевой капитал)»[[18]](#footnote-19).

Вместе с тем, на сегодняшний день вопросы, связанные с трансформацией интеллектуального капитала в результирующие показатели деятельности компаний, остаются дискуссионными, несмотря на существование большого пула эмпирических исследований и работ, рассматривающих и оценивающих влияние нематериальных активов и их составляющих на создание добавленной стоимости (Wang, Chang, 2005; Pulic, 1998; Riahi-Belkaoui, 2003; Chen, Cheng, Hwang, 2005; Zeghal, Maaloul, 2010; Волков, Гаранина, 2007; Байбурина, Головко, 2008). Кроме того, не существует однозначных доказательств о значимости связи между интеллектуальным капиталом и индикаторами, отражающим результативность деятельности организации.

Необходимо отметить, что многие исследователи, помимо тестирования гипотез о величине отдачи от интеллектуальных ресурсов, выражаемой в добавленной стоимости компании, занимаются вопросами, связанными с формой отдачи на нематериальный капитал (Bontis, 2000; Daum, 2001). Современная управленческая парадигма предполагает, что наряду со стоимостной концепцией в основе лежит принцип создания и управления стоимостью компании в интересах её стейкхолдеров. Данная концепция инкорпорирована в интеллектуальные ресурсы, отличающиеся от материальных активов по своим свойствам и характеристикам. Сложности в измерении интеллектуального капитала частично объясняются свойством неосязаемости, а так же наличием временного лага, существующего между вложениями инвестиции в данного рода активы и отдачей от них (Joia, 2000). Эмпирические исследования показывают, что вложения в НИОКР в среднем будут приносить выгоды только через 7-9 лет (Bontis, 2001). Кроме того, как указывалось выше, нематериальные активы описываются с помощью закона возрастающей предельной отдачи, то есть созданная с помощью таких активов стоимость растет по мере увеличения применяемого и генерируемого интеллектуального капитала (Bontis, 2001). Многие исследователи связывают такое свойство с сетевым эффектом взаимодействия, который «порождает явление возрастающей предельной полезности и предельной производительности, то есть чем больше масштаб деятельности в данных условиях, тем больше эффективность использования дополнительно вовлекаемых ресурсов» [[19]](#footnote-20).

Необходимо так же отметить, что исследования показывают, что управление составляющими интеллектуального капитала обладает эффектом с ненулевой суммой, что связано с неосязаемостью такого рода активов. Авторы отмечают, что потоки на интеллектуальные ресурсы не обязательно прибавляются к нулю, в отличие от материальных ресурсов, которые представлены в отчетах. К примеру, стратегические инвестиционные вложения в разработку информационных систем могут не принести выгод в долгосрочном периоде, если данные системы не подходят для фирмы или если ее культура не одобряет их использование (Tseng, Goo, 2005).

Однако в ряде других эмпирических исследований авторами были получены противоречивые результаты. Работа Л. Канибано показала, что маркетинговые расходы не оказывают существенного влияния на стоимость компаний (Canibano, 2000). Исследователи М. Юндт, М. Субраманиам и С. Снелл в результате эмпирических исследований интеллектуальных ресурсов показали, что компании в большинстве случаев фокусируются только на одном из компонентов данного рода активов, аргументируя это тем, что только часть фирм может достигнуть высокого уровня развития каждого из трех составляющих интеллектуального капитала: человеческого, структурного и клиентского (Youndt, Subramaniam, Snell, 2004). Отметим так же исследование Ч. Д. Хуанга и Ч. Ж. Лиу, которые получили неоднозначные результаты. Тестирование гипотезы о взаимосвязи между компонентами интеллектуального капитала (инновационным и структурным капиталом) и результирующими показателями деятельности фирм показало, что инвестиции в структурный капитал имеют положительное влияние на результирующие финансовые индикаторы до определенного уровня, а в случае превышения данного уровня эффект от вложений приобретает отрицательную динамику. Более того, авторы пришли к выводу о том, что отдельно инвестиции в технологии не будут оказывать значимого влияния на результаты деятельности компании, тогда как их взаимодействие с инновационным капиталом имеет значимое положительное влияние на итоговые показатели деятельности. (Huang, Liu, 2005). Можно сказать, что подобные выводы доказывают тот факт, что вложения в неосязаемые активы не всегда приносят выгоду фирме. И результат будет в большей степени зависеть не столько от самих составляющих такого рода активов, сколько от синергии и взаимодействия между ними.

Вышеуказанный феномен исследователи объясняют тем, что компании имеют «неоптимальную комбинацию активов и причиной отрицательного воздействия на стоимость капитала является несбалансированность между количеством материальных и нематериальных активов фирмы и/или дисбаланса между компонентами интеллектуального капитала»[[20]](#footnote-21).

Если рассматривать интеллектуальный капитал в качестве составляющей портфеля активов компании, то тогда можно предположить, что существует некая оптимальная комбинация компонент, позволяющая максимизировать стоимость, нарушение которой может стать причиной отрицательного влияния неосязаемых активов на результирующий показатель деятельности компании. В работе Хуанг и Лью показывают, что стоимость интеллектуального капитала подчиняется правилу мультипликации, то есть существует синергия между его компонентами. Комплементарность интеллектуальных активов предполагает, что недоинвестирование в один из компонентов ИК ведет к недоиспользованию потенциала роста стоимости компании. Тоже справедливо и в обратном случае – излишек инвестирования будет приводить к высоким затратам при отсутствии роста отдачи. Более того, в данном исследовании авторы предполагают, что структурные элементы интеллектуального капитала взаимодействуют друг с другом нелинейно и предположительно U-образно (Huang, Liu, 2005; Huang, Wang, 2008). Отсюда следует, что отдача от интеллектуального капитала может подчиняться закону возрастающей отдачи до некоторой точки перегиба, а затем - закону убывающей отдачи. Поэтому возможны случаи, когда стратегические инвестиционные вложения в нематериальные активы в качестве результата будут приводить к отрицательной отдаче, становиться неэффективными и не будут приводить к росту стоимости компании. Такое предположение можно связать с тем, что интеллектуальный капитал не обладает свойством аддитивности и не формируется суммой его составляющих, а как говорилось выше, он формируется на основе взаимодействия, то есть подчиняется правилу мультипликации. Поэтому одним из факторов успешного генерирования нематериальных активов является эффективное взаимодействие структурных компонентов такого рода ресурсов, что в свою очередь, будет способствовать и приводить к росту стоимости фирмы и увеличению благосостояния всех заинтересованных сторон компании.

Резюмируя вышесказанное, отметим, что стратегическая роль интеллектуального капитала в повышении эффективности деятельности современной компании широко обсуждается как на теоретическом, так и на практическом уровне. Обзор существующей литературы и различных эмпирических исследований показывает слабое развитие методов, позволяющих установить устойчивую взаимосвязь качества сформированного интеллектуального капитала внутри компании и результирующих показателей деятельности. В свою очередь это затрудняет анализ эффективности использования интеллектуальных ресурсов, накладывает ограничения на управление стоимостью компании и ограничивает анализ успешных практик преобразования неосязаемых ресурсов в конкурентные преимущества.

**Глава 3.** Анализ влияния факторов интеллектуального капитала на формирование добавленной стоимости российских медиакомпаний

3.1. Интеллектуальный капитал и его составляющие в медиакомпаниях

Деятельность любой компании, работающей на рынке и находящейся в конкурентных отношениях с другими компаниями, предлагающими сходные товары и услуги, характеризуется различными экономическими показателями. На сегодняшний день уровень конкуренции в медиасфере очень высок, как и высоко сходство в качестве предлагаемых медиапродуктов. В данных условиях наличие неосязаемых активов становится одним из весомых аргументов в соперничестве на рынке медиа и способно принести СМИ дополнительные конкурентные преимущества.

В 2009 году компанией Ernst&Young было проведено глобальное исследование с целью изучения особенностей аллокации стоимости предприятий. Информация для анализа была взята из годовых отчетов компаний за 2008 год. Исследование охватило 709 компаний из 21 страны мира. Результаты исследования показали, что «47% совокупной стоимости предприятий были аллокированы на гудвилл, 23% – на идентифицируемые нематериальные активы и всего 30% пришлось на материальные, финансовые и иные активы»[[21]](#footnote-22). Это исследование еще раз подтвердило тот факт, что неосязаемые активы или, как отмечалось выше, интеллектуальный капитал создают стоимость для акционеров. Отметим так же, что, согласно исследованию, в отрасли медиа и индустрии развлечений неосязаемые активы составили почти 90% стоимости бизнеса, и это вторая отрасль после потребительских товаров и услуг с такой аллокацией интеллектуальных ресурсов в совокупной стоимости компании (рис. 6).



**Рис. 6.** Аллокация стоимости компаний по отраслям1

1Источник: Юрецкая Я. Учет и оценка деловой репутации компании: современный аспект// Анализ и аудит в управлении инновациями. – 2012. - № 2. - С. 166

Стоит отметить, что в последнее время у большинства компаний увеличилось количество нематериальных активов, признаваемых в финансовой отчетности. Это связано с расширением бизнеса, созданием новых товарных знаков, внедрением дорогостоящих информационных систем. От того, насколько правильно идентифицированы и оценены нематериальные активы компании, зависит достоверность ее финансовой отчетности.

Для медиакомпаний вопрос управления нематериальными активами является наиболее важным. Главным образом это связано со спецификой функционирования медиа. Главной ценностью медиакомпаний являются не физические активы – здания, транспорт, оборудование, а контент СМИ, создаваемый журналистами, а так же потоки информации, управляемые редакторами и доносимые до аудитории публицистами, радио- и телеведущими. Кроме того, к неосязаемым активам можно отнести частоту вещания, используемые права и лицензии, медиабренды, дизайн и т.д. Прежде чем подробнее рассмотреть основные составляющие интеллектуального капитала, характерные непосредственно для медиакомпаний, обратимся к некоторым понятиям и концепциям медиаэкономики, основываясь на которых мы применим ресурсный и стоимостной подход, о которых говорилось в теоретической части данной диссертации.

Необходимо сказать, что экономическая сторона медиабизнеса долгое время не привлекала к себе серьезного внимания со стороны исследователей. С середины 90-х гг. XX века произошли изменения в научных подходах, «медиаэкономика» стала отдельным направлением анализа. Медиаэкономика занимается изучением того, как в отрасли (медиаиндустрии) распределяются ресурсы для создания контента (различные формы информации, знаний, а также продуктов развлекательного содержания), направленного на удовлетворение потребностей аудиторий, рекламодателей и других заинтересованных сторон (Picard, 1990). Данная дисциплина совмещает принципы изучения медиакоммуникаций с проверкой на практике экономических принципов применительно к управлению фирмами в этом секторе (Alexander, 2004).

Одной из основных концепции в медиаэкономике является «двойственность» рынка товаров и услуг. Медиакомпании производят и продают контент (статьи, радио- и телевизионные программы), который привлекает аудиторию (покупателя или потребителя контента). В свою очередь, контакт с привлеченной аудиторией продается рекламодателю. В этом случае речь идет о рекламно-ориентированной бизнес-модели, хотя стоит отметить, что сегодня компании находят новые способы монетизации аудитории. Двойственность заключается в том, что на медиарынке фактически производятся два типа взаимосвязанных продуктов — «контент» и «аудитория» (Picard, 1989).

Функционирование медиаиндустрии происходит в условиях довольно сложной структуры рынков (рис.7). Медиакомпании конкурируют на трех основных полях: за аудиторию (рынок потребителей), за качественный контент (рынок авторов) и за рекламные бюджеты (рынок рекламодателей) (Айрис, Бюген, 2010).

**Рис. 7.** Основные рынки, на которых конкурируют медиакомпании1

1Источник: Айрис А., Бюген Ж. Управление медиакомпаниями: реализация творческого потенциала. – М.: Университетская книга, 2010. – С.28

Медиакомпаниям необходимо постоянно учитывать интересы трех сторон, представленных на графике 7:

* **Аудитории**. Компания должна приобретать для неё у авторов контент по соответствующей цене;
* **Рекламодателя**. Необходимо определять подходы к размещению рекламы и учитывать тот факт, что навязчивая реклама ведет к выигрышу в краткосрочной перспективе, а в долгосрочном периоде будет происходить потеря аудитории медиакомпанией;
* **Авторов**. Нужно выбрать редакционную формулу, которая будет делать продуктовое предложение аудитории эффективным, в свою очередь, добиваясь от авторов следования этой формуле (Doyle, 2002).

Основной задачей производителя медиаконтента становится создание такого продукта, который соответствует интересам и потребностям аудитории, чем аналогичный продукт конкурента. Если такой медиапродукт создан удачно, то количество потребителей растет, и за контакт с каждым новым потребителем платит рекламодатель, соответственно это может выражаться в улучшении финансовых показателей компании: росте выручки, снижении средних затрат на единицу продукции, т.е. появлению эффекта экономии от масштаба(Albarran, Dimmick, 1996). В этом случае можно говорить о стоимостном подходе. Создание качественного медиапродукта предоставляет компаниям реальные возможности приобретать и сохранять устойчивую группу лояльных потребителей. Создавая и продвигая сильные и успешные продукты, компании увеличивают свою стоимость в несколько раз за счет того, что стоимость их медиапродуктов достаточно высока. Цепочку создания такой ценности можно представить следующим образом (рис.8):

**Рис. 8.** Цепочка создания ценности медиапродуктом1

1Источник: составлено автором

Вместе с тем, нужно понимать, что в конкурентной среде для создания качественного продукта требуется аллокация большого количества ресурсов компании. Для этого нужна правильная оценка ресурсов, являющихся ключевыми в бизнес-модели компании и которыми на самом деле обладает или способна обладать медиакомпания в достаточном количестве.

В связи с этим, основных понятий и концепции традиционной медиаэкономики становится недостаточно. Раскрывая особенности экономических эффектов в медиаотрасли (экономия от масштаба) и объясняя специфику медиапродукта (двойственность), медиаэкономика объясняет функционирование фирм на макроуровне, не опускаясь на микроуровень – уровень отдельной фирмы. Решить данную проблему можно через синтез понятий и концепций медиаэкономики с концепциями стратегического менеджмента, в частности стоимостного подхода, рассмотренного выше, и ресурсного подхода, которым можно оперировать на уровне фирмы (Коллис, Монтгомери, 2007).

В рамках ресурсного подхода фирмы рассматриваются как наборы различных ресурсов – материальных и нематериальных или интеллектуальных активов. Данные активы определяют способность эффективного и рационального функционирования компаний на рынке. Фирмы, обладающие лучшими портфелями ресурсов, имеют больше шансов на успех в высококонкурентной среде (Prahalad, Hamel,1990). *Материальные активы* - активы, имеющие вещественную форму, в состав которых обычно входят основные средства, незавершенные капитальные вложения, оборудование, земля, производственные запасы сырья и материалов и т.п. К *нематериальным активам* относится всё то, что не имеет физической (осязаемой) формы. Необходимо заметить, что в российской практике не распространено понятие «интеллектуальный капитал», однако, по мнению многих зарубежных исследователей, оно намного шире, чем нематериальные активы, поскольку включает такую важную составляющую, как человеческий ресурс. В данной работе мы отождествляем понятия «нематериальные активы» и «интеллектуальный капитал» и подразумеваем под этим такие активы – особые права, субсидии, преимущества, которые принадлежат компании и приносят выгоду в будущем, способствуя увеличению доходов. Нематериальные активы принимают разнообразные формы: сюда сходит репутация фирмы, патенты, авторские права, лицензии, торговые названия, знания, человеческие ресурсы, бренды компаний (Козырев, Макаров, 2003).

Как уже отмечалось выше, несмотря на важность материальных активов, главной ценностью медиакомпаний являются нематериальные активы или интеллектуальный капитал, что связано с особенностями функционирования медиа.

Многие авторы выделяют стандартные и нестандартные нематериальные активы. К *стандартным* нематериальным медиаактивам относятся: «бренд, логотип, товарный знак, лицензии, приобретенные права (права на контент, трансляцию, тиражирование), программное обеспечение, библиотека контента. К *нестандартным* относятся архив, клиентская база, права на формат, на events (проведение фестивалей, конкурсов), «звезды», топ-менеджмент, креативная команда, корпоративное управление»[[22]](#footnote-23).

Стоит отметить, что бренд является одним из ключевых нематериальных активов, самостоятельно создаваемый организацией. Медиабренды отличаются от потребительских брендов. Им присущи такие особенности, как: изменчивость, эмоциональность, интенсивность, непрерывность, пассивность потребления, а так же социальная функция. Для формирования медиабрендов требуется целый комплекс составляющих: информационное медианаполнение, структура и продвижение этого наполнения, позволяющие сфокусировать его на определенный сегмент целевой аудитории, и многое другое. Системный медиабренд-менеджмент включает в себя целенаправленную деятельность по формированию у потребителя комплекса ощущений и отношений, которые прочно ассоциируются с торговой маркой или компанией (Stephan, 2005).

В качестве неосязаемого актива бренд является инструментом реализации теории стоимостного управления компаниями. Данная теория отличается от классического подхода, ориентирующего предприятие на прибыль. Рост стоимости бизнеса обусловлен различными факторами, в том числе прибылью и объемом ее реинвестирования. Однако наибольшую приростную динамику дают рыночные инструменты, в числе которых грамотная работа на фондовом рынке и рыночные оценки такого актива как бренд (Коупленд, 2002).

Более того, отметим, что акционеры и топ-менеджмент крупных компаний заинтересованы в изучении показателей стоимости бизнеса. Быстро увеличить данную стоимость можно «лишь за счет брендов, т.к. стоимость материальных активов компании с течением времени снижается, а среди других нематериальных активов нет по-настоящему привлекательных и стабильных объектов вложений: ноу-хау, высокие технологии и инновации либо устаревают из-за НТП, либо копируются конкурентами»[[23]](#footnote-24). В итоге, необходимо вкладывать средства именно в бренды: во-первых, стоимость бренда достаточно *стабильна* и *не подвержена сильным колебаниям*, а во-вторых, эта цифра практически *не имеет ограничений роста*, о чем говорят рейтинги ведущих мировых агентств Interbrand и Brand Finance. Эти факты обуславливают заинтересованность руководства компаний в постоянном повышении стоимости данного нематериального актива, а значит, и в возможности сравнения данного направления инвестирования с другими, такими как основные средства, фонды и т.д.

Вторым по важности ключевым интеллектуальным активом является креативная команда или человеческий ресурс. Уникальность медиапродукта обеспечивается благодаря мыслям, идеям, творчеству, опыту работников медиакомпании. Каждый творческий коллектив уникален по своей сути – его нельзя ни заместить, ни продать на рынке. Необходимо заметить, что под креативной командой в данном случае подразумевается не просто коллектив профессиональных авторов контента, но и все те люди, которые создают и продвигают медиабренд, что в свою очередь привлекает лояльных потребителей (Зинин, 2010).

Зарубежная практика оценки интеллектуального медиакапитала предполагает рассмотрение только двух активов, о которых говорилось выше: брендов и человеческого ресурса. Многие авторы аргументируют это тем, что существует сложность оценки других нематериальных активов из-за специфических свойств данных ресурсов и нераспространенной практики отражения в отчетности компании (Vukanovic,2009). Таким образом, трансформацию интеллектуального капитала в ценность для медиакомпании можно представить следующим образом (рис.9):

**Рис.9.** Трансформация интеллектуального капитала в ценность для медиакомпании1

1Источник: Vukanovic Z. Global Paradigm Shift: Strategic Management of New and Digital Media in New and Digital Economics // The International Journal on Media Management. - 2009. -№ 2.- p.85.

Вместе с тем, используя классификацию интеллектуального капитала Эдвинссона, описанную в первой главе диссертации, далее будет рассматриваться и оцениваться влияние таких составляющих интеллектуальных ресурсов как: человеческий (креативная команда, топ-менеджмент), организационный (патенты, лицензии, информационные системы) и клиентский капитал (инвестиции в бренд, деловая репутация). Отметим, что каждый из них будет выражен через определенные количественные факторы, которые отражаются в финансовых отчетностях медиакомпаний.

Важно заметить, что интеллектуальные активы могут быть отражены в отчетности компании, если их использование позволит в будущем получить дополнительную прибыль, снизить расходы, увеличить объем продаж и т. д. Возможность получения медиакомпанией подобных экономических выгод определяется на основании профессионального суждения, подкрепленного соответствующим обоснованием. В дополнении, необходимо сказать, что интеллектуальный медиакапитал не всегда можно контролировать. В большинстве случаев возможность контролировать актив предполагает существование юридических прав на его использование. Медиакомпания, как правило, не может продемонстрировать возможность получения экономических выгод от использования таких ресурсов, как: квалификации и опыта персонала (например, топ-менеджмента, креативной команды и «звезд»), лояльности аудитории, доли медиарынка и т.д., так как невозможно контролировать действие таких внешних факторов, как поведение персонала, реакции конкурентов и аудитории.

В заключении отметим, что интеллектуальный капитал по определению невидим и неосязаем в силу отсутствия материально-вещественной структуры. Более того, его трудно учитывать и оценивать, если он не поставлен на бухгалтерский баланс. Многие неосязаемые активы являются продуктами творческой деятельности и имеют отношение к духовным ценностям. С точки зрения признания таких активов основная сложность заключается в необходимости идентифицировать подобные активы и оценить их стоимость.

3.2. Выдвижение гипотез и описание анализируемых выборок

Эмпирические работы, приведенные в теоретической части данной диссертации, показывают, что влияние интеллектуального капитала на результирующие показатели деятельности компании достаточно высоко, а его роль и возможности использования в целях повышения ценности компании широко рассматриваются в зарубежной практике. Вместе с тем, стоит отметить, что исследований, посвященных анализу компонентов интеллектуального капитала российских компаний и выявлению факторов долгосрочного роста их стоимости, существует не много, а работ, затрагивающих данные ресурсы в медиакомпаниях нет вообще. Таким образом, результаты проведенного исследования представляют собой интерес как с теоретической, так и с практической точек зрения.

Принимая во внимание широкий круг работ и исследований по проблемам определения значимости интеллектуального капитала в результатах деятельности компаний, мы выделили ряд эмпирических исследований, где авторы предлагали различные переменные в качестве факторов, потенциально оказывающих воздействие на формирование итогов деятельности организации. При этом необходимо понимать, что материальные активы также играют важную роль в деятельности компании, и поэтому для получения наиболее объективной картины мы предлагаем включить в исследование как переменные и факторы, отвечающие за материальные ценности, так и за те или иные компоненты интеллектуального капитала.

Учитывая опыт предыдущих исследований, выделим потенциальную область настоящего исследования, главной целью которого является определение способности интеллектуального капитала и его компонентов трансформироваться в ценность для всех стейкхолдеров медиакомпании, выражаемую, в частности, добавленной стоимостью и рыночной капитализацией.

Соответственно гипотезы исследования можно сформулировать следующим образом:

***Гипотеза 1:*** Денежная добавленная стоимость (Cash Value Added, CVA), экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added, EVA), рыночная капитализация (Market Value, MV) являются показателями отдачи от интеллектуального капитала.

В данном случае, мы предполагаем определить влияние инвестиции в интеллектуальный капитал на стоимость медиакомпаний в рамках российской практики. Стратегические показатели результатов деятельности предприятий - CVA, EVA, MV подбирались исходя из анализа теоретических и эмпирических исследований.

***Гипотеза 2:*** Существует зависимость между компонентами интеллектуального капитала и показателями, определяющими эффективность его использования.

В рамках данной гипотезы, мы предполагаем проверить влияние составляющих интеллектуального капитала, которые могут усиливать, а некоторые ослаблять влияние друг друга на добавленную стоимость медиакомпаний и рыночную капитализацию. Как говорилось выше, комплементарность компонентов интеллектуального капитала предполагает, что недостаточное инвестирование в один из них может приводить к значительному недоиспользованию потенциала роста стоимости компании. В обратном случае – излишек инвестирования может привести к высоким затратам при том, что уровень отдачи не будет повышаться. Кроме того, стоит сказать, что компания может обеспечивать себе конкурентное преимущество при взаимодействии всех составляющих неосязаемых активов. Данное утверждение находит обоснование и в рамках ресурсного подхода. Согласно данной концепции устойчивые конкурентные преимущества и результаты деятельности организации зависят от обладания ею уникальными ресурсами (Маркидес, Уильямсон, 2008). Конкурентам будет достаточно сложно скопировать неосязаемые ресурсы другой компании, если таковые являются редкими, ценными и не всегда мобильными, что, в свою очередь, позволит дольше сохранять конкурентные преимущества и генерировать денежный поток, создающий добавленную стоимость. Следовательно, каждая компания обладает своим портфелем ресурсов, которые могут влиять на результирующие показатели деятельности. Вместе с тем, нет ясности в трансформации данного капитала в результаты фирмы. Поэтому идею данного эмпирического исследования о влиянии интеллектуального капитала на результаты деятельности медиакомпании можно представить следующим образом (рис.10):

**Рис. 10.** Трансформация интеллектуального капитала в стоимость компании1

1Источник: составлено автором

Рисунок 10 показывает, что эффективное управление интеллектуальными ресурсами организации является ключом к достижению конкурентного преимущества. Эффективное использование неосязаемых активов, в частности, за счет лояльности аудитории, способности быстро и гибко реагировать на изменения внешней среды, будут создавать добавленную стоимость для медиакомпании. Вместе с тем, многие исследователи отмечают, что существует нехватка работ, которые позволяли бы на практике подтвердить взаимосвязь между составляющими интеллектуального капитала и добавленной стоимостью компаний (Kimura, 2010).

Тестирование гипотез проводится на выборке, формируемой по нескольким направлениям: по критериям (страновая принадлежность, отраслевая принадлежность, публичность) и по источникам информации. Что касается критериев, то в выборку включаются российские медиакомпании, акции которых торгуются на биржах, опубликовавшие свою финансовую отчетность за период с 2010 по 2012 года, и которые могут быть оценены потенциальными инвесторами и другими внешними заинтересованными сторонами. В работе будут использованы следующие источники информации (рис.11):

**Рис.11.** Выборка исследования по источникам информации1

1Источник: составлено автором

Как видно из рисунка 11 анализ будет проводиться для трех публичных медиакомпаний: СТС Медиа, Mail.ru Group, РБК-информационные системы за период с 2010 по 2012 года. Для построения моделей и регрессии необходимы данные о различных финансовых и других аспектах деятельности компаний, поэтому еще одна публичная компания Yandex, которая провела IPO в мае 2011 года, была исключена из выборки в виду закрытого доступа к финансовой отчетности и внутренним источникам данных.

Несмотря на малое количество компаний в выборке, на трудности, связанные с расчетом показателей тестируемых гипотез исследования по данным публичных российских медиакомпаний, представленная тематика имеет значение для академических целей, так как способствует апробации гипотез о роли и влиянии интеллектуального капитала на развивающемся медиарынке. Рассмотрение и разработка данной тематики открывает возможности и для деловой практики. Результаты данного исследования могут служить направлением для анализа конкретных российских медиакомпаний как внутренними стейкхолдерами в целях управления стоимостью компании - создания добавленной стоимости на долгосрочном временном горизонте, формирования и поддержания конкурентного преимущества, так и внешними заинтересованными лицами с целью осуществления финансовых вложений, например, в ценные бумаги организаций.

3.3. Исследование интеллектуального капитала и его составляющих в контексте добавленной стоимости медиакомпаний

Как отмечалось ранее, в данном исследовании будут рассматриваться как характеристики, относящиеся к материальным ценностям и ресурсам, так и к интеллектуальному капиталу.

Таким образом, массив данных включает в себя:

* специфические, необходимые для целей исследования показатели, отражающие наличие и объем материальных и нематериальных составляющих;
* экономические и финансовые показатели: показатель прибыли до вычета налогов, процентов и амортизации (EBITDA).

Согласно поставленным гипотезам, в качестве *зависимых переменных* выступают показатели: экономической добавленной стоимости (economic value added, EVA), денежной добавленной стоимости (cash value added, CVA) и рыночной капитализации (market capitalization, MC). Отметим, что расчет первых двух показателей производился в программе Альт-Инвест. Все расчеты делались с соответствующими корректировками, принятыми в стоимостной оценке бизнеса компании. Стоит сказать, что полученные оценки валового инвестированного капитала и валового денежного потока от операционной деятельности в моделях EVA и CVA создают реалистичное отражение ресурсов компании, образующих базу бизнес-модели, а так же вносят уточнения в оценки эффективности деятельности для стратегического и управленческого анализа фирмы (Дамодаран, 2004; Томпсон, Стрикленд, 1998). Следовательно, целесообразность использования данных показателей подтверждается. Кроме того, именно данные показатели на сегодняшний день вызывают наиболее пристальный интерес у предприятий, стремящихся перейти к стоимостной концепции.

Что касается показателя рыночной капитализации, то он оценивался с помощью данных фондовых бирж NASDAQ, London Stock Exchange и ММВБ-РТС по котировкам акции компаний, рассматриваемых в данном исследовании. Необходимо отметить, что уровень рыночной капитализации является важнейшим фактором с позиции инвестиционной привлекательности компании для потенциальных инвесторов. Более того, он имеет важное значение для акционеров, а так же потенциальных покупателей. Поэтому важными становятся вопросы оценки рыночной стоимости бизнеса и выявления основных факторов, влияющих на её увеличение. На сегодняшний день существует множество подходов для анализа рыночной капитализации, включая метод денежных потоков (Glasgow, 2002; Samuel, 2003) и метод реальных опционов (Jagle, 1999; Worner, Racheva-Iotova, Stoyanov, 2002). Вместе с тем, исследователи приходят к мнению, что эффективным методом является анализ, основанный на выделении ключевых показателей и оценке их влияния на результирующий показатель (Lie & Lie, 2002).

В настоящем исследовании используется регрессионный анализ для разработки эффективной модели добавленной стоимости и рыночной капитализации таких медиакомпаний, как: СТС Медиа, Mail.ru Group, РБК-информационные системы. В качестве *независимых переменных* мы используем показатели, которые могут быть структурированы следующим образом (табл.1):

Таблица 1

Независимые переменные в моделях

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Финансовые показатели** | **Показатели материальных активов** | **Показатели интеллектуального капитала** | | |
| *F (Financial features)* | *TA (Tangible assets)* | *НС (Человеческий капитал)* | *SC (Структурный капитал)* | *RC*  *(Отношенческий капитал)* |
| EBITDA  (прибыль до вычета налогов, процентов и амортизации) | итого активы  (по балансу) | выручка на работника | НМА  (по балансу) | цитируемость сайта |
|  | прирост инвестиций в основные средства | уровень квалификации членов совета директоров | наличие ERP-систем | качество сайта |
|  |  | величина расходов на персонал | количество дочерних компаний | величина рекламно-маркетинговых инвестиции  (инвестиции в бренд) |
|  |  |  |  | гудвилл (по балансу) |

Методика расчета вышеуказанных независимых переменных следующая:

1. *EBITDA* - показатель, отражаемый в финансовой отчетности компании;
2. *Итого активы* - величина, отражающая совокупные активы компании согласно бухгалтерской отчетности;
3. *Прирост инвестиций в основные средства* – также определяется исходя из отчетности предприятия;
4. *Выручка на работника* - отношение выручки компании, согласно отчетности, к общей численности работников на конец года;
5. *Величина расходов на персонал* - суммарная величина затрат на персонал компании на конец года, определяется согласно отчетности;
6. *Уровень квалификации членов совета директоров* – бинарная величина: показатель, принимающий значения от 0 до 2 в зависимости от следующих условий: если более чем у трети ph.D./MBA или у всех есть опыт работы более 5 лет – то 2; если менее чем у трети есть ph.D./MBA, или опыт работы менее 5 лет, или опыт работы не у всех более 5 лет – то 1; если нет ph.D./MBA ни у кого или не указан опыт работы – 0;
7. *НМА* - величина нематериальных активов по балансу компании, определяемая исходя из ее бухгалтерской отчетности;
8. *Наличие ERP-систем* (Enterprise Resource Planning-систем) – бинарная величина, принимающая значение 1 в случае, если компания имеет хотя бы одну из следующих интегрированных систем: ERP, Oracle, NAVISION, SQL, SAP, ARIS, Norbit4Media, Microsoft Dynamics AX, Provys и т.д., и 0 – в иной ситуации.
9. *Количество дочерних компаний* – показатель наличия дочерних компаний;
10. *Цитируемость сайта* - показатель, имеющий значение от 0 до 10, определяемый исходя из критерия компании Google (Google rank), учитывающего количество запросов, прямых и перекрестных ссылок;
11. *Качество сайта* - показатель, принимающий значения от 0 до 4 в зависимости от наличия/отсутствия на сайте компании таких параметров как: несколько языков, раздел для инвесторов и акционеров, анимация, количество страниц больше 10 (за каждый признак по одному баллу);
12. *Величина рекламно-маркетинговых инвестиции* – показатель, раскрывающий сумму затрат компании на продвижение бренда (затраты на рекламу: ATL и BTL кампании);
13. *Гудвилл* – показатель, отражаемый в финансовой отчетности публичных компаний;

Тестирование гипотез о наличии зависимости между результирующими показателями стоимости и независимыми показателями проводится с применением методов эконометрического анализа на базе программного пакета Eviews 4.0. В целях сопоставимости исходные данные (Приложение 4, Приложение 5) были нормализованы в соответствии с принципом «минимум - максимум»:

,

где Ii – значение нормированного показателя I, xi  - фактическое значение индикатора в i-том году, xmаx(min) - максимальное (минимальное) значение индикатора в i-том году.

Таблица 2 показывает описательные статистики зависимых переменных, используемых в исследовании.

Таблица 2

Дескриптивные статистики зависимых переменных

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Обозначение** | **Среднее значение** | **Стандартное отклонение** |
| Рыночная капитализация (млр.$) | MA | 3,22 | 3,47 |
| Экономическая добавленная стоимость (млр.$) | EVA | 0,29 | 0,34 |
| Денежная добавленная стоимость (млр.$) | CVA | 0,37 | 0,44 |

Отметим, что анализ имеющейся выборки не выявил наличие выбивающихся, либо неоднородных данных, поэтому их можно использовать для дальнейшего исследования. Однородность выборки так же может объясняться тем, что отрасль СМИ и индустрии развлечений является одной из самых стабильных на фондовом рынке, она в наименьшей степени зависит от сырьевой конъюнктуры и имеет низкую волатильность денежных потоков. Более того, первоначальный анализ показал, что у рассматриваемых в данном исследований медиакомпаний наблюдаются высокие абсолютные значения инвестиционных вложений, а так же темпы их роста и удельные веса в используемом капитале. Это может свидетельствовать о наличии у компаний проектов, удовлетворяющих требованиям инвесторов в терминах приносимой доходности. Особо следует отметить, что ежегодно, начиная с 2010 года, все компании анализируемой отрасли демонстрировали положительную экономическую и денежную добавленную стоимость, операционные денежные потоки фирм превышали требуемые уровни.

Описательные статистики независимых переменных приведены в таблице 3.

Таблица 3

Дескриптивные статистики независимых переменных

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Обозначение** | **Среднее значение** | **Стандартное отклонение** |
| EBITDA (млн.$) | F | 171,32 | 133,32 |
| Итого активы (млн.$) | TA | 1575,09 | 1591,99 |
| Прирост инвестиции в ОС (млн.$) | TA | 8,34 | 5,48 |
| Выручка на работника (млн.$ на 1 сотрудника) | HC | 0,34 | 0,22 |
| Величина расходов на персонал (млн.$) | HC | 119,40 | 65,23 |
| Уровень квалификации членов совета директоров | HC | 1,67 | 0,50 |
| НМА (млн.$) | SC | 750,82 | 1061,00 |
| Наличие ERP-систем | SC | 1,00 | 0,00 |
| Кол-во дочерних компаний | SC | 8,5 | 7,9 |
| Цитируемость сайта | RC | 5,67 | 1,32 |
| Качество сайта | RC | 3,00 | 0,87 |
| Величина рекламно-маркетинговых инвестиции (млн.$) | RC | 23,99 | 7,55 |
| Гудвилл (млн.$) | RC | 430,81 | 498,00 |

Стоит отметить, что приведенная выборка является достаточно однородной, о чём говорит показатель стандартного отклонения. Исключение составляют лишь показатели стоимости нематериальных активов, гудвила и инвестиций в продвижение брендов (величина рекламно-маркетинговых инвестиций) рассматриваемых медиакомпаний. Данные показатели демонстрируют значительную неоднородность. Однако это не помешает сделать содержательные выводы и построить регрессионную модель, наилучшим образом описывающую зависимость добавленной стоимости и рыночной капитализации медиакомпаний от указанных выше переменных.

Полученные дескриптивные статистики для имеющейся выборки рассматриваемых медиакомпаний на российском рынке позволяют сделать ряд вывод. Следует подчеркнуть, что характеристики, являющиеся показателями интеллектуального капитала, в целом, дают представление о рассматриваемых медиакомпаниях как о фирмах, обладающих значимыми нематериальными ценностями. Так, человеческий капитал в рассматриваемых компаниях находится на достаточно высоком уровне, согласно среднему значению уровня квалификации членов совета директоров близкому к двум из двух возможных баллов. Что касается переменных структурного капитала, отвечающих за его наличие и качество, то стоит отметить, что все медиакомпании обладают интегрированными системами, основанными на информационных технологиях и используемыми для быстрого и качественного управления ресурсами (показатель равен 1). Кроме того, цитируемость сайтов имеет среднее значение на уровне 5,67 из 10 возможных, а качество их оценки в среднем 3 балла из 4 возможных. Это позволяет сделать вывод о высокой значимости отношенческого капитала в структурах представленных медиакомпаний.

Для дальнейшего исследования необходимо проверить выборку на возможную мультиколлинеарность ее независимых переменных. Для этого была построена матрица корреляции (Приложение 6), которая позволила выделить статистически значимые связи и сделать заключение об отсутствии взаимозависимости между всеми регрессорами за исключением двух: совокупных активов медиакомпании и приростом инвестиций в основные средства. Первый показатель будет исключен из независимых переменных, и не будет участвовать в дальнейшем построении моделей.

Для тестирования вышеуказанных гипотез о наличии трансформации составляющих интеллектуального капитала в добавленную стоимость медиакомпаний и рыночную капитализацию, а так же для выявления зависимости между ними использовалась следующая модель:



где: Y - показатель стоимости, созданной интеллектуальным капиталом; HC -вектор показателей человеческого капитала; *SC* - вектор показателей структурного капитала; *RC* - вектор показателей отношенческого капитала; F – финансовых показателей; TA – вектор показателей материальных активов; - свободный член регрессии.

Построение модели проводилось с помощью метода наименьших квадратов. В результате его реализации была получена линейная многофакторная модель с панельными данными. Результаты модели для тестирования гипотез представлены в таблице 4.

Таблица 4

Оценки модели зависимости добавленной стоимости и рыночной капитализации компаний СТС Медиа, Mail.Ru Group и РБК-информационные системы от независимых переменных

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| зависимая переменная | **EVA** | **CVA** | **MC** |
| показатель | оценка | оценка | оценка |
| **EBITDA** | 1491309,22 | 345,54 | 123867,77 |
| **Прирост инвестиции в ОС** | 1 056,51 | 164,66\*\*\* | 732,89 |
| **Выручка на работника** | 135,6156\*\* | 22, 546 | 45,34 |
| **Величина расходов на персонал** | 569 864,21 | 455 171,03\*\* | 59 064,52\*\*\* |
| **Уровень квалификации членов совета директоров** | 254 383,71 | 25 402,27\*\* | 271 304,18\*\* |
| **НМА** | 609,84\*\*\* | 37,14\* | 1114,39\* |
| **Наличие ERP-систем** | -1 439 878,09 | 88 341,58 | -31 284,44 |
| **Кол-во дочерних компаний** | -16665,33 | -67,29 | -167,56 |
| **Цитируемость сайта** | -5674456,87 | 56 000,43 | 43768,54 |
| **Качество сайта** | 54 248,52\*\* | 102 482,22 | -6545,23 |
| **Величина рекламно-маркетинговых инвестиции** | 1652,19\*\*\* | 415,22\*\* | 1 403,49\* |
| **Гудвилл** | 38 361,69\* | 766,43\*\* | 145646,11\*\* |
| СкорректированныйR2 | 0,442 | 0,671 | 0,543 |

\* уровень значимости р<0,1; \*\* уровень значимости р<0,05; \*\*\* уровень значимости р<0,001.

Отметим, что за верификацию 1 гипотезы данного исследования отвечает показатель скорректированного R2. Проанализировав полученные значения, можно сказать, что денежная добавленная стоимость обладает большей объясняющей способностью процесса трансформации интеллектуального капитала и его показателей в стоимость компаний по сравнению с экономической добавленной стоимостью и рыночной капитализацией. При этом отметим, что в отличие от моделей экономической добавленной стоимости и рыночной капитализации модель CVA редко используются в эмпирических исследованиях. В целом тестирование вышерассмотренной модели показало, что выбранные на основе обзора литературы показатели добавленной стоимости, а именно денежная добавленная стоимость, экономическая добавленная стоимость и рыночная капитализация, действительно во многом зависят от неосязаемых характеристик компании. Данный факт подтверждает 1 гипотезу данного исследования.

Анализ полученных результатов оценки модели подтверждает нашу 2 гипотезу о том, что для компании имеют значение не только непосредственно материальные ресурсы, но и потенциал ее интеллектуального капитала. Статистически значимыми в построенной модели являются следующие факторы (табл.5):

Таблица 5

Значимые факторы, влияющие на стоимостные показатели интеллектуального капитала в медиакомпаниях СТС Медиа, Mail.Ru Group и РБК-информационные системы

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| показатель | **EVA** | **CVA** | **MC** |
| Прирост инвестиции в ОС |  | + |  |
| Выручка на работника | + |  |  |
| Величина расходов на персонал |  | + | + |
| Уровень квалификации членов совета директоров |  | + | + |
| НМА | + | + | + |
| Качество сайта | + |  |  |
| Величина рекламно-маркетинговых инвестиции | + | + | + |
| Гудвил | + | + | + |

Анализ панельных данных по рассматриваемым российским медиакомпаниям показал, что показатели *величины рекламно-маркетинговых инвестиции, гудвила и нематериальных активов* в наибольшей степени влияют на стоимость медиакомпаний: данные индикаторы значимы во всех стоимостных моделях – EVA,CVA и MC. При этом данные факторы оказывают более существенное положительное влияние на рыночную капитализацию медиакомпаний, о чем свидетельствуют оценки значимости показателей из таблицы 4. Статистически значимое влияние на экономическую добавленную стоимость оказывает показатель *качества сайта*. Таким образом, можно сказать, что показатели отношенческого интеллектуального капитала положительно влияют на стоимостные показатели деятельности медиакомпаний.

Индикатор *расходов на персонал* значим для моделей денежной добавленной стоимости и рыночной капитализации, при этом стоит отметить, что более устойчивая положительная зависимость с таким показателем эффективности использования неосязаемых ресурсов как CVA. Кроме того, что касается человеческого интеллектуального капитала, то наблюдается статистически значимая положительная зависимость от показателя *квалификации совета директоров*, а так же зависимость экономической добавленной стоимости от *выручки на работника.*

Заметим, что расходы на капитальные вложения (*прирост инвестиции в основные средства)* оказывают существенное положительное влияние на модель CVA. Вместе с тем, необходимо сказать, что степень влияния рекламно-маркетинговых расходов больше, чем влияние инвестиции в основные средства, что видно так же из таблицы 4. Сумма отраженных в рассматриваемом периоде рекламно-маркетинговых инвестиции косвенно свидетельствует об усилиях рассматриваемых медиакомпаний, направленных на продвижение своих медиабрендов.

Верификация поставленных в настоящем исследовании гипотез доказала, что существует связь между наличием у медиакомпаний интеллектуальных ресурсов и созданием ими добавленной стоимости, которая характеризует эффективность использования данного рода активов. Эмпирическое тестирование гипотез на выборке российских медиакомпаний показало, что выбор типа показателя зависит от того, к какому компоненту интеллектуального капитала он относится. В целом, полученные результаты согласуются с выводами зарубежных эмпирических исследований и работ различных авторов, которые были приведены в теоретической части диссертации.

3.4. Обобщение результатов эмпирического исследования

На сегодняшний день создание стоимости бизнеса всё в большей степени зависит от эффективного использования нематериальных активов фирмы. Подобное изменение с ростом потребностей покупателей приводят к смещению инициатив топ-менеджмента компаний с поля материальных активов в рамки интеллектуального капитала.

Проведенное эмпирическое исследование для выборки российских медиакомпаний показало, что стоимость таких компаний генерируется не только материальными активами, но и интеллектуальными ресурсами. Заметим, что преимущество в изучении факторов создания добавленной стоимости бизнеса с точки зрения интеллектуального капитала позволяет учитывать не только финансовые ресурсы, но и человеческие, структурные и отношенческие показатели в формировании такой стоимости.

Анализ данных позволил выявить зависимость между рядом переменных, отражающих интеллектуальный капитал, и добавленной стоимостью медиабизнеса. Отметим, что элементы отношенческого капитала оказываются существенное влияние на стоимость компании. В первую очередь, это **величина рекламно-маркетинговых инвестиции** в рассматриваемых медиакомпаниях. Данный показатель, из всех рассмотренных, больше всего влияет на рыночную капитализацию, что показывают оценки значимости тестируемых моделей для компаний СТС Медиа, Mail.ru Group и РБК-информационные системы (табл.4). Этот вывод так же подтверждают эмпирические исследования, которые показывают, что ключевые нематериальные активы, такие как бренд и гудвилл, являются результатом инвестиций в рекламу и продвижение. Считается, что реклама вносит свой вклад в создание стоимости бренда (Chaudhuri, 2002; Chu and Keh, 2006; Sheinin and Biehal, 1999). Другие авторы (Mizik and Jacobson, 2003) утверждают, что вложения средств в бренды может создавать конкурентное преимущество для фирм, благодаря дифференциации продукта. Реклама влияет на создание ценностей для компании через механизм построения и развития брендов, а так же создает рыночные барьеры, затрудняющие вход конкурентов в отрасль. Ключевая роль рекламы в корпоративной коммуникационной стратегии заключается в создании капитала бренда и продвижении идей, товаров или услуг (Келлер, 2005). Данные авторы рассматривают такие расходы как форму инвестиции в нематериальные активы, которые положительно влияют на будущие денежные потоки.

В медиакомпаниях такие инвестиции весьма важны, поскольку сильные бренды привлекают аудиторию, контакт с которой может быть продан потенциальному рекламодателю, что приносит прибыль бизнесу. Вместе с тем, нельзя утверждать, что существует стопроцентная зависимость между расходами на продвижение и аудиторными показателями медиакомпаний. На результат могут влиять и такие дополнительные факторы, как активность конкурентов в рассматриваемый период, сезонность, а так же качество медиапродукта. Несмотря на это, инвестирование средств в бренды (или рекламно-маркетинговые инвестиции) остается приоритетным направлением в деятельности медиакомпаний, так как сильный бренд способен влиять не только на изменение конкурентоспособности, но и увеличивать рыночную стоимость бизнеса и генерировать будущие денежные потоки.

При этом следует отметить, что степень влияния таких инвестиции больше, чем влияние расходов на капитальные вложения (**прирост инвестиции в основные средства**), которые в свою очередь так же положительно коррелируют с добавленной медиастоимостью. Это косвенно может свидетельствовать о корпоративных усилиях, направленных на продвижение своих медиабрендов, а так же на оптимизацию существующей структуры активов, замену оборудования, обновление технической базы и т.д.

Помимо инвестиции в бренд, существенное влияние на стоимость медиабизнеса оказывают такие показатели отношенческого капитала как **нематериальные активы и гудвилл.** Предположительно это свидетельствует о том, что вышеуказанные факторы являются существенными элементами структурного капитала российских медиакомпаний, и полученные оценки отражают эффективность использования данного вида ресурса организации. Кроме того, отметим, что значимость данных факторов может говорить о важности в медиа устойчивой клиентуры, лояльности к медиабренду, опыта деловых связей, высоких моральных качеств креативной команды, создающей и продвигающей контент и других подобных факторов, которые могут содействовать увеличению способности медиакомпаний извлекать доходы выше среднего уровня в своей отрасли. Формируя лояльность аудитории к предлагаемым медиапродуктам, компания предлагает клиентам большую совокупную аудиторию и благодаря этому получает возможность выйти на «высшую нишу» рекламодателей, что позволит в будущем получать большие регулярные бюджеты. Такие клиенты работают только с устоявшимися лидерами рынка. Поэтому деловая репутация очень важна в медиабизнесе (Jung,2003).

Значимое влияние на стоимость медиабизнеса оказывают финансовые и не финансовые показатели человеческого капитала. Так, показатель **выручки на одного сотрудника**, характеризующий производительность труда в компании и отражающий вклад «усредненного» сотрудника в общие результаты работы, положительно соотносится с величиной стоимости. Это выглядит вполне логичным: чем большую производительность показывает персонал компании, тем он более ценен. Кроме того, значимое положительное влияние оказывает **уровень квалификации членов совета директоров**. Как показывают исследования, на предприятиях с высокими оценками уровня квалификации ее ключевых управленцев, знания остальных ее сотрудников также будут соответственного качества и ценности (Jung,2003). Топ-менеджмент компаний – является стратегическим активом, поэтому с его уходом теряются важные контакты, связи, опыт и т. п. А смена руководства может привести к разладу в коллективе, особенно если последний является творческим (Бойко,2008).

**Величина расходов на персонал** оказывает значимое влияние на стоимостные показатели деятельности медиафирмы. Таким образом, рассматриваемые медиакомпаний демонстрируют готовность инвестировать в развитие сотрудников посредством финансирования процесса их обучения и роста. Приобретая уникальные знания, навыки, компетенции, ключевые сотрудники косвенно могут влиять на ценность бизнеса. Заметим, что ключевые сотрудники это те, которые оказывают максимальное личное влияние на достижение стратегических целей компании, разрабатывают инновационные идеи, обеспечивающие конкурентное преимущество компании, это специалисты уникальных профессий, подготовка которых требует длительного времени и серьезных затрат. В развитых европейских странах медиакомпании осознают значимость инвестиции в персонал, поскольку накапливая те или иные компетенции и знания, человеческий ресурс способен быть генератором удачного/уникального контента, который привлекает большие аудитории. Это, в свою очередь, может выражаться в генерировании больших денежных потоков в будущем (Дойль,2001).

Необходимо сказать о таком значимом факторе, как **качество сайтов** медиакомпаний. Если рассматривать данный показатель в контексте того, что на сегодняшний день он является одним из наиболее широких и эффективных каналов продвижения на рынке и средств взаимодействия с различными группами стейхолдеров, то он имеет большое значение. А значит, качество данного инструмента особенно важно и может косвенно влиять на стоимость медиабизнеса.

Также примечательно, что не было установлено значимого влияния наличия **систем планирования ресурсов организации и информационных систем** (ERP-систем) на показатели созданной добавленной медиастоимости. В качестве причин можно отметить, что данные системы разработаны с учетом международного опыта оптимизации бизнес-процессов и должны быть подстроены под существующую сложную организационно-функциональную структуру медиакомпаний. Это, в свою очередь, приводит к большим издержкам, связанным с покупкой, внедрением таких систем, а затем и обучением персонала медиакомпаний. Следовательно, это должно учитываться при совершенствовании системы управления российских медиакомпаний, поскольку они работают в другой экономической среде, и переход на западные стандарты не всегда целесообразен. Таким образом, возникает риск того, что использование западной практики будет не совсем корректно адаптировано к российской и отраслевой специфике (Вартанова,2009). Кроме того, следует заметить, что вследствие доработок и переработок полученные системы могут потерять свою надежность. Соответственно, риски ошибочной обработки вводимой информации резко возрастают. Таким образом, неправильная интеграция в деятельность фирмы не принесет выгод и не будет трансформироваться в показатели добавленной медиастоимости.

Необходимо сказать, что отечественные медиапредприятия постепенно учатся не только генерировать финансовые потоки и получать и повышать прибыль за счет увеличения эффективности, но и создавать добавленную стои­мость в рамках управления активами, в том числе и нематериальны­ми. Вместе с тем существуют сложности в оценке и выявлении значимости такого рода активов для всего российского медиабизнеса. Это обусловлено рядом факторов. Во-первых, основной проблемой является то, что подавляющее большинство медиакомпаний не отражает интеллектуальный капитал в финансовой отчетности, либо приводимые оценки отличаются от их истинной стоимости. Существующая система бухгалтерского учета хорошо приспособлена к учету материальных и финансовых активов, однако, когда дело касается интеллектуальных ресурсов, она ведет к искажению отчетности о результатах деятельности фирмы и ее стоимости. Причина таких несоответствий кроется в фундаментальных различиях экономик, находящихся на разных этапах развития, а именно в ресурсах, являющихся доминирующими для каждой из них. Во-вторых, большинство отчетностей российских медиакомпаний находятся в закрытом доступе, что делает выборку настоящего исследования и полученные результаты нерепрезентативными.

Несмотря на это, результаты проведенного анализа подчеркивают важность управления интеллектуальными ресурсами и инвестирования в них средств с целью увеличения добавленной стоимости бизнеса конкретных медиакомпаний: СТС Медиа, Mail.ru Group и РБК-информационные системы. Вместе с тем, нельзя однозначно утверждать, что именно полученные значимые показатели будут влиять на стоимость бизнеса других медиакомпании в той же мере, что и в рассматриваемых медиахолдингах. Для этого нужно существенно расширить выборку исследования и количество наблюдаемых медиасубъектов. Но как указывалось выше, в российской практике это представляется весьма сложной задачей в виду закрытости финансовой информации.

Подводя итог вышесказанному, отметим, что в результате проведенного исследования были определены факторы интеллектуального капитала, стимулирование которых будет приводить к росту стоимости бизнеса репрезентативных медиакомпаний. Однако конкретные механизмы влияния выявленных факторов возможно определить лишь на качественном уровне, используя, в частности, метод углубленного неформализованного интервью с топ-менеджментом и людьми, непосредственно занимающимися вопросами оценки и управления нематериальными активами в компании. Вместе с тем, поставленные в данном исследовании гипотезы о наличии зависимости между результирующими показателями медиастоимости и независимыми показателями интеллектуального капитала подтвердились. Кроме того, необходимо отметить, что эконометрический подход к анализу добавленной стоимости бизнеса наряду с другими подходами может быть использован при разработке стратегии управления интеллектуальным капиталом в компаниях.

**Заключение**

В настоящее время все более актуальными для эффективного функционирования любых компаний становятся вопросы управления неосязаемыми активами или интеллектуальным капиталом, который является ключевым фактором создания добавленной стоимости для всех стейкхолдеров организации. Это обусловлено тем, что такие активы дают возможность поддерживать более высокую по сравнению с конкурентами цену на продукт, занимать большую долю рынка, повышать эластичность спроса по рекламно-маркетинговым затратам, проникать на рынок за более короткий промежуток времени, а так же создавать дополнительные денежные потоки, которые увеличивают капитализацию бизнеса. Вместе с тем, особые свойства интеллектуального капитала и отсутствие требований по его отражению в финансовой отчетности компании затрудняют его описание с помощью количественных оценок и осложняют проведение эмпирических исследований в данной области.

Целью настоящего исследования являлось выявление и анализ факторов, характеризующих интеллектуальный капитал и влияющих на добавленную стоимость медиакомпаний в рамках российской практики.

В теоретической части были рассмотрены основы концепции интеллектуального капитала как фактора роста добавленной стоимости бизнеса, и освящены вопросы эмпирической оценки его влияния на результирующие показатели деятельности компаний. Кроме того, были получены следующие результаты:

1. Определена роль интеллектуального капитала в деятельности компании, который выражает взаимоотношение с ключевыми стейкхолдерами и является важным звеном в цепочке создания стоимости;
2. Проведен анализ интеллектуального капитала на базе двух подходов: *стоимостного и ресурсного*;
3. Конкретизировано понятие «интеллектуальный капитал» в ресурсной концепции и выявлены основные структурные компоненты, которые включают: *человеческий, отношенческий и структурный капитал*;
4. Выявлена важность интерпретации интеллектуального капитала с финансовой/стоимостной точки зрения;
5. Определены стоимостные показатели отдачи от интеллектуального капитала, которыми являются: *денежная добавленная стоимость* (Cash Value Added, CVA), *экономическая добавленная стоимость* (Economic Value Added, EVA), *рыночная капитализация* (Market Capitalisation, MC);
6. Проведен анализ более 30 эмпирических работ в области влияния ИК на результаты деятельности компании, который подтвердил общую гипотезу о том, что *существует положительная взаимосвязь между уровнем интеллектуального капитала и результатами деятельности компании;*
7. Составлена цепочка ценности при трансформации интеллектуального капитала в стоимостные показатели деятельности бизнеса.

В практической части, на примере конкретных медиакомпаний было проведено исследование интеллектуального капитала и его составляющих в контексте добавленной стоимости бизнеса. Была сформирована выборка исследования, включающая публичные российские медиакомпании, акции которых торгуются на биржах, опубликовавшие свою финансовую отчетность за период с 2010 по 2012 года. В выборку попали три медиакомпании: СТС Медиа, РБК-информационные системы и Mail.ru Group. Примечательно, что Yandex был исключен из анализа в виду закрытой финансовой и бухгалтерской информации. Далее была сформирована система зависимых и независимых показателей, которые, в свою очередь, описывали стоимостные результаты деятельности и имеющиеся у компании интеллектуальные ресурсы соответственно. Данная система легла в основу проведения эмпирического анализа факторов интеллектуального капитала, влияющих на формирование добавленной стоимости медиабизнеса за 2010-2012 года.

Анализ подтвердил поставленные в настоящем исследовании гипотезы о существовании связи между наличием у медиакомпаний интеллектуальных ресурсов и созданием ими добавленной стоимости, которая характеризует эффективность использования данного рода активов. Наиболее значимыми факторами, влияющими на добавленную стоимость рассматриваемых медиакомпаний, оказались следующие: *величина рекламно-маркетинговых расходов* (инвестиции в продвижение брендов), *нематериальные активы и гудвилл*, *уровень квалификации членов совета директоров, величина расходов на персонал, качество сайта, прирост инвестиции в основные средства.* Вместе с тем, нельзя однозначно утверждать, что именно полученные значимые показатели будут влиять на стоимость бизнеса других медиакомпании в той же мере, что и в рассматриваемых организациях. Для этого требуется существенное расширение выборки исследования, что в российской практике затруднено в связи с закрытостью финансовой информации.

Таким образом, поставленная в работе цель достигнута. Были выявлены основные факторы интеллектуального капитала, влияющие на стоимостные результаты деятельности медиакомпаний. Несмотря на малое количество компаний в выборке, на трудности, связанные с расчетом показателей тестируемых гипотез исследования по данным публичных российских медиакомпаний, представленная тематика имеет значение для академических целей, так как способствует апробации гипотез о роли и влиянии интеллектуального капитала на развивающемся медиарынке. Рассмотрение и разработка данной тематики открывает возможности и для деловой практики. Результаты данного исследования могут служить направлением для анализа конкретных российских медиакомпаний как внутренними стейкхолдерами в целях управления стоимостью компании - создания добавленной стоимости на долгосрочном временном горизонте, формирования и поддержания конкурентного преимущества, так и внешними заинтересованными лицами с целью осуществления финансовых вложений, например, в ценные бумаги организаций.

**Список использованной литературы:**

**Печатные источники**

1. Айрис А., Бюген Ж. Управление медиа-компаниями: реализация творческого потенциала. - М.: Университетская книга, 2010. – 560 c.;
2. Байбурина Э., Головко Т. Эмпирическое исследование интеллектуальной стоимости крупных российских компаний и факторов ее роста // Корпоративные финансы.- 2008. -№ 2. - C. 5-19;
3. Бендиков М. Интеллектуальный капитал в оценке стоимости предприятия // Бизнес Академия. – 2003. - №1. – С.1-15;
4. Бойко Ю. Управление нематериальными активами российских медиахолдингов// Финансовый менеджмент. -2008. - №2. - С.10-21;
5. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. – СПб.: Экономическая школа, 2005. – 1166 с.;
6. Быкова А., Молодчик М. Влияние интеллектуального капитала на результаты деятельности компаний // Вестник Санкт-Петербуржского университета. – 2011. - №1. – С.27-55;
7. Вартанова Е. Основвы медиабизнеса. – М.: Аспект Пресс, 2009. – 360 с.;
8. Волков Д., Гаранина Т. Нематериальные активы: проблемы состава и оценивания // Вестник Санкт-Петербургского университета.- 2007. - №1. - С.98-110;
9. Гапоненко А. Управление знаниями. Как превратить знания в капитал. – М.: Эксмо, 2008. – 400 c.;
10. Гаранина Т. Структура интеллектуального капитал: вопросы оценки и эмпирического анализа // Вестник С.-Петербуржского университета. – 2008. - №1. - С.116-128;
11. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.;
12. Дойль П. Маркетинг, ориентированный на стоимость: Маркетинговые стратегии для обеспечения роста компании и увеличения ее акционерной стоимости. – СПб.: Питер, 2001. – 479 с.;
13. Зинин Е. Медиахолдинги в цифровом мире: диверсификация в медиаиндустрии // Стратегический менеджмент. – 2010. - №4. – C.3-27;
14. Ивашковская И. Управление стоимостью компании - новый вектор финансовой аналитики фирмы // Управление компанией. - 2004. - №5. - С.9-12;
15. Ивашковская И. Управление стоимостью компании: Вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. - 2004. - № 4. - С.113-132;
16. Каплан Р., Нортон Д. Организация, ориентированная на стратегию. – М.: Олимп-Бизнес, 2004. – 416 с.;
17. Келлер К. Стратегический бренд-менеджмент: создание, оценка и управление марочным капиталом. – М.: Вильямс, 2005. – 704 с.;
18. Козырев А.Н., Макаров В.Л. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. – М.: РИЦ ГШ ВС РФ, 2003. – 268 с.;
19. Коллис Д., Монтгомери С. Корпоративная стратегия: Ресурсный подход. М.: Олимпбизнес,2007. – 400 c.;
20. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление.- М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 554 с.;
21. Маркидес, К., Уильямсон П. Связанная диверсификация, ключевые компетенции и результаты корпорации // Российский журнал менеджмента. - 2008. - № 1. - С. 65–88;
22. Молодчик М. Интеллектуальный капитал: искусство измерения. – Пермь: Высшая Школа Экономики, 2011. - 78 c.;
23. Найденова Ю., Осколкова М. Трансформация интеллектуального капитала в ценность компании в экономике знаний// Корпоративные финансы. – 2011. - №2. - С. 93-98;
24. Селезнев Е.Н. Интеллектуальный потенциал – показатель состояния интеллектуального капитала и эффективности его использования // Финансовый менеджмент. – 2004. - №5. – С.122-129.;
25. Стюарт Т. Богатство от ума. - Минск: Парадокс, 1998. – 870 с.;
26. Томпсон А., Стрикленд А. Стратегический менедж­мент. Искусство разработки и реализации стратегии. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. – 576 с.;
27. Хабаров Е. Управление стоимостью компании на основе EVA // Управление финансовыми рисками. – 2004. - №2. – С.156-167;
28. Черемушкин С. Денежная добавленная стоимость CVA (Cash Value Added ) и остаточный денежный поток RCF (Residual Cash Flow) // Управление корпоративными финансами. -2008.- №3. - С.161-170;
29. Чернатони Л. От видения бренда к оценке бренда. Стратегический процесс роста и усиления брендов. – М.: Группа ИДТ, 2007. – 310 с.;
30. Чернозуб О. Жизнь после кризиса. Стоимостной подход к управлению частной компанией. – М.: Альпина Паблишер, 2009. – 246 с.;
31. Эдвинссон Л. Корпоративная долгота. Навигация в экономике, основанной на знаниях. – М.:Инфра-М, 2005. – 247 с.;
32. Юрецкая Я. Учет и оценка деловой репутации компании: современный аспект // Анализ и аудит в управлении инновациями.- 2012. - № 2. - С. 165-176;
33. Albarran A., Dimmick J. Concentration and Economies of Multiformity in the Communication Industries // The Journal of Media Economics. -1996. - № 4. - pp. 41–50;
34. Alexander A., Owers J., Carveth R., Hollifield C., Greco A. Media Economics: theory and practice. – New Jersey:Lawrence Erlbaum Associates, 2004. – 312 c.;
35. Amir E., Lev B., Sougiannis T. Do financial analysts get intangibles? // European Accounting Review. – 2003. - №4. – pp. 635-659;
36. Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage // Journal of Management. – 1991. - №1. – pp. 99-120;
37. Bontis N. Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital // International Journal of Management Reviews. – 2002. - №1. – pp.41-60;
38. Brad B., Joiner M., Olsen E., Stelter D. Value Creators Report 2002: A Global Study of How Today’s Top Corporations Can Generate Value Tomorrow - Succeed in Uncertain Times. -Boston: Boston Consulting Group Report, 2002. – 145 p.;
39. Brennan N. Reporting intellectual capital in annual reports: evidence from Ireland // Accounting, Auditing & Accountability Journal. – 2001. - №4. – pp. 423-436;
40. Brooking A. Intellectual Capital: Core Assets for the Third Millennium Enterprise. - London: Thomson Business Press, 1996. – 225 p.;
41. Bukh P., Johansen M., Larsen H., Mouritsen J. Reading an Intellectual Capital statement: describing and prescribing knowledge management strategies // Journal of Intellectual capital. - 2001. – №2. – pp. 123-136;
42. Burgman R., Roos G. The New Economy - a New Paradigm for Managing for Shareholder Value //  International Journal of Learning and Intellectual Capital. - 2005. - №2. - pp. 132-149;
43. Canibano L., Garcia-Ayuso M., Sanchez P. Accounting for Intangibles: A Literature Review // Journal of Accounting Literature. – 2000. - №1. – pp.102-130;
44. Chaudhuri A. How Brand Reputation Affects the Advertising–Brand Equity Link // Journal of Advertising Research. – 2003. -№3. - рр. 33–43;
45. Chen M., Cheng S., Hwang Y. An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms market value and financial performance // Journal of Intellectual Capital. - 2005. – №2. – pp.159-176;
46. Chu S., Keh H. Brand Value Creation: Analysis of the Interbrand-Business Week Brand Value Rankings // Marketing Letters. – 2006. - №17. - pp. 323–331;
47. Chua W., Richardson S. Intellectual capital and business performance in Malaysian industries // Journal of Intellectual Capital. – 2000. - №1. – pp.123-140;
48. Chun-Yao T., Yeong J. Intellectual capital and corporate value in an emerging economy: empirical study of Taiwanese manufacturers // R&D Management. – 2005. - №2. – pp.187-202;
49. Cooper S. Shareholder Wealth Maximization: A stakeholder perspective. – London: Wileys, 2000. – 104 p.;
50. Danthine J., Jin X. Intangible capital, corporate valuation and asset pricing // Economic Theory. – 2007. - №1. – pp.157-177;
51. Dierickx I., Cool K. Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage // Management Science. - 1989. - №12. – pp. 1231-1241;
52. Dıez J.M., Ochoa M.L., Prieto M.B., Santidrian A. Intellectual capital and value creation in Spanish firms // Journal of Intellectual Capital. – 2010. - №3. – pp. 348-367;
53. Donaldson T., Preston L. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications // Academy of Management Review. – 1995. - №1. – pp.65-91;
54. Doyle G. Understanding Media Economics. - London: Sage Publications Ltd., 2002. – 184 p.;
55. Drucker P. Post-capitalist society. – New York: HarperBusiness, 1993. – 240 p.;
56. Edvinsson L., Malone M. Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower. - New York: HarperBusiness, 1997. - 240 p.;
57. Garcia-Ayuso M. Intangibles: Lessons from the Past and a Look into the Future // Journal of Intellectual Capital. – 2003. - №4. – pp.597-604;
58. Glasgow B. Metrics and Measures: Cash Flow-Based Analysis Rules The Roost // Chemical Market Reporter. – 2002. - № 19. -pp. 18-32;
59. Guthrie J., Petty R. Intellectual capital: Australian annual reporting practices // Journal of Intellectual Capital. – 2000. - №3. – pp.241-251;
60. Guthrie J., Petty R., Ricceri F. The voluntary reporting of intellectual capital: comparing evidence from Hong Kong and Australia // Journal of Intellectual Capital. - 2006. - №2. – pp. 254-271;
61. Heffernan S. Intellectual capital in theory and practice. - Chichester: John Wiley & Sons, 1996. –590 p.;
62. Huang C., Liu C. Exploration for the relationship between innovation, IT and performance // Journal of Intellectual Capital. – 2005. - №2. – pp.97-119;
63. Huang C., Wang M. The effects of economic value added and intellectual capital on the market value of firms: An empirical study // International Journal of Management. – 2008. - №3. – pp.722-731;
64. Hutchinson M., Stern E. The Value Mindset. Returning to the First Principles of Capitalist Enterprise. - New Jersey: John Wiley&Sons, 2004. – 345 p.;
65. Jagle A. Shareholder value, real options, and innovation in technology-intensive companies// R&D Management. -1999. -№3. - pp. 271-287;
66. Joia L. Measuring Intangible Corporate Assets. Linking Business Strategy with Intellectual Capital // Journal of Intellectual Capital. – 2000. - №1. – pp. 68-84;
67. Jung J. The Bigger, the Better? Measuring the Financial Health of Media Firms // The International Journal on Media Management. - 2003. - №4. – pp.12-20;
68. Kimura H., Cruz Basso L., Nogueira S., de Barros L. The impact of intellectual capital on value added of Brazilian companies traded at the BMF-Bovespa // Journal of International Finance & Economic. – 2010. - №2. – pp.1-11;
69. King A., Zeithaml C. Competencies and firm performance: examining the causal ambiguity paradox // Strategic Management Journal. - 2001. - №1. – pp. 75-99;
70. Lev B. R&D and Capital Markets // Journal of Applied Corporate Finance. – 1999. - №4. – pp.21-35;
71. Lie E., Lie H. Multiples Used to Estimate Corporate Value// Financial Analysts Journal. -2002. -№2. -pp. 44-54;
72. Lippman S., Rumelt R. Uncertain imitability: an analysis of interfirm differences in efficiency under competition // Bell Journal of Economics. – 1982. - №2. - pp.418-438;
73. Lynn B. Intellectual Capital // CMA Magazine. – 1998. - №1. – pp.10-15;
74. Madden B. Maximizing Shareholder Value And The Greater Good. - Oxford: Butterworth - Heinemann, 1999. – 238 p.;
75. Mahoney W. EVA-CFROI: Monsanto Focusing on New Metrics To Improve Business Valuation // Valuation Issues. – 1996. - №2. – pp.23-45;
76. McGregor J., Tweed D., Pech R. Human capital in the new economy: Devil’s bargain // Journal of Intellectual Capital. – 2004. - №1. - pp. 153-164;
77. Meek G., Gray, S. The value added statement: An innovation for U.S. companies? // Accounting Horizons. – 1998. - №2. - pp.73-81;
78. Mizik N., Jacobson R. Trading Off Between Value Creation and Value Appropriation: The Financial Implications of Shifts in Strategic Emphasis // Journal of Marketing. – 2003. - № 3. - pp. 63–76;
79. Nichols P. Unlocking shareholder value: management accounting // Magazine for Chartered Management Accountants. – 1998. - №4. – pp.76-83;
80. Oladunjoye G., Onyeaso G. Differences between resources and strategy in strategic management: An experimental investigation // International Journal of Management. – 2007. - №3. – pp.592-604;
81. Ottoson E., Weissenrieder F. Cash Value Added (CVA)—A New Method for Measuring Financial Performance // Journal of Applied Corporate Finance. – 1996. - №1. – pp. 142-167;
82. Pablos P. Intellectual Capital Reporting in Spain: A Comparative View // Journal of Intellectual Capital. – 2003. - №4. –pp. 61- 81;
83. Picard R. Media Economics: Concepts and Issues. - London: Sage Publications Ltd., 1989. – 136 p.;
84. Pohlman R., Gardiner G. Value Driven Management: How to Create and Maximize Value over Time for Organizational Success. - New York: AMACOM, 2000. – 230 p.;
85. Prahalad C., Hamel G. The Core Competence of the Corporation // Harvard Business Review. - 1990. - № 3. - pp. 79–91;
86. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors. – New York: Free Press, 1999. – 224 p.;
87. Riahi-Belkaoui A. Intellectual capital and firm performance of US multinational firms: A study of the resource-based and stakeholder views // Journal of Intellectual Capital. – 2003. - №2. – pp.215-225;
88. Roos J., Roos G., Dragonetti N., Edvinsson L. Intellectual Capital: Navigating in the New Business Landscape. -New York: New York University Press, 1998. - 197 p.;
89. Rumelt R.P. How much does industry matter? // Strategic Management Journal. – 1991. - №3. – pp.167-185;
90. Samuel M. The Applicability of a Market Approach Valuation Analysis that Employs Only a Single Comparable // Tax Lawyer. – 2003. -№2. - pp. 475-483;
91. Shakina E., Barajas A. The relationship between intellectual capital quality and corporate performance: an empirical study of Russian and European companies // Economic Annals. - 2012. - №1. – pp.123-156;
92. Sheinin D., Biehal G. Corporate Advertising Pass-Through onto the Brand: Some Experimental Evidence // Marketing Letter. -1999. - № 10. - pp. 63–73.;
93. Stephan M. Diversification Strategy of Global Media Conglomerates: A Comment // Journal of Media Economics. - 2005. - № 2. - pp. 85–103;
94. Stern D., Stewart B. The Quest For Value: The EVA management guide. - New York: Harper Business, 2001. –800 p.;
95. Stewart G. EVA: fact and fantasy // Journal of Applied Corporate Finance. - 1994. - №2. – pp.71-84;
96. Stewart T. Intellectual Capital: The new wealth of organization. – London: Nicholas Brealey, 1994. – 320 р.;
97. Sveiby K. The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge-Based Assets. - San Francisco, CA: Berrett-Koehler Publishers, 1997. – 275 p.;
98. Tseng C., Goo Y. Intellectual capital and corporate value in an emerging economy: empirical study of Taiwanese manufacturers // R&D Management. – 2005. – №2. – pp. 187-201;
99. Van den Berg, Herman A. Models of intellectual capital Valuation: A comparative Evaluation // Business Performance Measurement: Intellectual Capital. – 2005. - №2. – pp.121-158;
100. Vukanovic Z. Global Paradigm Shift: Strategic Management of New and Digital Media in New and Digital Economics // The International Journal on Media Management. - 2009. -№ 2.- pp. 81–90;
101. Wang W., Chang C. Intellectual capital and performance in causal models // Journal of Intellectual Capital. - 2005. - №2. – pp.222-236;
102. Worner S., Racheva-Iotova B., Stoyanov S. Calibration of a basket option model applied to company valuation// Mathematical Methods of Operations Research. -2002. -№2. -pp. 247-263;
103. Youndt M., Subramaniam M., Snell S. Intellectual Capital Profiles: An Examination of Investments and Returns // Journal of Management Studies. – 2004. - №2. – pp. 335-362;
104. Young D., O’Byrne S. EVA & Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation. - New York: McGraw-Hill, 2000. – 145 p.;
105. Zeghal D., Maaloul A. Analyzing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance // Journal of Intellectual Capital. – 2010. - №1. - pp.11-23;

**Интернет-источники**

1. Емельянов А., Шакина Е. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний. URL: <http://ecsocman.hse.ru/data/697/769/1223/Vypusk8_79_87_emelianov_shakina.pdf> (Дата обращения: 13.04.2013);
2. Исследование Brand Finance. «Driving Corporate Value in 21 Century» // Brand Finance, 2000. URL: <http://brandfinance.com/> (Дата обращения: 16.04.2013);
3. Канушина И. Концепция экономической добавленной стоимости в управлении предприятием, 2007. URL: <http://finbiz.spb.ru/download/3_2007_kanu.pdf> (Дата обращения: 13.04.2013);
4. Сайт компании «СТС Медиа». URL: <http://www.ctcmedia.ru/rus/> (Дата обращения: 16.04.2013);
5. Сайт компании Mail.ru Group. URL: <http://corp.mail.ru/> (Дата обращения: 16.04.2013);
6. Сайт компании РБК-информационные системы. URL: <http://www.rbcinfosystems.ru/> (Дата обращения: 16.04.2013);
7. Сайт электронной фондовой биржи «Londonstockexchange». URL: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm> (Дата обращения: 16.04.2013);
8. Сайт электронной фондовой биржи «NASDAQ». URL: <http://www.nasdaq.com/> (Дата обращения: 16.04.2013);
9. Сайт электронной фондовой биржи «ММВБ-РТС». URL: <http://www.micex.ru/> (Дата обращения: 16.04.2013);
10. Сметанина Е. Процесс управления стоимостью компани URL: <http://technomag.edu.ru/doc/159983.html> (Дата обращения: 20.03.2013);

Щербакова О. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости. URL: <http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_1148/> (Дата обращения: 20.03.2013);

1. Daum J. Value Drivers Intangible Assets - Do We Need A New Approach to Financial and Management Accounting. A Blueprint for an Improved Management System, 2001. URL: <http://www.juergendaum.com/articles/IA_Controlling__e.pdf> (Дата обращения: 16.04.2013);
2. Doyle P. Shareholder-value-based brand strategies. URL: <http://www.verajordan.com/adrianajordan/pdf/20_30.pdf> (Дата обращения: 16.04.2013);
3. Hunter L., Webster E., Wyatt A. Measuring Intangible Capital: A Review of Current Practice, 2005. URL: <http://www.forstenlechner.info/2005_09_01_archive.html> (Дата обращения: 20.03.2013);
4. Pulic A. Measuring the performance of intellectual potential in knowledge economy, 1998. URL: <http://xa.yimg.com/kq/groups/21741988/1414311172/name/pulic+1998.pdf> (Дата обращения: 16.04.2013);
5. Rawley T. Value Management: Past, Present, and Future, 2003. URL:<http://premiacap.com/QWAFAFEW/thomas_20030821.pdf> (Дата обращения: 13.04.2013);
6. Stern S. Future Growth Value (FGV). URL: [www.sternstewart.com](http://www.sternstewart.com) (Дата обращения: 14.04.2013);
7. Stiles P., Kulvisaechana S. Human Capital and Performance in Public Sector, 2004. URL: <http://www.bus.tu.ac.th/usr/sab/articles_pdf/research_papers/dti_paper_web.pdf> (Дата обращения: 16.04.2013);
8. Sveiby K. Methods for measuring intangible assets, 2010. URL: <http://www.sveiby.com/articles/methods/> (Дата обращения: 20.03.2013);
9. Webber A. New math for a new economy, 2000. URL: <http://www.fastcompany.com/38859/new-math-new-economy> (Дата обращения: 13.04.2013).

Приложение 1

**Обобщение классификаций, используемых при описании интеллектуального капитала основными исследователями1**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Brooking (1996)**  **(Великобритания)** | **Roos, Roos &**  **Edvinsson (1997)**  **(Великобритания)** | **Stewart (1997)**  **(США)** | **Bontis и др. (2000)**  **(Канада)** | **Sveiby (1997)**  **(Швеция)** | **Edvinsson и**  **Malone (1997)**  **(Дания)** | **New Guideline**  **(2003) (Дания)** | **Allee (2000) (США)** |
| *Активы, сконцентрированные на человеке*  Умения, способности, опыт, способность решать проблемы и стили лидерства, знания работников | *Человеческий капитал*  Компетенция, отношение к работе и интеллектуальная подвижность | *Человеческий капитал*  Работники – самый важный актив организации | *Человеческий капитал*  Индивидуальный уровень знаний, которыми обладает работник | *Человеческий капитал*  Ноу-хау работников, образование и качества, связанные с работой знания и компетенция, предпринимательский дух | *Человеческий капитал*  Матрица компетенции. Число профессионалов, общая численность персонала, число временных работников | *Работники*  Умения, компетенция, опыт, образование, мотивация и обязательность работников | *Человеческий капитал*  Компетенция, индивидуальные способности, знания, умения, опыт, способность решать проблемы, которые свойственны людям |
| *Инфраструктурные активы*  Все технологии, процессы, режим работы, организационные структуры, внутренние информационные сети, управленческие методики | *Организационный капитал*  Все организационные, инновационные процессы, интеллектуальная собственность и культурные активы | *Структурный капитал*  Знания, заложенные в информационной технологии | *Структурный капитал*  Нечеловеческие активы или организационные способности, используемые для удовлетворения требований рынка | *Внутренний капитал*  Философия менеджмента, корпоративная культура, процессы управления, системы информации и связи, финансовые отношения, интеллектуальная собственность | *Процессный капитал*  Время средней пропускной способности накладных, средняя пропускная способность месячных отчетов | *Процессы*  Знания, используемые в постоянных процедурах, инновационные процессы, процедуры отслеживания качества, процессы управления и контроля, механизмы управления информацией | *Корпоративная индивидуальность*  Ценность чьей-либо идеи, цели, ценностей, этических устоев и лидерства |
| *Рыночные активы*  Брэнды, клиенты, лояльность клиентов и каналы распространения, отношения и связи с акционерами, а также более обширные социальные и экологические инвестиции | *Отношенческий капитал*  Отношения с внутренними и внешними заинтересованными лицами | *Клиентский капитал*  Рыночная информация, используемая для привлечения и удержания клиентов | *Отношенческий капитал*  Клиентский капитал – это только один аспект знаний, задействованных в организационных отношениях | *Внешний капитал*  Брэнды  Клиенты и их лояльность  Имя компании  Каналы распространения  Бизнес связи  Лицензионные соглашения  Желательные контракты  Соглашения о франчайзинге | *Клиентский капитал*  Распространение продаж, предоставляющих дополнительные услуги. Процент основных клиентов | *Клиенты*  Клиентский состав; отношения с клиентами и другими заинтересованными лицам, их удовлетворенность и лояльность, их отзывы о компании; взгляд на их потребности и степень кооперации с ними при разработке продуктов и процессов | *Внешние связи*  Деловые отношения с клиентами, стратегическими партнерами, поставщиками, инвесторами и др. качественные отношения со всем обществом  Отношения к земле и ресурсам и вклад в здоровье и сохранность окружающей среды |
| *Интеллектуальная собственность*  Патенты, торговые марки, авторские права, юридическая защита конфиденциальной информации и др. | *Капитал обновления и развития*  Новые патенты и попытки обучения | Все патенты, планы и торговые марки | *Интеллектуальная собственность*  По сравнению с ИК, интеллектуальная собственность является защищенным активом и имеет легальное определение |  | *Инновационный капитал*  Сферы текущих инноваций; персонал, задействованный в этих сферах | *Технологии*  Технологическая поддержка других трех ресурсов знаний. IT системы, особенно интенсивность их использования | *Внутренняя структура*  Системы и процессы, которые способствуют росту конкурентоспособности, в т.ч. базы данных, документы, ИС |

1 Сост. по источнику: Hunter L., Webster E., Wyatt A. Measuring Intangible Capital: A Review of Current Practice. URL: <http://www.forstenlechner.info/2005_09_01_archive.html> (Дата обращения: 20.03.2013).

Приложение 2

**Методы измерения неосязаемых активов в хронологическом порядке1**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **№** | **Год** | **Название** | **Название англ.** | **Главный разработчик** | **Вид измер.** | **Описание метода измерения** |
| **42** | 2009 | Форма отчетности об интеллектуальном капитале для университетов | ICU Report | Sanchez | SC | Рекомендации по форме отчетности об интеллектуальных ресурсах явились результатом проекта при поддержке Евросоюза и разработаны специально для университетов. Отчет состоит из трех частей: (1) концепция института (2) краткое описание нематериальных ресурсов (3) обзор системы индикаторов. |
| **41** | 2008 | Оценка стоимости с помощью анализа интеллектуального капитала EVVICAE™ | EVVICAE™ | McCutcheon | DIC | Разработан Научным центром Шотландии на основе статьи Patrick H. Sullivan (1995/2000). Позволяет более точно анализировать структурный, человеческий и отношенческий капитал. Подходит для оценки фирм, у которых в структуре активов преобладает ИК. |
| **40** | 2008 | Региональный индекс интеллектуального капитала | Regional Intellectual Capital Index (RICI) | Schiuma, Lerro, Carlucci | SC | Авторы пытаются оспорить тот факт, что интеллектуальный капитал может быть представлен традиционными компонентами. Строится Дерево знаний, состоящее из 4 частей: оборудование, сетевое программное обеспечение, виртуальное обеспечение и программное обеспечение. Knoware Дерево и Knoware панели предлагаются в качестве базы для оценки ИК в рамках регионов. Для глобальной оценки ИК вводится Индекс регионального интеллектуального капитала (RICi) и приводится его расчет для итальянских регионов. Наконец, для изучения связи между ИК региона и его динамики создания стоимости разрабатывается Индекс создания стоимости (VCI) и анализируется линейная корреляция RICi и VCI. Первое эмпирическое исследование свидетельствует о положительной связи между уровнем ИК и созданием стоимости. |
| **39** | 2007 | Динамическая модель оценки интеллектуального капитала в денежном выражении | Dynamic monetary model | Milost | DIC | Оценка персонала производится тем же способом, что и оценка основных средств. Ценность отдельного работника = стоимость потребления на одного работника+ инвестиции в работника - корректировки |
| **38** | 2004 | Методические рекомендации по упралению интеллектуальными активами | IAbM | Министерство экономики, торговли и промышленности Японии | SC | Методические разработки по форме предоставления отчетности об управлении интеллектуальными активами, разработанные министерством экономики, торговли и промышленности Японии. Отчет включае в себя 1) общую концепцию менеджмента 2) сравнение текущего и прошлогоднего отчета 3) планы на будущее 4)показатели, используемые для оценки интеллектуальных активов. Система показателей основана на методических рекомендациях. Подход описан в Johanson & al. (2009), оригинал только на японском языке. |
| **37** | 2004 | SICAP Project, модель оценки интеллектуального капитала в общественном сектторе | SICAP |  | SC | Проект SICAP осуществлялся при финансовой поддержке Министерства науки и технологии Испании и Европейского регионального фонда развития. Модель создана специально для системы государственного и мунициапального управления в целях создания эффективного менеджмента в общественном секторе. Структура интеллектуального капитала всключает: общественный человеческий, общественный структурный и общественный отношенческий капитал. Метод описан в статье Ramirez Y. (2010, страница 253-256), оригинал только на испанском языке. |
| **36** | 2004 | Национальный индекс интеллектуального капитала | National Intellectual Capital Index | Bontis | SC | Модифицированная версия Навигатора Skandia для разных стран: национальное богатство состоит из финансовых активов и интеллектуального капитала (человеческий капитал и структурный капитал). |
| **35** | 2004 | Бизнес IQ | Topplinjen/Business IQ | Sandvik | SC | Бизнес IQ- комбинация 4х индексов: индекс идентификации, индекс человеческого капитала, индекс капитала знаний, индекс репутации. Разработан в Норвегии консалтинговой фирмой Humankapitalgruppen. http://www.humankapitalgruppen.no/ |
| **34** | 2003 | Интеллектуальный капитал в общественном секторе | Public sector IC | Bossi | SC | В модели выделено 2 необходимых свойства интеллектуального капитала, важных с точки зрения государственного управления: прозрачность и качество. Если хотя бы одно из условий не соблюдается, образуются "интеллектуальные обузы (помехи)" и управление становится неэффективным. Из-за "интеллектуальных помех" возникает разрыв между идеальным и реальным менеджментом. Задача государства - ликвидировать этот разрыв. Метод описан в статье Ramirez Y. (2010, страница 252), оригинал только на испанском языке. |
| **33** | 2003 | Методические рекомендации правительства Дании | Danish guidelines | Mouritzen, Bukh и al. | SC | Рекомендация проекта, финансируемого правительством, о том, как датским фирмам следует публично предоставлять отчетность о нематериальных активах. Отчет об интеллектуальном капитале включает в себя 4 части : 1)отчет о знаниях 2) проблемы менеджмента, 3) предполагаемые решения этих проблем 4) набор релевантных индикаторов |
| **32** | 2003 | Динамический индикатор интеллектуального капитала | IC-dVAL™, "Dynamic Valuation of Intellectual Capital" | Bonfour | SC | Вычисляются показатели 4х измерений конкурентоспособности: ресурсы и компетенция, процессы, продукция и неосязаемые активы (показатели структурного и человеческого капитала). Определены специальные показатели для измерения интеллектуального капитала в динамике, которые позволяют проследить связь между внутренней и внешней средой компании. В настоящее время подход используется на корпоративном уровне, хотя в дальнейшем возможно его применение на мезо- и макроуровне. |
| **31** | 2002 | Intellectus model | Intellectus model | Sanchez-Canizares (2007) | SC | Акцентируется внимание на существование тесной взаимосвязи между интеллектуальным капиталом и организационной культурой. Человеческий, структурный, отношенческий, социальный и технологический капитал объединены в модель, ядром которой является организационная культура. |
| **30** | 2002 | Финансовый метод измерения неосязаемых активов | FiMIAM | Rodov и Leliaert | DIC/MCM | В рамках данного подхода стоимость интеллектуального капитала связана с разницей между рыночной и балансовой стоимостью компании. Представлена трехлистная модель FiMIAM, где компоненты интеллектуального капитала схематично изображены в виде трех кругов. При пересечении кругов возникают новые элементы интеллектуального капитала, содержание каждого из которых описывается авторами с целью как можно точнее учесть влияние элементов на стоимость компании. Основное достоинство этой модели в том, что авторами построена шкала структурированности элементов интеллектуального капитала, на которой наиболее структурированным (следовательно, полностью принадлежащим компании) является структурный капитал, наименее — клиентский капитал.Структурированность человеческого капитала рассматривается ниже среднего уровня. Такой элемент, как «структурный капитал плюс человеческий капитал» ( знания, компетенция и умения сотрудников, вовлеченные в структуру компании и которые не могут быть потеряны из-за ухода работника) помещен в середину шкалы структурированности интеллектуального капитала. |
| **29** | 2002 | Рейтинг интеллектуального капитала | IC Rating™ | Edvinsson | SC | Расширеннная модификация системы Навигатор Skandia, некоторые идеи заимствованы из модели "Мониторинг нематериальных активов" К.Э.Свейби. Рейтинг составляется по показателям эффективности, обновления и риска. |
| **28** | 2002 | Модель цепочки создания стоимости | Value Chain Scoreboard™ | Lev B | SC | Матрица нефинансовых показателей делится на три вида согласно циклу развития: разработка/обучение, исполнение, коммерциализация. Модель создана для того, чтобы фирмы могли предоставить стандартизованную информацию для рынков капитала, в том числе и описание бизнес-процесса, или цепочки создания стоимости. Это позволит отследить экономические процессы, посредством которых фирма создает и преобразует инновации в акционерную стоимость. |
| **27** | 2002 | Методические рекомендации финансовой группы "Meritum" | Meritum guidelines | Meritum Guidelines | SC | Финансируемый Евросоюзом исследовательский проект, который определил основу для менеджмента и предоставления информации о неосязаемых активах в три этапа.  Необходимо 1)определить стратегические цели 2) идентифицировать имеющиеся неосязаемые активы 3) направлять деятельность на их увеличение. Неосязаемые активы разделены на три класса: человеческий, структурный, отношенческий капитал. http://www.fek.su.se/home/bic/meritum/ |
| **26** | 2001 | Модель учета состояния интеллектуального капитала в общественном секторе |  | Caba & Sierra | SC | Модель оценки интеллектуального капитала в общественном секторе базируется на модели EFQM, разработанной Европейским фондом управления качеством. Она комбинирует элементы модели EFQM в три блока, которые вместе позволяют описать интеллектуальный капитал фирмы (человеческий, структурный отношенческий). Проведено эмпирическое исследование значимости и возможности учета интеллектуального капитала для фирм на примере одной испанской провинции. Метод описан в статье Ramirez Y. (2010, страница 252), оригинал только на испанском языке. |
| **25** | 2001 | Intangible assets statement | Intangible assets statement | Garcia (2001) | SC | Автором предложена новая форма отчетности по нематериальным активам. В отчете есть нефинансовый раздел, где отражаются все вложения в неосязаемые активы, которые в соответствии с бухгалтерскими стандартами не могут быть официально признаны активами или пассивами. Разработана и апробирована на примере испанских фирм концепция управления интеллектуальным капиталом. Показатели заимствованы из классификации Свейби:1) показатели роста, которые отражают потенциал и будущие первспективы 2) показатели эффективности, чтобы знать производительность нематериальных активов 3) показатели устойчивости, чтобы оценить степень постоянства активов. Возможно применение в общественном секторе. Метод описан в статье Ramirez Y. (2010, страница 256), оригинал только на испанском языке. |
| **24** | 2001 | Цикл аудита знаний | Knowledge Audit Cycle | Marr и Schiuma | SC | Авторы предлагают свою структуру неосязаемых активов в виде "карты знаний". Все трансформации, которые претерпевает знание в организации, объединены в "кругооборот знаний". Он состоит из процессов создания, преобразования, обмена, передачи, кодификации, хранения и использования. "Карта знаний" и "кругооборот знаний" интегрированы в модель "Цикл аудита знаний". Управление неосязаемыми активами осуществляется в в четыре этапа. 1) Определить ключевые активы знаний; 2) Идентифицировать основные процессы знаний; 3) Спланировать действия , направленные на улучшение или увеличение неосязаемых активов; 4)  Предпринимать запланированные действия и отслеживать улучшения. Применяется в интенет-бизнесе, например, в компаниях Lykos UK Limited и Jungle.com . |
| **23** | 2000 | Индекс создания стоимости | Value Creation Index (VCI) | Baum, Ittner, Larcker, Low, Siesfeld, и Malone | SC | Разработан Wharton Business School, совместно с Cap Gemini Ernst & Young Center for Business Innovation и Forbes. На основе статистических данных крупнейших компаний по версии S&P 500 исследовалась способность неосязаемых активов объяснить рыночную стоимость компании. Различные факторы для различных отраслей. Отобранные нефинансовые показатели ("драйверы стоимости") ранжировались в порядке убывания значимости. Индекс создания стоимости состоит из взвешенных по рангу "драйверов стоимости". |
| **22** | 2000 | Исследователь стоимости | The Value Explorer™ | Andriessen и Tiessen | DIC | Методология отчетности, предложенная компанией KPMG для расчета и разделения стоимости на пять видов неосязаемых активов: 1) активы и вклады; 2) умения и подразумеваемые знания; 3) коллективные ценности и нормы; 4) технологичные и точные знания; 5) первичные и управленческие процессы. |
| **21** | 2000 | Оценка интеллектуальных активов | Intellectual Asset Valuation | Sullivan | DIC | Автором предложена следующая структура интеллектуального капитала: человеческий капитал и интеллектуальные активы. Методология для оценки стоимости интеллектуальной собственности. |
| **20** | 2000 | Создание общей стоимости | Total Value Creation, TVC™ | Anderson и McLean | DIC | Проект Канадского Института Аттестованных Бухгалтеров. TVC использует дисконтированные денежные потоки проекта, чтобы проверить, как различные события влияют на запланированную деятельность. http://www.insight-mag.com/insight/03/09/col-2-pt-1-AcquiringMinds.asp |
| **19** | 1999 | Прибыли от капитала знаний | Knowledge Capital Earnings | Lev | ROA | Прибыли от капитала знаний рассчитываются как доля от нормализованной прибыли (средняя отраслевая прибыль за последние три года и согласованные с аналитиками оценки будущей прибыли), превышающей прибыль от балансовых активов. Прибыль далее используется для того, чтобы «капитализировать» капитал знаний. Метод похож на CIV. |
| **18** | 1998 | Инклюзивное управление стоимостью | Inclusive Valuation Methodology (IVM) | McPherson | DIC | Это математическая модель многомерной оценки экономической эффективности, не подверженная субъективизму. Первичные оценки объекта должны: полностью отражать учетные данные, не зависетть от шкалы измерения и быть соизмеримы между собой. Это необходимые и достаточные условия для признания оценки объективной. В модели объединены 3 концепции фирмы: проекция финансов, оценка стоимости объекта и концепция интеллектуального капитала. Создан симулятор, на примере которого рассчитывается каждая компонента стоимости. Используется иерархия взвешенных показателей, которые объединены и сфокусированы на относительных, а не на абсолютных стоимостях. Объединенная добавленная стоимость = денежная добавленная стоимость, объединенная с неосязаемой добавленной стоимостью. http://www.infoplex-uk.com/vmp/Origins.htm |
| **17** | 1998 | Отчетность для будущего | Accounting for the Future (AFTF) | Nash H. | DIC | Новая система отчетности, созданная в соответствии концепцией управления стоимостью (Value-Based Management). В ней учтена временная стоимость денег, цена собственного и заемного капитала, принцип дисконтированных денежных потоков. Рассчитываются точечные показатели (стоимость компании) и интервальные (добавленная стоимость). Разница между AFTF стоимостью в конце и в начале периода является добавленной стоимостью в течение этого периода. |
| **16** | 1998 | Рыночная стоимость, определяемая инвестором | Investor assigned market value (IAMV™) | Standfield | MCM | Предполагает, что истинная стоимость компании – это рыночная стоимость акций, которая равна Материальный капитал + [Реализованный интеллектуальный капитал (принесший доход)+ Эрозии интеллектуального капитала + Устойчиваое конкурентное преимущество]. |
| **15** | 1997 | Рассчитанная неосязаемая стоимость | Calculated Intangible Value (CIV) | Stewart, Luthy | ROA | Стоимость интеллектуального капитала равна разнице между рыночной и балансовой стоимостью фирмы. Метод основан на предположении, что компания зарабатывает прибыль большую, чем среднеотраслевая, только с помощью интеллектуального капитала Рассчитывается избыточная доходность материальных активов. Затем этот показатель используется для определения доли дохода, приходящегося на нематериальные активы. |
| **14** | 1997 | Экономическая добавленная стоимость | Economic Value Added (EVA™) | Stewart | ROA | Рассчитывается посредством корректировки обнаруженной прибыли фирмы на издержки, связанные с использованием капитала. Метод многофункционален и связан с ориентацией на повышение стоимости фирмы. Экономическая добавленная стоимость= (рентабельность капитала - WACC)\* инвестированный капитал. Метод EVA прямо не относится к управлению интеллектуальным капиталом (то есть в рамках данного метода не существует никаких специальных способов оценки инвестиций в нематериальные активы), но косвенно эффективное управление интеллектуальным капиталом увеличивает EVA. Изменения EVA свидетельствуют о том, производителен интеллектуальный капитал фирмы или нет. |
| **13** | 1997 | Интеллектуальный коэффициент добавленной стоимости | Value Added Intellectual Coefficient (VAIC™) | Pulic | ROA (не подходит ни к одному виду) | Формула, которая оценивает, сколько стоит и насколько эффективно интеллектуальный и вложенный капитал создают стоимость, основана на взаимосвязи трех основных составляющих: 1) вложенный капитал; 2) человеческий капитал; и 3) структурный капитал. VAIC™i = CEEi + HCEi + SCEi http://www.vaic-on.net/ |
| **12** | 1997 | Индекс интеллектуального капитала | IC-Index™ | Roos, Roos, Dragonetti и Edvinsson | SC | Объединяет 24 отдельных показателей, описывающие интеллектуальные активы и их составляющие, в единый индекс. Интеллектуальный капитал делится на человеческий, структуаный, отношенческий и инновационный. Изменения индекса связаны с изменениями в рыночной стоимости фирмы. |
| **11** | 1996 | Система аудита "Технологичный брокер" | Technology Broker | Brooking | DIC | Измерение стоимости интеллектуального капитала фирмы основана на анализе ответов на 20 вопросов, касающихся четырех главных составляющих интеллектуального капитала: активы, связанные с человеческими ресурсами; активы интеллектуальной собственности; рыночные активы; инфраструктурные активы. Чем меньше вопросов, на которые компания может ответить положительно, тем сильнее ей необходимо сфокусироваться на усилении интеллектуального капитала. Далее каждый компонент модели тестируется с помощью определенного набора специализированных вопросников с целью определения скрытой стоимости данного актива. Наконец, вычисляется денежная оценка интеллектуального капитала любым из трех способов:1)затратный 2)рыночный 3)доходный. |
| **10** | 1996 | Оценка патентов, взешенных по частоте "цитирования" | Citation- Weighted Patents | Dow Chemical | DIC | Интеллектуальный капитал и его функционирование оцениваются на основе влияния исследования и разработок на деятельность фирмы. Предполагается, что чем чаще "цитируют" патент (ссылаются в научных изаниях, исслеованиях), тем большую ценность он имеет. Количество ссылок на патент служит индикатором интеллектуального капитала фирмы и коррелирует с ее рыночной стоимостью, так как инвесторы оценивают запасы знаний фирмы. |
| **9** | 1995 | Холистическая отчетность | Holistic Accounts | Rambøll Group | SC | Ramboll – это датская консалтинговая группа, которая занимается разработкой "холистической отчетности", которая подходит для компаний новой экономики (экономики знаний). Основывается на EFQM бизнес модели. Форма отчетности включает девять параметров: ценности и управление, стратегические процессы, человеческие ресурсы, структурные ресурсы, консультирование, клиентские результаты, результаты служащих, общественные результаты и финансовые результаты. |
| **8** | 1994 | Навигатор Skandia | Skandia Navigator™ | Edvinsson и Malone | SC | Согласно модели, интеллектуальный капитал есть сумма человеческого (не принадлежит фирме) и структурного (принадлежит фирме) капитала. Интеллектуальный капитал оценивается посредством анализа до 164 показателей (91 связанных с интеллектуальным капиталом и 73 традиционных показателей), которые описывают пять составляющих: 1)финансовую, 2) клиентскую, 3) процессную, 4) обновление и развитие и 5) человеческую. Среди всех показателей присутствовали как денежные (С), так и процентные (долевые, i) и даже опросные измерители. Далее, с помощью определенных весов оценка интеллектуального капитала сводилась к формуле: Intellectual capital=i\*C. |
| **7** | 1994 | Монитор неосязаемых активов | Intangible Asset Monitor | Sveiby | SC | Менеджеры выбирают показатели, основанные на стратегических целях фирмы, для того чтобы оценить 4 аспекта создания стоимости от 3 видов неосязаемых активов, названных: Компетенция служащих, внутренняя структура, внешняя структура. Способы создания стоимости: 1)рост; 2) обновление; 3) использование/эффективность; 4)снижение риска/стабильность. |
| **6** | 1992 | Сбалансированная система показателей | Balanced Score Card | Kaplan и Norton | SC | Для оценки функционирования компании выделяется 4 блока показателей. 1) Финансовые (повышение стоимости предприятия для собственников, рост сбыта, производительность капитала). 2) Клиентские (предложение ценности для клиентов – цена, качество, время, функциональность, сервис, связи с клиентами, марка). 3) Внутренние процессы (инновационные процессы как наращивание рыночной власти, процессы управления клиентами с целью повышения ценности для клиентов, оперативные процессы - достижение операционального превосходства, процессы, связанные с регулированием и средой – формирование ответственной гражданской позиции). 4) Перспективы обучения (стратегические компетенции, стратегические технологии, климат). Показатели основываются на стратегических целях фирмы. Развитие организации должно быть сбалансировано по этим направлениям. http://www.balancedscorecard.org/ |
| **5** | 1990 | Отчет о человеческих ресурсах | HR statement | Ahonen | DIC | Применение менеджментом концепции управления затратами на человеческие ресурсы широко распространена в Финляндии. Отчет о прибылях и убытках в разрезе человеческих ресурсов делит затраты на персонал на три вида: издержки обновления, издержки развития, издержки истощения. В 1999 году 150 финских компаний приготовили такие отчеты о человеческих ресурсах. |
| **4** | 1989 | Невидимый баланс | The Invisible Balance Sheet | Sveiby, The ”Konrad” group | MCM | Разница между рыночной стоимостью акций фирмы и её чистой балансовой стоимостью объясняется тремя взаимосвязанными компонентами интеллектуального капитала: человеческий капитал, организационный капитал и клиентский капитал. Эти три категории интеллектуального капитала, впервые опубликованные в этой книге, стали стандартом. |
| **3** | 1988 | Управление затратами на человеческие ресурсы и отчетность | Human Resource Costing & Accounting (HRCA 2) | Johansson | DIC | Рассчитывается скрытое влияние затрат, связанных с человеческими ресурсами, которые снижают прибыль фирмы. Делаются корректировки в отчете о прибылях и убытках. Интеллектуальный капитал измеряется посредством расчета: прибыль, полученная от использования человеческих активов компании, делится на капитализированную заработную плату. |
| **2** | 1970е | Управление затратами на человеческие ресурсы и связанная с этим отчетность | Human Resource Costing & Accounting (HRCA 1) | Flamholtz | DIC | Первая работа, посвященная отчетности по человеческим ресурсам. Несколько методов для расчета стоимости человеческих ресурсов. Предложены модели "Пирамида развития организации" и "Жизненный цикл организации", где определены 7 ступененй роста. |
| **1** | 1950е | Коэффициент q Тобина | Tobin’s q | Tobin J. | MCM | Коэффициент q – это отношение рыночной стоимости акций фирмы к восстановительной стоимости активов, очищенных от краткосрочных обязательств. Для успешно функционирующей фирмы q>1. Значение коэффициента в немалой степени определяется внутрифирменными активами, которые не отражается в балансе, но сказывается на оценке фирмы рынком. Поэтому q позволяет приблизительно измерить интеллектуальный капитал. Разработан нобелевским лауреатом экономистом Джеймсом Тобином в 1950-е гг. http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin's-q |

1Сост. по источнику: Sveiby Karl-Erik/ Methods for measuring intangible. URL: <http://www.sveiby.com/articles/methods/> (Дата обращения: 20.03.2013).

Приложение 3

**Эмпирические исследования влияния интеллектуального капитала на результаты деятельности компании**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Авторы** | **Метод измерения ИК** | **Информационная база** | **Результаты** |
| Pulic, 2000 | Интеллектуальный коэффициент добавленной стоимости (VAIC) | 30 выбранных случайным образом компаний с биржи FTSE, 1992-1999гг. | Обнаружена положительная корреляция уровня ИК с рыночной стоимостью компании |
| Bontis, Keow, Richardson, 2000 | Выделение составляющих ИК, оценка по шкале Лайкерта | 107 компаний Малайзии | Наблюдается значимая и положительная связь между ИК и результатами деятельности вне зависимости от отрасли. Влияние отдельных компонентов ИК различается по отраслям |
| Kremp, Maitresse, 2002 | Выделение составляющих ИК, экспертные оценки практик управления знаниями | Более 5 тыс. французских предприятий, 1998 – 2000 гг. | При увеличении интенсивности управления знаниями на 1%, склонность к инновациям увеличивается на 4%, а производительность труда – на 3% |
| Firer, Williams, 2003 | VAIC | 75 публичных компании Южной Африки с высоким уровнем ИК | На развивающихся рынках обнаруживается чрезвычайно слабое положительное влияние ИК на результаты деятельности компании |
| Tseng, Goo, 2005 | Комбинация методов: коэффициент Тобина, VAIC, отношение рыночной стоимости к балансовой , выделение составляющих ИК | 81 компания Тайваня | Эмпирически доказано комплементарное влияние отдельных составляющих ИК на корпоративную стоимость компании. Для высокотехнологичных компании это влияние выражено сильнее, чем для компании других отраслей. |
| Chen, Cheng, Hwang, 2005 | VAIC, шкала Лайкерта | Публичные компании Тайваня , 1992-2002 гг, 4254 фирмы | На рентабельность активов положительно влияет уровень ИК, расходы на НИОКР и рекламу. наилучшие результаты получены для панельных данных. |
| Huang, Lui, 2005 | Выделение составляющих ИК, данные открытой отчетности компаний | 297 фирм Тайваня, 2003 г. | Обнаружена нелинейная зависимость показателя рентабельности активов от инновационного капитала |
| Subramaniam, Youndt, 2005 | Выделение составляющих ИК, экспертные оценки практик управления ИК | 93 американские компании | Существует положительное, с выраженным эффектом комплементарности отдельных составляющих, влияние ИК на тип инновационной активности (радикальная – не радикальная инновация) |
| Wang, Chang, 2005 | Выделение составляющих ИК, данные открытой отчетности компаний | Все IT-компаниий тайваньской биржи, 1997-2001 гг. | Показано, что отдельные компоненты ИК – инновационный капитал, процессный капитал и клиентский капитал – оказывают положительное влияние на результаты деятельности компании. Человеческий капитал влияет на результаты лишь опосредованно – через другие компоненты ИК |
| Shui, 2006 | VAIC | 80 публичных тайваньских фирм, 2003 г. | Уровень ИК положительно связан с рентабельностью активов, стоимостью компании, и отрицательно – с производительностью. Обнаружен временной лаг влияния ИК на результаты деятельности компании. |
| Попов, Власов, 2006 | Выделение составляющих ИК, экспертные оценки практик управления ИК | Около 100 предприятий Уральского региона | Обнаружено положительное влияние инвестиции в производство новых знаний на прибыльность предприятия |
| Гаранина, 2008 | Рассчитанная неосязаемая стоимость (CIV) | 43 российские компании, 2001 – 2006г. | Рыночная стоимость компании определяется фундаментальной стоимостью как материальных, так и нематериальных активов. Влияние первых ваыражено сильнее |
| Байбурина, Головко, 2008 | Выделение составляющих ИК, данные открытой отчетности компаний | 19 крупных российских компаний, 2002-2006 гг. | Обнаружена положительная взаимосвязь интеллектуальной добавленной стоимости и рентабельности активов. Определены факторы, влияющие на интеллектуальную добавленную стоимость. |
| Tan, Plowman,Hancock,2007 | VAIC | 150 компаний Сингапурской биржи, 2000-2002гг. | Показано, что степень положительного влияния ИК на результаты деятельности компании зависит от отрасли, в которой работает компания |
| Chan, 2009 | VAIC | Все компании биржи Гонконга, 2001-2005 | На развивающихся рынках не обнаружено значимого влияния ИК на результаты деятельности компаний. Инвесторы и компании оценивают роль физического капитала, выше чем интеллектуального |
| Puntila, 2009 | VAIC | Банковский сектор Италии, 2005-2007 гг. | Не обнаружено значимого влияния ИК на результаты деятельности компании |
| Laing, Dunn, Hughes-Lucas, 2010 | VAIC | Отели Австралии | Показано положительное влияние ИК на результаты деятельности компаний |
| Salamudin, 2010 | Модель чистых активов и прибыли | Компании Малайзии. 2000-2006 гг., 2121 фирм | Результаты показывают, что роль нематериальных активов при создании стоимости компании увеличивается, но медленными темпами |
| Гохберг, 2010 | Выделение составляющих ИК, экспертный опрос | 1 тыс. предприятий обрабатывающей промышленности России, 2009 г. | Обнаружено положительное влияние отдельных компонентов ИК на уровень производительности по валовой добавленной стоимости |

1Сост. по источнику: Быкова А., Молодчик М. Влияние интеллектуального капитала на результаты деятельности компаний// Вестник Санкт-Петербуржского университета, 2011, № 1, С. 50-52

Приложение 4

**Исходные данные: зависимые переменные**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| показатель | **Рыночная капитализация (МС),**  **в млрд.$** | | | **Экономическая добавленная стоимость (EVA), в млрд.$** | | | **Денежная добавленная стоимость (СVA), в млрд.$** | | |
| период | СТС-Медиа | Mail.Ru Group | РБК | СТС-Медиа | Mail.Ru Group | РБК | СТС-Медиа | Mail.Ru Group | РБК |
| 2009 | 2,26 | - | - | 0,17 | - | - | 0,21 | - | - |
| 2010 | 3,55 | 5,1 | 0,12 | 0,20 | 0,3 | 0,01 | 0,28 | 0,37 | 0,014 |
| 2011 | 1,39 | 6,63 | 0,14 | 0,17 | 0,81 | 0,02 | 0,21 | 1,1 | 0,025 |
| 2012 | 1,79 | 10,1 | 0,2 | 0,16 | 0,9 | 0,023 | 0,2 | 1,13 | 0,03 |

Приложение 5

**Исходные данные: независимые переменные**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2010 год** | | | **2011 год** | | | **2012 год** | | |
|  | СТС-Медиа | Mail.ru Group | РБК | СТС-Медиа | Mail.ru Group | РБК | СТС-Медиа | Mail.ru Group | РБК |
| **EBITDA(млн.$)** | 220,854 | 119,4 | 2,83 | 246,715 | 282,9 | 17,5 | 256,408 | 368,28 | 27 |
| **Итого активы(млн.$)** | 997,723 | 3443,48 | 122 | 893,101 | 4167,91 | 134 | 985,574 | 3246,99 | 185 |
| **Прирост инвестиции в ОС(млн.$)** | 5,5 | 11,78 | 1 | 5,04 | 15 | 8 | 5,74 | 5 | 18 |
| **Выручка на работника(млн.$ на 1 сотрудника)** | 0,527 | 0,155 | 0,154 | 0,648 | 0,193 | 0,206 | 0,707 | 0,230 | 0,239 |
| **Величина расходов на персонал(млн.$)** | 69,85 | 83,8 | 42 | 165,18 | 178,6 | 58 | 181,266 | 216,87 | 79 |
| **Уровень квалификации членов совета директоров** | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 1 |
| **НМА(млн.$)** | 218,001 | 2188,08 | 28 | 198,047 | 2831,66 | 36 | 119,339 | 1080,26 | 58 |
| **Наличие ERP-систем** | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **Цитируемость сайта** | 4 | 7 | 6 | 4 | 7 | 6 | 4 | 7 | 6 |
| **Качество сайта** | 4 | 3 | 2 | 4 | 3 | 2 | 4 | 3 | 2 |
| **Величина рекламно-маркетинговых инвестиции (млн.$)** | 15,265 | 17,6 | 24 | 18,855 | 20,23 | 34 | 22,901 | 25,03 | 38 |
| **Гудвилл(млн.$)** | 244,824 | 1058,182 | 6 | 164,375 | 1098,97 | 6 | 177,95 | 1098,97 | 22 |

Приложение 6

**Матрица корреляции независимых регрессоров**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **1** | **2** | **3** | **4** | **5** | **6** | **7** | **8** | **9** | **10** | **11** | **12** | **13** |
| **EBITDA (1)** | 1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| **Итого активы (2)** | 0,35 | 1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| **Прирост инвестиции в ОС (3)** | 0,34 | **0,79** | 1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| **Выручка на работника (4)** | 0,21 | 0,16 | 0,2 | 1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| **Величина расходов на персонал (5)** | 0,32 | -0,29 | 0,22 | -0,03 | 1 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| **Уровень квалификации членов совета директоров (6)** | -0,02 | 0,2 | -0,06 | 0,18 | 0,01 | 1 | - | - | - | - | - | - | - |
| **НМА (7)** | 0,2 | 0,48 | 0,16 | 0,01 | 0,05 | 0,13 | 1 | - | - | - | - | - | - |
| **Наличие ERP-систем (8)** | 0,46 | 0,03 | 0,06 | -0,25 | -0,33 | -0,09 | 0,32 | 1 | - | - | - | - | - |
| **Кол-во дочерних компаний (9)** | 0,1 | -0,14 | 0,17 | 0,41 | 0,36 | 0,07 | 0,02 | 0,29 | 1 | - | - | - | - |
| **Цитируемость сайта (10)** | -0,02 | 0,23 | 0,06 | 0,38 | 0,05 | 0,17 | 0,33 | 0,4 | 0,3 | 1 | - | - | - |
| **Качество сайта (11)** | 0,13 | 0,28 | -0,01 | 0,48 | 0,05 | -0,08 | -0,09 | 0,05 | 0,15 | 0,32 | 1 | - | - |
| **Величина рекламно-маркетинговых инвестиции (12)** | 0,23 | 0,33 | 0,05 | -0,11 | 0,02 | 0,46 | 0,34 | 0,16 | -0,05 | 0,2 | 0,37 | 1 | - |
| **Гудвилл(13)** | 0,06 | -0,11 | -0,13 | -0,31 | 0,1 | -0,14 | 0,25 | -0,12 | -0,16 | 0,09 | -0,1 | -0,05 | 1 |

1. Щербакова О. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости. URL: <http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_1148/> (Дата обращения: 20.03.2013). [↑](#footnote-ref-2)
2. Сметанина Е. Процесс управления стоимостью компани URL: <http://technomag.edu.ru/doc/159983.html> (Дата обращения: 20.03.2013). [↑](#footnote-ref-3)
3. Найденова Ю., Осколкова М. Трансформация интеллектуального капитала в ценность компании в экономике знаний// Корпоративные финансы. – 2011. - №2. - С. 93. [↑](#footnote-ref-4)
4. Бендиков М. Интеллектуальный капитал в оценке стоимости предприятия// Бизнес Академия. -2003.- №1. - С.7; [↑](#footnote-ref-5)
5. Edvinsson L., Malone M. Intellectual Capital. Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower. – New York: HarperBusiness, 1997.  – p. 44. [↑](#footnote-ref-6)
6. Гапоненко А. Управление знаниями. Как превратить знания в капитал. – М.: Эксмо, 2008. – С.78. [↑](#footnote-ref-7)
7. Гапоненко А. Управление знаниями. Как превратить знания в капитал. – М.: Эксмо, 2008. – С.134. [↑](#footnote-ref-8)
8. Молодчик М. Интеллектуальный капитал: искусство измерения. – Пермь: Высшая Школа Экономики, 2011. - С.12. [↑](#footnote-ref-9)
9. Черемушкин С. Денежная добавленная стоимость CVA (Cash Value Added ) и остаточный денежный поток RCF (Residual Cash Flow) // Управление корпоративными финансами. -2008.- №3. - С.161 [↑](#footnote-ref-10)
10. Емельянов А., Шакина Е. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний. URL: <http://ecsocman.hse.ru/data/697/769/1223/Vypusk8_79_87_emelianov_shakina.pdf> (Дата обращения: 13.04.2013). [↑](#footnote-ref-11)
11. Черемушкин С. Денежная добавленная стоимость CVA (Cash Value Added ) и остаточный денежный поток RCF (Residual Cash Flow)// управление корпоративными финансами, 2008, №3, С.163 [↑](#footnote-ref-12)
12. Емельянов А., Шакина Е. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний. URL: <http://ecsocman.hse.ru/data/697/769/1223/Vypusk8_79_87_emelianov_shakina.pdf> (Дата обращения: 13.04.2013); [↑](#footnote-ref-13)
13. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление.- М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – С.128. [↑](#footnote-ref-14)
14. Исследование Brand Finance. «Driving Corporate Value in 21 Century»// Brand Finance, 2000. URL: [www.brandfinance.com](http://www.brandfinance.com) (Дата обращения: 16.04.2013). [↑](#footnote-ref-15)
15. Doyle P. Shareholder-value-based brand strategies. URL: <http://www.verajordan.com/adrianajordan/pdf/20_30.pdf> (Дата обращения: 16.04.2013). [↑](#footnote-ref-16)
16. Гаранина Т. Структура интеллектуального капитал: вопросы оценки и эмпирического анализа// Вестник С.-Петербуржского университета. – 2008. - №1. -С.116 [↑](#footnote-ref-17)
17. Волков Д., Гаранина Т. Нематериальные активы: проблемы состава и оценивания// Вестник Санкт-Петербургского университета.- 2007. - №1. - С.98. [↑](#footnote-ref-18)
18. Байбурина Э., Головко Т. Эмпирическое исследование интеллектуальной стоимости крупных российских компаний и факторов ее роста // Корпоративные финансы. - 2008. -№ 2. - C. 17. [↑](#footnote-ref-19)
19. Гаранина Т. Структура интеллектуального капитал: вопросы оценки и эмпирического анализа// Вестник С.-Петербуржского университета. – 2008. -№1. -С.120 [↑](#footnote-ref-20)
20. Найденова Ю., Осколкова М. Трансформация интеллектуального капитала в ценность компании в экономике знаний// Корпоративные финансы.- 2011.- №2.- С. 96. [↑](#footnote-ref-21)
21. Юрецкая Я. Учет и оценка деловой репутации компании: современный аспект// Анализ и аудит в управлении инновациями.- 2012. - № 2. - С. 165. [↑](#footnote-ref-22)
22. Бойко Ю. Управление нематериальными активами российских медиахолдингов// Финансовый менеджмент. -2008. - №2. - С.10 . [↑](#footnote-ref-23)
23. Чернатони Л., де. От видения бренда к оценке бренда. Стратегический процесс роста и усиления брендов. — М.: Группа ИДТ, 2007. — С.310 . [↑](#footnote-ref-24)