Правительство Российской Федерации

Пермский филиал федерального государственного автономного

образовательного учреждения высшего профессионального образования

«Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

Факультет «Экономика»

Кафедра финансового менеджмента

Допускаю к защите

Заведующий кафедрой

доцент кафедры, к.э.н.

Шакина Елена Анатольевна

 «\_\_\_» \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_2014

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**

на тему **раскрытие информации об интеллектуальном капитале как фактор стоимости компании**

Студента группы Ф-12-1

Мухметшиной Алисы Наилевны

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

подпись

Научный руководитель

доцент кафедры, к.э.н.

Молодчик Мария Анатольевна

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

подпись

Пермь 2014

**Оглавление**

[Введение 3](#_Toc389476268)

[Глава 1. Теоретическое обоснование 6](#_Toc389476269)

[1.1 Нематериальные активы компании как фактор создания стоимости и методы измерения интеллектуального капитала 15](#_Toc389476270)

[1.2. Раскрытие информации об интеллектуальном капитале компании. 21](#_Toc389476271)

[1.3. Методы измерения раскрытия информации об интеллектуальном капитале: контент-анализ. 38](#_Toc389476272)

[Глава 2. Исследовательская часть 43](#_Toc389476273)

[2.1. Постановка исследовательской задачи 43](#_Toc389476274)

[2.2. Выборка и гипотезы исследования. 43](#_Toc389476275)

[2.3. Базовая эконометрическая модель. 52](#_Toc389476276)

[2.4. Тестирование модели. 57](#_Toc389476277)

[Заключение 63](#_Toc389476278)

[Список литературы: 66](#_Toc389476280)

[Приложения 72](#_Toc389476281)

# Введение

В сегодняшнем быстро развивающемся мире инноваций и технологий компаниям все сложнее и сложнее становится конкурировать друг с другом. Для сохранения конкурентных преимуществ компаниям необходимо постоянное совершенствование собственных технологий, создание новых продуктов и услуг, внедрение инноваций и правильное управление своими активами. Большое внимание инвесторов сейчас уделяется не балансовой стоимости активов компании, а рыночной стоимости компании. И здесь следует большое внимание уделить нематериальным активам компании, поскольку в основном они создают добавленную стоимость компании.

На сегодняшний день существует множество работ и исследований, показывающих значимую роль нематериальных активов компании, а именно ее интеллектуального капитала. Наиболее популярными авторами исследований в области интеллектуального капитала, считаются: (Bontis, 1999), Стюарт (Stewart, 1997), Свейби (Sveiby, 1997), Нортон и Каплан (Norton & Kaplan, 2003). Интеллектуальный капитал, в отличие от материальных активов невозможно посчитать по какой - то конкретной формуле, и как следствие получить его точное значение, его измерение - процесс трудоемкий и во многих случаях непонятный. Здесь возникает вопрос: как показать инвесторам и покупателям ценность и значимость интеллектуального капитала компании? С каждым годом этот вопрос волнует все больше и больше. Появилось множество статей и научных исследований, которые измеряют интеллектуальный капитал, и показывают его влияние на рыночную стоимость. Однако компаниям следует учесть еще один важный момент, раскрывая информацию о своем интеллектуальном капитале не всегда можно тем самым увеличить рыночную стоимость.

Существует большое количество исследований, которые показывают, что в некоторых случаях, раскрытие информации об интеллектуальном капитале компании добавляет рыночную стоимость компании, а в некоторых случаях сокращает. Авторами исследований, которые уделяют внимание раскрытию интеллектуального капитала, считаются: Лев (Lev, 2009), Абейсекера (Abeysekera, 2006), Гатри (Guthrie, 2005), Боззолан (Bozzolan 2003), Гох и Лим (Goh and Lim, 2004), Йа и Дэйви (Yi and Davey, 2010).

Раскрытие информации об интеллектуальном капитале на сегодняшний день является актуальной темой для компаний. Существует два основных способа раскрытия информации об интеллектуальном капитале: добровольное раскрытие интеллектуального капитала и обязательное раскрытие. Согласно исследованиям, компании зачастую не хотят раскрывать сведения о своем интеллектуальном капитале, поскольку считают, что это может привести к потере конкурентных преимуществ. Однако, раскрытие некоторых элементов интеллектуального капитала способно привести к увеличению стоимости компании на рынке, и компаниям следует учесть этот момент при составлении своих годовых отчетов.

Поэтому цель диссертационного исследования состоит в том, чтобы понять, раскрытие каких именно показателей интеллектуального капитала позволит компании добавить рыночную стоимость, и какие показатели интеллектуального капитала не стоит раскрывать, чтобы не потерять добавленную рыночную стоимость.

Достижение данной цели позволит четко определить, какие показатели интеллектуального капитала компании следует раскрывать в годовых отчетах для того, чтобы повысить рыночную стоимость компании.

Для достижения данной цели, в данной работе, были проанализированы статьи и исследования по данной тематике. С помощью контент- анализа был проведен анализ годовых отчетов, на предмет раскрытия в них информации об интеллектуальном капитале. На основании собранной базы данных, была построена регрессионная модель, с помощью которой мы определили факторы, раскрытие которых приведет к увеличению стоимости компании, и факторы, которые не следует раскрывать, чтобы не сократить имеющуюся стоимость компании.

Новизна научного исследования состоит в выявлении индексов раскрытия интеллектуального капитала компаний из машиностроительной отрасли Великобритании, с целью анализа влияния раскрытия на стоимость компании. На основе построенной регрессионной модели, можно сделать обоснованные предположения о том, какие факторы интеллектуального капитала следует раскрывать компаниям в машиностроительной отрасли Великобритании.

Практическая значимость исследования заключается в сборе базы данных индексов раскрытия интеллектуального капитала Великобритании за 2010 год, и анализа их с помощью контент-анализа.

Работа состоит из введения, 2 глав, заключения, библиографического списка и приложений. Объем работы составляет 75 страниц, список используемой литературы состоит из 57 источника.

# Глава 1. Теоретическое обоснование

В конце XX века произошло смещение акцентов в мировом финансовом менеджменте, сейчас приоритетным стал прирост рыночной стоимости компании, а не рост ее бухгалтерских показателей, в это же время зародилась концепция управления на основе стоимости Value-Based Management (Kaplan, Norton, 2001). Стоимостной подход оценки бизнеса или компании, это новый этап оценки, который объединил в себе опыт предшествующих теорий и практик в концепциях управления компанией. На сегодняшний день, оценки финансовых результатов за отчетный период не достаточно, менеджеры стремятся не только проанализировать состояние прошлых лет и соотнести их с действующим положением, но также стремятся спрогнозировать будущие денежные потоки и найти средства их мониторинга.

Самой важной задачей менеджмента на текущий день становится максимизация стоимости компании, и все больше компаний стремятся получить не просто хороший результат по окончании года, но и суметь преумножить его в ближайшем будущем. Современной концепцией бизнеса является - управление стоимостью компании (Коупленд, 2002). Данный подход основывается на следующих идеях: бизнес постоянно требует инвестиций, для этого компаниям необходим выпуск акций, за счет которых, компания получает дополнительные свободные денежные средства. Взамен денежным средствам, компании дают право их акционерам влиять на деятельность компании, и как следствие, получать будущий доход. Богатство акционеров - это первостепенная задача бизнеса, акции которого торгуются на фондовом рынке. Богатство акционеров подразумевает под собой не только денежные выплаты в конце отчетного периода, но и защиту интересов всех заинтересованных лиц компаний, в том числе ее работников, потребителей общества, поскольку они создают неотъемлемую часть компании. Инвесторы, как правило, заинтересованы именно в будущих доходах, которые будут сгенерированы успешной деятельностью компании. Тут возникает, как раз определение рыночной стоимости компании, которая определяется ожиданиями инвесторов в отношении будущих денежных потоков. Будущие денежные потоки зависят, в первую очередь, от правильного управления компанией и темпов роста самого бизнеса.

Максимизация стоимости компании - главная цель управления в рамках концепции Value-based management (VBM). Стоимость компании определяется, исходя из будущих денежных потоков, дисконтированных к текущему периоду времени. Стоимость, в данном случае, будет создаваться только тогда, когда стоимость привлеченных средств в компанию будет ниже, чем стоимость инвестированного капитала. В противном случае, деятельность компании нецелесообразна, поскольку не приносит прибыли.

В связи с этим, руководство компаний обращается к поиску источников максимизации стоимости, однако, в условиях равной доступности финансовых и материальных ресурсов, разница в стоимости может быть объяснена только наличием иных источников роста. Поэтому внимание управленцев и исследователей привлекает понятие добавленной стоимости, которая рассматривается теперь в качестве источника конкурентного преимущества. Именно на основе понятия добавленной стоимости образуется новая группа показателей результатов деятельности компании (Koller, 2010).

Один из основных этапов концепции VBM - определение факторов стоимости компании, а именно, тех параметров или показателей деятельности компаний, которые определяют стоимость. Однако, нет одного подхода к определению стоимости компании, более того, подходы могут различаться в зависимости от того, для каких целей мы определяем стоимость или для кого мы ее рассчитываем.

Существует множество форм стоимости компании, но мы отметим некоторые из них, классифицированные по убыванию значимости для инвестора (покупателя):

1- инвестиционная стоимость, или подлинная стоимость. Это стоимость компании для конкретного инвестора, с его будущими ожиданиями, основанными на его возможностях и требуемых нормах доходности компании, формирующихся на рынке капитала, которые определят риск инвестора и его затраты на капитал.

2 - справедливая рыночная стоимость - данная стоимость основана на различных особенностях компании, которая рассчитывается на основе стоимости компании - аналога. Данная стоимость, как правило, принимается государственными органами и будет одинаково выгодна как мелким, так и крупным акционерам.

3 - рыночная стоимость - стоимость, за которую в короткие сроки можно продать компанию в текущем экономическом положении, на текущем рынке.

4 - внутренняя (фундаментальная) стоимость- стоимость на основе внутренних особенностях компании и влияющих на нее рыночных факторов.

5 - ликвидационная стоимость - стоимость активов компании, которые можно продать (Коупленд, Коллер, Муррин 2007).

Это далеко не весь список различных форм стоимости компании, но следует отметить тот факт, что стоимость можно считать различными методами и способами, и варьироваться она может в разы.

Этот факт объясним в основном за счет нематериальных активов компании, которые не имеют явного денежного выражения, но создают дополнительную ценность для инвестора, и как следствие, добавляют стоимость для компании в случае продажи.

Стоит отметить и различия, которые существуют между разными правовыми формами компаний и их размером: частные компании оцениваются не так, как малые акционерные компании, и не так, как крупные холдинги, акции которых постоянно торгуются на фондовых биржах (Круковский, 2007). Рост стоимости компании это одна из главных задач топ - менеджмента компании. Добиться роста стоимости возможно лишь с помощью грамотного управления, причем речь здесь идет не только о финансовых показателях компании, которые напрямую влияют на изменение стоимости, но и об управлении нематериальными активами компании, иначе говоря, знаниями, которыми владеет компания. Нематериальные активы компании на текущий день играют важнейшую роль в создании добавленной стоимости.

Резюмируя все вышесказанное, хотелось бы еще раз отметить факторы, влияющие на ценность компании: во -первых, это масштаб деятельности, во- вторых, количество выпускаемой продукции, иначе говоря, конкурентоспособность в целом, в - третьих, менеджмент компании и, наконец, в четвертых, уровень используемых технологий и навыков (знаний) в компании.

 Как отмечалось ранее, инвесторы, во всем мире, в настоящее время уделяют больше внимания значению стоимости компании, чем просто получение высоких показателей рентабельности и доходности.  Максимизация стоимости компании всегда была конечной целью любой компании и ее акционеров. Инвесторы очень заинтересованы в оценке корпоративной финансовой производительностью, которая коррелирует с богатством акционеров и рыночной ценой одной акции. (M. Thenmozhi, 2000). Традиционные показатели деятельности, такие как рентабельность инвестиций, прибыль на акцию, и т.д., используются в качестве важнейшей меры создания акционерной стоимости. Но в последние годы, показатели, основанные на стоимости, которые измеряют производительность, с точки зрения изменения стоимости компании получили огромное внимание.  Есть несколько таких показателей: доходность инвестиций на основе денежного потока (CFROI), добавленная акционерная стоимость (SVA), экономически добавленная стоимость (EVA), рыночная добавленная стоимость (MVA) и денежная добавленная стоимость (CVA). (M. Thenmozhi, 2000). Остановимся более подробно на показателе добавленной рыночной стоимости, поскольку на наш взгляд он является наилучшим показателем успешной деятельности компании.

Понятия управления на основе стоимостной концепции (Value -based management) и анализ акционерной стоимости, стали популярны в 1980-х годах, но в настоящее время происходит возрождение интереса к ним, а также возрос интерес к новым, взаимосвязанным с предыдущими показателям, например, таким как добавленная рыночная стоимость (МVA).

Добавленная рыночная стоимость представляет собой разницу между ценой компании на рынке и балансовой стоимостью акций. Согласно Стерну Стюарту, если общая рыночная стоимость компании больше, чем количество капитала, вложенного в него, то компания сумела создать акционерную стоимость. Если рыночная стоимость меньше, чем вложенный капитал, то компания разрушила акционерную стоимость (С.Стюарт).

Добавленная рыночная стоимость (MVA) = Общая рыночная стоимость компании (MV) - инвестированный капитал (IC).

Если упростить данное выражение, получим следующее :рыночная и балансовая стоимость долга равны, и это то же самое как:

Добавленная рыночная стоимость (MVA) = Рыночная стоимость собственного капитала - Балансовая стоимость капитала.

Балансовая стоимость капитала относится ко всем составляющим показателя капитала, таких как, стоимость резервов, нераспределенная прибыль и запасы. Другими словами, в этом контексте, все детали, которые не относятся к долговым обязательствам (процентным или беспроцентным), классифицируются как капитал. Добавленная рыночная стоимость совпадает по значению с отношением рыночной стоимости к балансовой. Разница состоит лишь в том, что MVA является абсолютным показателем, а соотношение рыночной и балансовой стоимости является относительной величиной. Если MVA является положительной величиной, это означает, что рыночная стоимость по отношению к балансовой меньше единицы.  Рыночная стоимость может быть найдена путем умножения стоимости одной акции компании на количество акций в обращении. Балансовая стоимость равна разнице соответственно собственного и заемного капиталов фирмы, где собственный капитал может быть рассчитан посредством вычитания всех обязательств фирмы из ее активов. Таким образом, MVA дает достаточно точную и легкую для восприятия информацию о том, почему сложившаяся на определенный момент времени рыночная стоимость компании выше или ниже восстановительной стоимости ее активов, отраженной в балансе (Molodchik,Shakina,Bykova, 2012).

Заметим, что показатель рыночной добавленной стоимости отражает способность компании создавать богатство ее акционерам. Высокое значение MVA означает, что компания создала существенное богатство для акционеров. Это, в свою очередь, привлекает потенциальных инвесторов, и тем самым создает преимущества тем из них, кто уже вложил в нее капитал. Всё это способствует дальнейшему процветанию фирмы. Отрицательное MVA означает, что рынок оценивает стоимость компании дешевле, чем сама компания, опираясь на финансовые показатели бухгалтерской отчетности. В этом случае компания не только не создает богатство акционерам, но и уменьшает его значение. Данный факт, в частности, может быть обусловлен несколькими причинами: так, например, организация может иметь большой долг, или же рынок может недооценивать стоимость компании (например, если компания недавно появилась на рынке). Ещё одной причиной может являться неэффективное управление интеллектуальным капиталом компании (Дамодаран).

Однако есть ряд отрицательных моментов при использовании показателя добавленной рыночной стоимости:во-первых, MVA не дает информацию о моменте создания стоимости, поэтому относится к долгосрочным индикаторам интеллектуального капитала. Исходя из этого, наиболее верно рассматривать ежегодное изменение MVA. Во-вторых, значение рыночной добавленной стоимости напрямую зависит от финансовых показателей бухгалтерского баланса. Поэтому существующие ограничения методов бухгалтерского учета отражаются на итоговом значении показателя. В-третьих, MVA не учитывает альтернативных издержек инвестированного капитала, а также промежуточных доходов акционеров. И, наконец, в-четвертых, данный показатель невозможно использовать для частных акционерных компаний.

Однако данные ограничения делают анализ влияния интеллектуального капитала на добавленную рыночную стоимость более интересным и приближенным к реальным событиям.

Рассмотрим более подробно, некоторые из финансовых показателей, имеющих влияние на добавленную рыночную стоимость.

По Стюарту, показатель добавленной рыночной стоимости говорит нам, насколько большое значение компания добавила или вычла из инвестиционного дохода акционеров. Успешные компании добавляют свой MVA, и, следовательно, увеличивают стоимость капитала, вложенного в компанию. Обратный случай, когда плохое управление топ-менеджмента, приводит к уменьшению значения стоимости капитала, вложенного в компанию.  Удастся ли компании создать MVA или нет, зависит от ее доходности.  Если ставка доходности компании превышает ее стоимость капитала, компания будет продавать свои акции на фондовом рынке с премией по сравнению с первоначальным капиталом. С другой стороны, компании, которые имеют норму прибыли меньше, чем их стоимость капитала будут продавать со скидкой свои акции по сравнению с первоначальной стоимостью капитала, вложенного в компанию. Значение показателя добавленной рыночной стоимости будет зависеть от нормы прибыльности по отношению к стоимости капитала. (M. Thenmozhi, 2000)

Поэтому первым важным фактором, который имеет влияние на MVA, является значение капитала компании. Это основной показатель размера и масштабности деятельности компании, без которого не мыслим анализ влияния других показателей на значение добавленной рыночной стоимости.

Следующим важным финансовым показателем, значение которого также должно оказывать влияние на добавленную рыночную стоимость, это показатель рентабельности инвестированного капитала. Рентабельность инвестированного капитала (ROIC) является ключевым показателем финансовой ценности компании. (Benjalux Sakunasingha, 2006 ). Следует отметить, что понятия рыночной добавленной стоимости и экономической добавленной стоимости взаимосвязаны. MVA представляет собой приведенную стоимость будущих значений экономической добавленной стоимости. ROIC рассматривает компоненты, которые управляют значением стоимости в модели EVA, он преобразует и разделяет показатели бухгалтерской отчетности на компоненты, чтобы получить большее аналитическое понимание перед расчетом . Кроме того, стоимость компании не может быть создана, если ROIC не превышает стоимость капитала с течением времени (Frykman & Tolleryd 2003). Как следствие, доходность инвестированного капитала управляет стоимостью компании, в которой инвестиции в проекты (мероприятия), дают более высокую рентабельность, чем тот же WACC потенциально может создать ценность для компании. EVA является внутренним показателем производительности, что приводит к добавленной рыночной стоимости. Стюарт (1991) определяет EVA следующим образом: ЕVА компании является топливом, которое дает питание для создания добавленной рыночной стоимости (MVA).EVA учитывает полную стоимость капитала, в том числе и справедливую стоимость капитала.  Horngren, Datar and Foster (2003) и Garrison, Noreen и Seal (2003) сравнивали EVA с мерой остаточного дохода для того, чтобы описать растущую популярность EVA. EVA вычисляется как произведение инвестированного капитала на разницу рентабельности инвестированного капитала и значения средневзвешенной стоимости капитала. Если рентабельность инвестированного капитала будет положительным значением, это означает, что компания генерирует избыточный доход, который выше стоимости ее капитала, и это выражается в более высоком значении MVA (Дамодаран).

Еще одним важным финансовым показателем, который может оказывать влияние на добавленную рыночную стоимость является финансовый рычаг, а именно соотношение собственных и заемных средств. Известный факт, что заемные средства стимулирует менеджеров компании управлять таким образом, чтобы генерировать ликвидность не только для будущей деятельности компании, но и на покрытие долговых обязательств. Исследования (JH de Wet и JH Hall) подчеркивают, что эффект финансового рычага имеет огромное влияние на добавленную рыночную стоимость.

Последним финансовым показателем, влияние которого на значение добавленной стоимости необходимо проверить, это прибыль от всей финансовой деятельности. Данный показатель хотелось бы включить в расчет, поскольку во – первых, он показывает реальную величину прибыли от финансовой деятельности, а следовательно, должен иметь положительное влияние на увеличение добавленной стоимости, а во -вторых, хотелось бы проанализировать насколько велика или мала значимость финансовой прибыли компании по отношению к значимости использования нематериальных активов компании.

Рис. 1 Влияние финансовых показателей на значение добавленной рыночной стоимости компании.

С точки зрения инвестора, МVA является лучшим показателем производительности компании. Стюарт утверждает, что МVA, это накопительная мера корпоративной эффективности и хотя она рассчитывается в данный момент времени, но именно для того, чтобы оценить производительность с течением времени, и показателем изменения MVA с одной даты на другую будет результат того, была ли создана рыночная стоимость или была она уничтожена.

## 1.1 Нематериальные активы компании как фактор создания стоимости и методы измерения интеллектуального капитала

Под давлением ожидания роста рынка, компании сталкиваются с беспрецедентными требованиями прибыльности и долгосрочного роста. В большинстве отраслей и рынке в целом, рыночная капитализация, в значительной степени, основывается за счет роста текущей стоимости и положительной отдачи от инвестиций, которые еще при этом предстоит создать и воплотить в жизнь. В такой среде стоимость нематериальных активов и инвестиций в программное обеспечение компании, а именно: бренды, процессы, патенты и интеллектуальный капитал - стали самыми стратегическими инвестициями компании. Финансовая политика должна быть обновлена ​​и построена в контексте этого нового мира - финансовой политики в соответствии с постоянным ростом потребностей, и ожиданиями будущего роста рынка.

Финансовые меры, средства и системы управления современной компании должны постоянно обновляться, для того чтобы соответствовать сложной и быстро меняющейся бизнес - среде. Возможность роста, гибкость и наличие запасных вариантов, это те ключевые параметры, которые стали необходимыми инструментами для управления и использования значений неопределенности и волатильности рынка. В динамичной бизнес среде ужесточились требования к управленцам компаниями, они должны уметь не только руководить, но уметь производить сложные аналитические расчеты. Ключ к успеху у руководителей будет в умении быстро внедрить и применить свои аналитические рассуждения на практике. Кроме того, руководители должны выйти за рамки упрощенной схемы доходов и прибыльности, рассчитанной на основании будущего финансового потока компании. Сейчас, необходимо включить понятия скорости использования капитала, нематериальных активов компании, ее знаний, умений и навыков.

В последнее время, тема интеллектуального капитала стала весьма актуальной. Связано это с тем, что рыночная стоимость во многом отличается от балансовой стоимости компании, и создается за счет интеллектуального капитала, который создает добавленную стоимость. Поэтому тема определения и измерения показателей интеллектуального капитала рассматривается многими исследователями в качестве источника создания конкурентных преимуществ.

Понятия нематериальных активов компании и интеллектуального капитала взаимосвязаны. Интеллектуальный капитал представляет собой совокупность нематериальных активов. Эти активы, отличаются от физических активов, таких как основные средства (ОС) или фондовые и финансовые активы, таких как дебиторская задолженность, инвестиции и денежные средства, и приобретают все большее значение в качестве ключевых ресурсов фирмы в своих конкурентных стратегиях. В сложной и динамично - развивающейся природе бизнеса компании сегодня должны быть гибкими, инновационными и способными развивать активные стратегические подходы. Для достижения этих целей многие организации поняли, что знания и являются решающим фактором в создании экономической стоимости, которая лежит в основе создания стоимости фирмы.(Sudarsaman, 2006)

Для начала необходимо обозначить границы интеллектуального капитала. Иными словами, определить, что именно мы понимаем под понятием интеллектуального капитала организации. Стоит отметить, что, не смотря на значительный интерес теоретиков и практиков, проявляемый к данной тематике, до сих пор не существует общепринятого единого подхода к определению сущности интеллектуального капитала. Данный факт может быть объяснен нематериальной природой и субъективностью восприятия интеллектуального капитала, и, как следствие, сложностями его идентификации.

Одним из первых исследователей природы интеллектуального капитала считается американец Томас Стюарт, определивший интеллектуальный капитал как «знания, информацию, интеллектуальную собственность, опыт, которые могут быть использованы для создания богатства». Таким образом, под интеллектуальным капиталом Т.Стюарт подразумевает все нематериальные ресурсы организации, создаваемые сотрудниками и предоставляющие возможности для создания ценности организации. Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод о том, что главенствующую роль исследователь отводит человеческому капиталу, то есть тому, что привносят сотрудники в добавленную стоимость компании.

Достаточно недавно, а именно в конце двадцатого века, в бизнес среде возникла проблема, вскоре ставшая одной из самых значительных проблем топ-менеджмента большинства компаний: руководители пришли к выводу, что традиционные методы руководства, ориентированные на эффективное управление физическим капиталом, более не позволяли организации оставаться высококонкурентоспособной в своей отрасли, в результате чего, топ-менеджерам пришлось заняться поиском новых источников роста. Нематериальные активы, или иначе говоря, интеллектуальный капитал компании выходят на первый план при оценке стоимости компании. Ранее полагалось, что затраты фирмы на подбор персонала, проведение различных тренингов и создание баз данных для обмена знаний внутри компании, это издержки фирмы, однако сейчас, это оценивается как инвестиции в интеллектуальный капитал компании, способный увеличить стоимость компании на рынке.

 В то же время исследователи открывают для себя нематериальные активы в качестве ресурсов, способных дать фирме конкурентные преимущества. Однако нематериальная природа этих активов создает некоторые трудности, поскольку теперь возникла необходимость научиться, как определять количество интеллектуального капитала компании, так и оценивать его влияние на результаты её деятельности, поскольку интеллектуальный капитал по природе своей отличается от физического капитала. Данная задача не является обыденной, учитывая нематериальную природу интеллектуального капитала и то, что существующая система финансовой отчетности не предназначена для адекватной оценки интеллектуального капитала компании (Стюарт, 1997). По этим причинам, а также из-за темпов развития научно-технической деятельности, многие исследователи обратились к природе интеллектуального капитала, а также к методам его измерения.

На сегодняшний день, когда большинство компаний признали способность интеллектуального капитала создавать конкурентные преимущества, количество методов измерения интеллектуального капитала увеличивается быстрыми темпами.

Не смотря на то, что существует множество подходов к измерению нематериальных активов компании, следует отметить отсутствие универсального метода, абсолютно подходящего для каждой компании, и это легко объяснимо. Во-первых, каждая компания характеризуется своими индивидуальными особенностями и спецификой деятельности. Во- вторых, компании находятся в разных странах, что накладывает свой отпечаток, более того специализируются в различных отраслях, различаются по размеру и возрасту, поэтому придумать подход, который одинаково подходил для крупной производственной компании в США и маленькой булочной в северной части Франции, достаточно сложно. Одни методы не совсем подходят для развивающихся стран, другие – подходят только для высокотехнологичных отраслей. В-третьих, измерение интеллектуального капитала может проводиться с различными целями. Например, одни предназначаются для измерения уровня развития интеллектуального капитала и степени его использования, другие – для оценки его компонент и атрибутов, третьи для построения стратегии дальнейшего управления нематериальными ресурсами, а четвертые используют измерение интеллектуального капитала как основу для вознаграждения.

Для систематизации методов измерения интеллектуального капитала К-Э. Свейби была придумана классификация методов, регулярно обновляемая и представленная на его официальном сайте. Согласно данной классификации, существует 42 метода измерения интеллектуального капитала, которые можно сгруппировать на четыре категории:

* Прямые методы измерения интеллектуального капитала (Direct Intellectual Capital methods). Эти методы основаны на денежной оценке каждого интеллектуального актива в отдельности. Итоговая оценка интеллектуального капитала компании является интегральной и выводится на основе оценок отдельных компонент.
* Методы рыночной капитализации (Market Capitalization Methods). Данная группа методов оценивает стоимость интеллектуального капитала компании как разницу между рыночной и балансовой стоимостями компании.
* Методы, основанные на рентабельности от активов (Return on Assets methods). Рентабельность активов определяется как отношение среднего дохода компании до вычета налогов за период к стоимости материальных активов. Далее данное значение сравнивается со среднеотраслевым показателем. Исходя из этой разницы, рассчитывается стоимость интеллектуального капитала.
* Методы, основанные на систематизации показателей (Scorecard Methods). Основаны на декомпозиции интеллектуального капитала на отдельные составляющие. Для каждой составляющей определяются индикаторы и индексы в виде очков или баллов, данный метод не позволяет получить денежную оценку интеллектуального капитала, однако является наиболее популярным на сегодняшний день.

Методы предлагают различные преимущества. Методы, основанные на количественном измерении, например, ROA и MCM методы полезны в ситуациях слияния и поглощения и для оценки фондового рынка. Они также могут быть использованы для сравнения между компаниями в рамках одной отрасли, и они хороши для иллюстрации финансовой стоимости нематериальных активов, особенно, если стоимость нематериальных активов имеет тренд, это будет значимым показателем для получения внимание топ-менеджмента и руководства компании. Также, поскольку они основываются на давно установленных правилах бухгалтерского учета, они легко понимаются сотрудниками и инвесторами, которым близки финансовые расчеты и методы измерения. Их недостатки в том, что, переводя все значения в денежное выражение, они могут быть поверхностными. Методы ROA очень чувствительны к процентной ставке и к предполагаемой ставке дисконтирования, и к методам, которые измеряют только на уровне организации и имеют ограниченное применение для различных управленческих целей. Некоторые из них не имеют никакой пользы для некоммерческих организаций, внутренних отделов и организаций государственного сектора; это особенно чувствуется при использовании методов MCM.

Преимущества методов измерения интеллектуального капитала и SC методов в том, что они могут создать более полную картину о деятельности организации, чем финансовые показатели, и они могут быть легко применены на любом уровне организации.  Так как они не должны измерять нематериальные активы в финансовом плане, они очень полезны для некоммерческих организаций, внутренних отделов и организаций государственного сектора и для экологических и социальных целей. Их недостатками будут считаться, контекстное использование показателей и их описания, и, как следствие, данные методы должны быть отдельно настроены для каждой организации и каждой цели, что делает сравнения очень трудоемким процессов. Эти методы являются новыми и не так легко принимаются обществом и руководителями, которые привыкли видеть все с чисто финансовой точки зрения. Комплексные подходы могут генерировать большие объемы данных, которые трудно анализировать и обобщать.

В нашем исследовании индекса раскрытия интеллектуального капитала компаниями будет как раз использоваться метод, входящий в группу, основанных на систематизации показателей (Scorecard Methods), поскольку они дают полную картину о деятельности организации и генерируют большие данные, необходимые для дальнейшего анализа.

## 1.2. Раскрытие информации об интеллектуальном капитале компании.

Как описывалось ранее, нематериальные активы являются источниками будущих выгод владельцев компаний, однако не имеют никакого физического воплощения в настоящем (Lev, 2009). Нематериальные активы приобретают все большее значение в последние годы.

 На сегодняшний день, очень популярно развитие стартапов в технологической области, которые, как правило, имеют большое количество нематериальных активов, при незначительной стоимости основных средств. Нефинансовая информация, такая как патенты, возраст фирмы, становиться более ценной при принятии решении об инвестировании в фирму. Поскольку, нематериальные ресурсы играют ключевую роль для устойчивого конкурентного преимущества (Grant,1996; Stewart, 1997; Edvinson & Malone, 1997; Lev, 2001; Kaplan & Norton, 2003; Strandskov, 2006), тем самым они создают интеллектуальный капитал компании. Более того, измерение нематериальных активов является одним из самых обсуждаемых вопросов стратегического управления, но в то же время одним из самых сложных вопросов, связанных с природой их образования. (Bontis,2001; Dumay, 2012).

Нематериальные активы не имеют физической формы. С другой стороны, как указано в Kristandl &Bontis (2005), природа нематериальных активов определяет их редкость, неподвижность и, как следствие, их высокое значение для достижения конкурентного преимущества. Менеджеры компаний, должны не только иметь дело с описанием и развитием своих нематериальных активов компании, а также уметь измерить и оценить вклад данных нематериальных активов в стоимость компании. Нематериальные активы являются основным стратегическим ресурсам для бизнеса. Они позволяют организации дифференцировать себя от конкурентов(Lev, 2001; Kristandl & Bontis, 2005). В связи с этим также возникает вопрос стоимостного измерения нематериальных активов и обязательного раскрытия информации о нематериальных активах. Более того, становится все больше споров между теми, кто считает, что необходимо публиковать и раскрывать информацию о нематериальных активах компании и теми, кто считает, что необходимо держать данные об интеллектуальном капитале в тайне.

С точки зрения сторонников оценочной теории нематериальные активы создают богатство для владельцев компаний, которые в конечном итоге проходят через отчет о прибылях и убытках компании, что позволяет каждому, кто в этом заинтересован, вывести стоимость нематериальных активов через публикуемую отчетность компаний. (Penman, 2009). Тем самым, обязательное раскрытие информации отходит на второй план, поскольку стоимость данных активов можно вычислить из отчета о прибылях и убытках. Более того, разница между балансовой и рыночной стоимостью компании также показывает стоимость нематериальных активов. Сторонники оценочной теории также утверждают, что измерить нематериальные активы достаточно сложно, потому что они не являются отдельной товарной единицей и не торгуются на вторичном рынке. Компании, которые раскрывают свои нематериальные активы на добровольной основе, нацелены на повышение убедительности аргументов в ходе презентации годовых отчетов или планов на будущий год.

С теоретической точки зрения (Kanodia et al, 2004) для решения фундаментального вопроса о необходимости расходов на исследования и разработки (R & D) помимо операционных расходов в отчете о прибылях и убытках, будут желательными только при условии их реальной эффективности.  Их модель предполагает, что раскрытие нематериальных активов может давать положительный эффект в двух конкретных случаях:

1 - когда нематериальные активы составляют весомую часть в активах,

2 - когда их можно измерить с достаточной точностью.

Таким образом, источниками появления шума при измерении нематериальных активов, можно назвать следующие:

* случайные ошибки в определении операционных расходов и расходов на нематериальные инвестиции (R&D);
* трудность в определении производительной и непроизводительной компоненты расходов на нематериальные активы;
* ошибки в измерении материальных активов порожденных оценкой нематериальных активов.

Предполагая, погрешность измерения расходов на R & D, их анализ приводит к интересному выводу, что, отделять R & D расходы от операционных расходов стоит не всегда, поскольку раскрытие дополнительной информации о нематериальных активах не обязательно будет полезным с точки зрения увеличения стоимости компании.

Для того, чтобы получить какие либо выгоды необходимо понять в каких случаях компании раскрывают сведения о своих нематериальных активах, в каких случаях нет, и также добровольно ли они это делают или нет, исключая случаи продажи компании, когда необходимость измерения и раскрытия информации об нематериальных активов позволит создать или увеличить добавленную рыночную стоимость компании при продаже. В остальных случаях расходы на измерение нематериальных активов компании должны производить за счет R&D расходов.

Исследователи утверждают, что спрос на финансовую отчетность и раскрытие информации возникает из-за асимметрии информации и агентских издержек между менеджерами компании и внешними инвесторами. Кроме того, даже на эффективном рынке капитала, менеджеры по-прежнему имеют более точную и достоверную информацию о будущем их компаний по сравнению с внешними инвесторами. Исследования также показывают, что  отказ менеджеров компании от добровольного раскрытия информации негативно влияет на восприятие финансовой отчетности (Bloomfield and Libby, 1996). Более того, даже если менеджеры компании готовы добровольно раскрывать информацию о нематериальных активах компании, скорее всего, будут проиллюстрированы лишь положительные стороны, а негативные данные могут быть скрыты от инвесторов. Развивая эту мысль, можно предположить, что компании, желающие скрыть негативные сведения, будут добровольно и в большом объеме раскрывать другую информацию о нематериальных активах, в попытке затмить мнения инвесторов, и преподнести идеальную картину об интеллектуальном капитале их компании. Исследователи подчеркивают, что расходы на раскрытие и измерение нематериальных активов могут стать причиной того, что компании отказываются от полного раскрытия, в связи с дополнительными расходами.

Более того, нематериальные активы по своей природе более рискованные и сложные, чем материальные активы, поэтому можно разумно утверждать, что раскрытие дополнительной информации о нематериальных активах снизит оценку риска. Этот тип информационного риска происходит от разности в оценках структуры платежей инвесторами на основе имеющейся информации и менеджерами компании. (Easly and O’Hara, 2004). Это может также происходить в связи с различием восприятия информации между менеджерами и инвесторами по отношению к капиталу и инвестиционных решений, принимаемых фирмой. (Leuz и Verrecchia, 2004 )

Исследования показывают, что стоимость капитала компании находится непосредственно под влиянием оценки риска, то есть, неопределенность, связанная с величиной денежных потоков порожденных компанией. Такая неопределенность, возникающая у инвесторов при оценке финансовой отчетности компании, потребует более высокой ставки стоимости деловой репутации, иначе говоря, гудвилла, чтобы инвестировать в фирму с высокой степенью риска.(Coles et al., 1995)

Дискуссии вокруг раскрытия и признания выявленных нематериальных активов также относятся к стоимостной оценке. Существующая модель, основанная на знаниях о нематериальных активах, многими не признается. Такой отказ вызывает некоторые опасения по поводу способности инвесторов оценивать «нематериальные» компании, чьи фундаментальные ценности во многом зависят от знаний и технологий, и, от того, что эти компании могут бороться за увеличение стоимости капитала. Boone and Raman (2001) подчеркивают, что фирмы, с высокими исследовательскими расходами сталкиваются с относительно высокими рисками, в то время как  Eberhart et al. (2004) and Lev et al. (2007) подчеркивают, что эти фирмы имеют тенденцию генерировать аномально высокую доходность. Это связано с тем, что инвесторы не адекватно оценивают нематериальные активы и, как следствие фирмы с высокой концентрацией исследовательской деятельности сталкиваются с чрезмерной стоимостью капитала. Поэтому, приверженцы обязательного раскрытия информации о нематериальных активов, утверждают, что скрытие фактов об интеллектуальном капитале могут усилить эффект аномально высокой стоимости капитала. Напротив, поддерживая добровольное раскрытие информации, они утверждают, что, балансовая стоимость не отражает рыночную стоимость (Holthausen and Watts, 2001) и отчет о прибыли является ключевым поставщиком информации для оценки нематериальных активов. (Penman, 2009). С другой стороны, обязательное или добровольное раскрытие информации о нематериальных активах будет отличаться в различных отраслях деятельности компании и в каждой конкретной компании, следовательно, оценить и проверить сведения и их значимость будет также затруднительно. Исходя из этого, не существует четко определенных прав собственности для нематериальных активов и трудно составить и написать полноценный контракт, в котором бы описывались все права на данный нематериальный актив.

Число исследований и опубликованных статей, относительно интеллектуального капитала, растет соразмерно этой тенденции. Ряд исследований, как раз, сосредоточены на добровольном раскрытии информации об интеллектуальном капитале фирм. Эти исследования, как правило, анализируют уровень раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании в той или иной стране (e.g. Abeysekera and Guthrie, 2005; Bozzolan et al.,2003; Goh and Lim, 2004; Oliveras et al., 2008; Yi and Davey, 2010), или раскрывают взаимосвязь между степенью раскрытия информации об интеллектуальном капитале и различными факторами воздействия, например, такие как, отрасль, размер компании, производительность и т.д. (e.g. Garcı´a-Meca et al., 2005).

Следует отметить, что большинство предыдущих исследований относительно раскрытия информации об интеллектуальном капитале не в состоянии обеспечить теоретическую основу для интерпретации их заключения (Abeysekera, 2006). Даже если некоторые исследования применить, и интерпретировать их результаты (например, агентскую теорию и теорию сигналов (Garcı´a-Meca et al., 2005); теорию заинтересованных сторон и теорию легитимности (Guthrie et al., 2006); теорию полезности принятия решений (Whiting and Miller, 2008); институциональную теорию (Petty and Cuganesan, 2005); Yi An and Howard Davey считают, что любой из этих теорий будет не достаточно для того, чтобы дать хорошую теоретическую основу.

Рассмотрим более подробно некоторые из этих теорий.

1. Агентская теория. Агентская теория в первую очередь имеет дело с отношениями между принципал-агентом, которые возникают при разделении собственности или риска, принятия решений и управления (Fama and Jensen, 1983; Jensen and Meckling, 1976; Morris, 1987). С точки зрения агентской теории, в момент, когда принципал и агент становятся максимально самостоятельными, и их интересы не совпадают, возникает ассиметрия информации, которая порождает дальнейшие проблемы. Что касается добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале в рамках агентской теории, то исследователи полагают, что раскрытие способствует снижению ассиметрии информации между принципал-агентом (акционерами и менеджментов в бизнес-среде). Li et al. (2008) также утверждает что, добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале может снизить
оппортунистическое поведение (например, в операциях с ценными бумагами), так как обеспечивает более интенсивный мониторинг отчетности. Хотя с другой стороны, Singh and Van der Zahn (2008) утверждают, что раскрытие информации об интеллектуальном капитале может снизить стоимость капитала, потому что это повышает уверенность инвесторов или кредиторов в отношении воздействия интеллектуального капитала на создание стоимости компании. В других исследованиях, таких как Garcı´a-Meca et al. (2005), Oliveira et al. (2006) and White et al. (2007), снижение информационной асимметрии и связанные с этим расходы также считаются одним из драйверов, почему фирмам выгодно добровольно раскрывать информацию об интеллектуальном капитале.
2. Теория заинтересованных лиц. Теория заинтересованных сторон имеет дело с отношениями между организацией и различными заинтересованными сторонами в обществе. Данная теория расширяет традиционную агентскую теорию, которая сосредоточена на максимизации богатства для акционеров. С перспективы заинтересованных сторон, организация должна попытаться решать цели не только акционеров компании, но и всех заинтересованных сторон. С точки зрения теории заинтересованных сторон, организация является частью более широкой социальной системы, в которой она работает, и организация должна быть ответственна за различные группы заинтересованных лиц. Раскрытие бухгалтерской отчетности, считается важным, поскольку организация должна выполнять свои обязанности и доносить информацию до заинтересованных лиц (Yi and Davey, 2010).
3. Теория сигналов. Данная теория обеспокоена тем, как решать проблемы, связанные с информационной асимметрией в любой социальной обстановке. Это позволяет предположить, что информационная асимметрия должна быть снижена, если сторона, обладающая более подробной информацией, может посылать сигналы другим заинтересованным сторонам. Сигнал может быть как наблюдаемый, так и ненаблюдаемый, который может быть использован для указания скрытых характеристик. Посылка сигнала, как правило, основана на предположении, что она должна быть благоприятным для сигнализатора (например, когда указывается более высокое качество своей продукции, по сравнению с конкурентами). Теория сигналов предполагает, что компания с более высоким качеством продукции должна сигнализировать об этом рынку. С другой стороны данные сигналы могут побудить инвесторов и акционеров к пересмотру стоимости компании, и затем использовать данную информацию для улучшения производительности компании (Whiting and Miller, 2008). Соответственно данной теории, сигналы – это и есть раскрытие информации, которые могут привести к более благосклонной управленческой деятельности и привлечь больше инвестиций в компанию. Раскрытие информации о бухгалтерском учете, в данном случае считается наиболее популярным и успешным управленческим решением. (Ross, 1979; Watson et al., 2002; Xiao et al., 2004). Зачастую также утверждается, что передача сигналов об интеллектуальном капитале компании, например, добровольное раскрытие в годовом отчете, может принести пользу для фирмы, такую как улучшение корпоративного имиджа, привлечение потенциальных инвесторов, снижение капитальных затрат, снижение волатильности акций, и многое другое (Rodgers, 2007; Singh and Van der Zahn, 2008; Vergauwen and Alem, 2005).
4. Теория легитимности. Теория легитимности это еще одна теория, связанная с отношением между организацией и обществом в целом. Она направлено на то, что организации должны постоянно стремиться к тому, что их деятельность подпадает под рамки и нормы законодательства страны, в которой они осуществляют деятельность, чтобы восприниматься как "законная" различными группами заинтересованных сторон в
обществе (Deegan and Samkin, 2009; Guthrie et al., 2006). Статус легитимности
считается решающим значением для выживания организации. В соответствии с теорией легитимности, есть общественный договор между организацией и обществом (или сообществом), в котором действует компания. В рамках контрактных отношений, организации должны соответствовать ожиданиям общества и нормам во время своей деятельности. Они также должны принимать все необходимые меры для обеспечения того, чтобы их деятельность воспринималась как соизмеримая с общественными ожиданиями различных заинтересованных групп в обществе. То есть, они должны продемонстрировать свою легитимность для различных заинтересованных групп (с точки зрения теории сигнализации). Следует признать, что различные менеджеры могут иметь различные представления в отношении легитимности, и, следовательно, могут принять различные стратегии для достижения законности. Но, как
сказано Lindblom (1994) и Dowling and Pfeffer (1975), публичное раскрытие информации будет эффективным средством для реализации стратегии. Из-за значимости интеллектуального капитала для устойчивого развития и успеха организации, информация в отношении интеллектуального капитала все чаще требуется к раскрытию различными группами заинтересованных сторон (например, инвесторами, кредиторами, и надзорными органами) в обществе (Vergauwen and Alem, 2005; Tayles et al., 2007). С точки зрения теории легитимности, организации должны добровольно раскрывать информацию, которая ожидается обществом, так как соблюдение социальных ожиданий может привести к притоку капитала, рабочей силы и потребителей (Pfeffer and Salancik, 1978). В соответствии с этой точки зрения это необходимо для организации раскрывать информацию об интеллектуальном капитале компании на добровольной основе, возможно, в годовом отчете, для того чтобы показать, что они соблюдают законодательные особенности страны, в которой осуществляют деятельность.

Данные 4 теории отражают положительное влияние добровольного раскрытия информации компанией, более схематично это влияние можно увидеть на схеме 1.

Взаимосвязанные концепции

Взаимосвязанные концепции

Взаимосвязанные концепции

Отчетность

Организационная легитимность

Организационная легитимность

 Сигналы

Взаимосвязанные концепции

Ассиметрия информации

Ассиметрия информации

Заинтересованные лица

Агентская теория (ключевые концепции)

1. Собственные интересы
2. Взаимоотношения Принципал-агента
3. Агентские издержки
4. Ассиметрия информации

Сигнальная теория (ключевые концепции)

- Ассиметрия информации

- Совершенство сигналов

Теория заинтересованных лиц (ключевые концепции)

1. Социальная система
2. Взаимоотношения заинтересованных лиц и менеджмента
3. Отчетность

Теория легитимности (ключевые концепции)

- Отчетность

- Организационная легитимность

Сигналы

Схема 1. Мотивы добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале. (An et Al., 2011)

Тем самым, резюмируя все вышесказанное, можно отметить три основные причины добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании:

1. С целью сокращения ассиметрии информации между топ-менеджментом компании и различными заинтересованными сторонами.

2. Выполнение обязательных требований по наличию публикации отчетности компании.

3 .Передача информации о легитимности деятельности компании и использования ею передового опыта.

Рыночные силы создают достаточные стимулы для определенного уровня обязательного раскрытия информации о нематериальных активах. Кроме того, P. Astolfi, A. Jeny-Cazavan and L. Paugam утверждают, что если дополнительное раскрытие было бы обязательным, существование собственных обязательных расходов не позволит компаниям в полной мере раскрыть эти нематериальные активы. Приверженцы добровольного раскрытия информации утверждают, что фирмы, которые раскрывают свои нематериальные активы, делают это именно потому, что они извлекают выгоду из раскрытия такой информации (Skinner, 2008a).

Исследования, подчеркнувшие положительные последствия добровольного раскрытия информации для фирм, (e.g., Botosan, 1997; Eccles et al., 2001; Kanodia et al., 2004) не представляют доказательства того, что обязательные требования раскрытия информации должны быть приняты. Таким образом, добровольное раскрытие информации может быть оптимальным именно для фирм, которые сами решили раскрыть информацию, тогда как не раскрытие для этих фирм будет сопровождено с негативными последствиями.

 P. Astolfi, A. Jeny-Cazavan and L. Paugam провели исследование на тему раскрытия информации при сделках слияния и поглощения. Требования о раскрытии информации разделили на пять категорий (Shalev, 2009):

1. Общая информация об объединенном бизнесе
2. Информация, связанная с вычислением цены покупки
3. Информация, связанная с природой и стоимостью нематериальных активов, которые были признаны отдельно от гудвилла
4. Информация, связанная с гудвиллом
5. Прогнозные сведения

Кроме того, в соответствии с распоряжением FASB, нематериальные активы, которые должны быть капитализированы приобретателем после объединения бизнеса, должны быть систематизированы следующим образом:

1. Нематериальные активы, связанные с маркетингом, такие как товарные знаки, фирменные наименования, знаки обслуживания, коллективные знаки, сертификационные знаки, доменные имена в Интернет;
2. Нематериальные активы, связанные с заказчиком, такие как списки клиентов, заказов, договорные взаимоотношения с заказчиками, внедоговорные отношения с клиентами.
3. Высокопрофессиональные нематериальные активы (интеллектуальный капитал сотрудников компании)
4. Нематериальные активы на контрактной основе, такие как договоры на обслуживание, трудовой договор, патенты.
5. Технологические нематериальные активы, такие как программное обеспечение и технологии работ, базы данных, включая коммерческую тайну.

Специалисты МСФО и FASB приходят к выводу, что вероятность принятия положительного решения о финансовой отчетности повысится, если нематериальные активы, приобретенные в результате объединения бизнеса, будут раскрыты в добровольной форме. (FASB, 2007BC 158). В результате P. Astolfi, A. Jeny-Cazavan and L. Paugam разработали следующие гипотезы для проведения исследования:

* **H1:** Уровень раскрываемой информации, о приобретенных нематериальных активах, не связан с реакцией инвесторов. Эмпирически авторы исследования проверяют эту гипотезу с помощью следующих двух подгипотез:
* **H1a:** Прогнозы аналитиков, связанные с раскрытием цены покупки, не связаны с уровнем раскрытия нематериальных активов.
* **H1b:** Получение доходов, от раскрытия цены покупки, не связаны с уровнем раскрытия нематериальных активов.
* **H2:** Ценность приобретенного гудвилла и нематериальных активов отдельно определены и не связаны с рыночной стоимостью капитала.
* **H3:** Стоимость приобретенного гудвилла статистически не отличается от стоимости отдельно определенных нематериальных активов.

Анализ был проведен на выборке о совершенных M&A сделках публичных компаний за 10 лет(2002 по 2011 год). В результате проведенного исследования, авторы получили следующие выводы: первая гипотеза утверждает, что нет никакой связи между уровнем раскрываемой информации, связанной с приобретенными нематериальными активами и реакцией инвесторов. Подгипотезы констатируют, что и прогнозы аналитиков (H1A), и полученные доходы от раскрытия цены покупки (H1B), связаны с уровнем раскрытия нематериальных активов. Также удалось установить, что ценность приобретенного гудвилла и отдельно определенных нематериальных активов, связаны между собой. Поэтому авторы отвергают вторую гипотезу. В результате проверки третьей гипотезы в нулевой форме, было выявлено, что авторы не в состоянии отвергнуть гипотезу об отсутствии различия: поскольку отдельно определенные нематериальные активы не являются статистически более значимыми, чем соответствующий им гудвилл, следовательно, гипотеза подтверждается.

Делая общий вывод, авторы утверждают, что прогнозы аналитиков положительно связаны с уровнем раскрытия нематериальных активов. (P. Astolfi et al, 2013) Поэтому можно говорить о том, что раскрытие информации, будь оно добровольное или нет, положительно сказывается как при M&A сделках, так и при оценки инвесторами компании.

Очевидно, что более подробная отчетность помогает внешним инвесторам оценить стратегическое положение и конкурентоспособность компании и строить свои оценки по поводу будущего роста компании (Zambon & Marzo, 2007). Более того, дополнительная информация сигнализирует о готовности компании и способности к инновационному развитию (Lev, 2012). Вместе с этим, раскрытие информации об интеллектуальном капитале позволяет менеджерам определить основные интеллектуальные активы компании и оценить качество управления данными активами. Такая информация особенно важна на развивающихся рынках капитала, так как они сравнительно менее стабильны, чем развитые, и до недавнего времени информация о предприятиях была недоступной (Ivashkovskaya I. et al.,2013).

Резюмируя, для чего необходимо раскрывать информацию об интеллектуальном капитале фирмы, можно все основные цели систематизировать в три группы:

* 1. после объединения или любой сделки M&A узнать стоимость приобретенных нематериальных активов
	2. повысить капитализацию фирмы за счет обоснования стоимости интеллектуального капитала своей фирмы
	3. привлечь инвесторов за счет раскрытия им дополнительной внутренней информации.

Как удалось выявить, раскрытие информации об интеллектуальном капитале компании, имеет влияние на стоимость компании, и поскольку нематериальные активы, к которым как раз и относится интеллектуальный капитал влияют в основном на добавленную рыночную стоимость , поэтому можно сделать вывод о том, что раскрытие информации об интеллектуальном капитале будет влиять на показатель добавленной рыночной стоимости.

В результате проведенного анализа исследований, направленных на раскрытие информации об интеллектуальном капитале, сделаем сводную таблицу, по полученным результатам исследований:

Таблица 1.

Сводная таблица по результатам исследований на тему раскрытия информации об интеллектуальном капитале.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Авторы** | **Год** | **Результаты** |
| Pfeffer and Salancik | 1978 | Утверждают в своем исследовании, что добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале компании, которое ожидается обществом как соблюдение социальных ожиданий, может привести к притоку капитала, рабочей силы и потребителей. |
| Bloomfield and Libby | 1996 | Отказ менеджеров компании от добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале, негативно влияет на восприятие финансовой отчетности. |
| Botosan, Eccles, Kandoia | 1997-2004 | Подчеркнули в своих исследованиях, что добровольное раскрытие информации приводит к положительным последствиям для фирм, и не представляют доказательства того, что фирмы необходимо обязать раскрывать информацию об интеллектуальном капитале. |
| Bonne and Raman | 2001 | Поддерживают обязательное раскрытие информации об интеллектуальном капитале, поскольку расходы на исследовательскую деятельность, в частности на интеллектуальный капитал, составляют большую часть и должны быть раскрыты в отчетах, с целью создания четкой картины для инвесторов. |
| Houlthausen and Watts | 2001 | Поддерживают добровольное раскрытие информации, поскольку утверждают, что балансовая стоимость не отражает рыночной стоимости компании, следовательно, компании сами должны иметь желание показать из чего складывается рыночная стоимость их компании. |
| Garcı´a-Meca, Oliveira, White | 2005-2007 | Их исследования показывают, что добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале компании приведет к снижению информационной ассиметрии, и, связанные с этим расходы, будут считаться драйвером, т.е. почему фирмам будет выгодно добровольно раскрывать информацию об интеллектуальном капитале |
| Rodgers, Singh and Van der Zahn, Vergauwen and Alem | 2005-2008 | Авторы в своих исследованиях показывают, что добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале позволить улучшить корпоративный имидж, привлечь потенциальных инвесторов и снизить капитальные затраты. |
|  Li | 2008 |  Утверждает, что добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале способно снизить оппортунистическое поведение между менеджментом компании и собственниками (инвесторами), так как обеспечивает мониторинг отчетности. |
| Whiting and Miller | 2008 | Утверждают, что компании должны сами на добровольном уровне раскрывать информацию об интеллектуальном капитале, с целью побудить инвесторов и акционеров к пересмотру стоимости компании и улучшить производительность компании. |
| Skinner | 2008 |  Утверждают, что фирмы добровольно раскрывают информацию об интеллектуальном капитале, поскольку они извлекают из этого выгоды для компании. |
| Penman  | 2009 | Исследование показывает, что отчет о прибылях и убытках способен отразить стоимость и эффективность нематериальных активов. Поэтому не стоит дополнительно обязывать компании к раскрытию информации об их интеллектуальном капитале. |
| P.Astolfi, A. Jeny-Cazavan and L.Paugam | 2013 | В своем исследовании утверждают, что раскрытие информации будь оно добровольное или нет, положительно сказывается при сделках слияния и поглощения, а также при оценке компании инвесторами. |

## 1.3. Методы измерения раскрытия информации об интеллектуальном капитале: контент-анализ.

В исследованиях, посвященных оценке стоимости компании, которые показывают полезность или значимость информации об интеллектуальном капитале, используются различные методы исследования и измерения интеллектуального капитала. Такие как: исследования рынка капитала на основе событий; различные интервью; опросы и эксперименты с капиталом участников рынка; аналитика отчетов компаний или по – другому, методика контент-анализа (Abhayawansa и Guthrie, 2010). Хотя каждый из этих методов исследования обеспечивает уникальную возможность понять типы информации интеллектуального капитала, контент-анализ аналитических отчетов был особенно популярен.

В исследования, посвященные раскрытию информации об интеллектуальном капитале, контент – анализ представляет собой исследование, направленное на измерение цитируемости того или иного показателя интеллектуального капитала в раскрываемых компанией публикациях, например – годовых отчетов.

В статье S. Abhayawansa рассматривается методика, основанная на контент-анализе, с целью выяснить, насколько данный метод хорош, а также, каким образом, информация об интеллектуальном капитале извлекается из аналитических отчетов компаний.

Обзор исследований и статей, посвященных использованию методики контент-анализа, показывает, что этот метод имеет два основных преимущества: во-первых, это ненавязчивый метод сбора информации, в отличие от проведения интервью и различных опросов (Krippendorff , 2004). Данный метод не требует дополнительных усилий ни со стороны компаний, годовые отчеты которой анализируются, ни со стороны исследователя, которому не требуется измерять и анализировать большой объем ненужной информации, возникающей в результате опросов и различных интервью(Smith and Taffler, 2000). Во-вторых, данный метод может раскрыть более глубокое представление аналитиков о типе раскрываемой информации и быть наиболее подходящим, при определении наиболее важных типах раскрываемой информации(American Institute of Certified Public Accountants, 1994; Breton and Taffler, 2001; Nielsen, 2008; Previts et al., 1994; Rogers and Grant, 1997). Flostrand and Strom (2006) пошли дальше, и подтвердили тот факт, что контент-анализ годовых отчетов, представляет альтернативу исследованиям, посвященным анализу ценностно-ориентированным типам информации. По данным ученых, раскрытие информации, полученное в результате контент-анализа является релевантной и актуальной. Campbell and Slack (2008, p. 9) утверждают, что в отличие от ценностной ориентации данного метода анализа, он также позволяет оценить актуальность не только факторов, которые имеют непосредственную связь с ценой акции компании, но и теми, которые могут быть полезны в процессе всей оценки стоимости компании.

Контент-анализ представляет собой способ делать выводы из опубликованных в СМИ информации о компании. На самом базовом уровне его применения, аналитик сканирует содержание документа, с целью выявить присутствие или отсутствие в документе определенный темы или категории информации, и как часто данная информация встречается в тексте. Контент-анализ был использован в эмпирических социальных исследованиях в течение многих лет, и в области коммуникационных исследований (Bos и Tarnai, 1999; Carney, 1972; Krippendorff, 2004). Данный метод также широко используется в исследованиях бухгалтерской отчетности для анализа добровольного раскрытия информации, корпоративной и социальной отчетности (Beattie и Thomson, 2007; Parker, 2005; Unerman, 2000).

Исследования бухгалтерской отчетности использовали контент-анализ для анализа раскрытия информации в аналитических отчетах уже около трех десятилетий. Эти исследования помогли найти большое количество расхождений, в том числе, в отчетах о прибылях и убытках, отчетах о движении денежных средств (Govindarajan, 1980), в отчетах о прибылях убытках по сравнению с балансом Bricker et al., 1995; Previts et al.,1994), и учете нефинансовой сферы деятельности организации (Abdolmohammadi et al., 2006; Breton and Taffler, 2001). Некоторые исследователи показали, большой интерес к пониманиям видов нефинансовой информации, на которую в большинстве случаев ссылаются аналитики компании. (Flostrand and Strom, 2006; Low and Siesfeld, 1998; Nielsen, 2004, 2008; Orens and Lybaert, 2007; Rogers and Grant, 1997). Другие исследователи изучили информацию о нематериальных активах компании или раскрытие информации об интеллектуальном капитале (Arvidsson, 2003; Flostrand, 2006; Garcı´a-Meca, 2005;Garcı´a-Meca and Martı´nez, 2007).

Использование контент-анализа должно быть не просто построено на поиске определенных слов или словосочетаний, а также должен учитываться контекст, в рамках которого данное слово или словосочетание используется. В контексте интеллектуального капитала, это имеет огромное значение, поскольку слова или словосочетания, поиск которых осуществляется, зачастую использованы не в контексте интеллектуального капитала компании (Krippendorff, 2004).

Ключевым моментом в контент-анализе является то, что раскрытие информации является важным информационным поводом, поэтому необходимо его учесть. (Weber, 1990).

Существует два основных метода использования контент- анализа: в первом случае идет поиск темы релевантной к информации, которую необходимо найти. Если тема найдена в документе, то тема считается отработанной, и дальнейшие ссылки по данной тематике не учитываются. Этот метод был быстро подвержен критике, Beattie and Thomson (2007) утверждают, что данный метод может дать частичную картину анализа и не отражает полный специфики исследования. В отличие от данного метода вторая группа методов использования контент - анализа учитывает всю найденную информацию по тематике, не важно, первичное или вторичное были ее использование.

Согласно данному методу вся исследуемая информация может быть разделена на следующие группы:

* расчета количества пространства (или части страницы ), занятую для описания слова или словосочетания (Unerman и др., 2007 )
* подсчет количества слов, предложений или абзацев, которые составляют релевантные описания;
* подсчет случаев, когда происходит использование соответствующей темы в тексте (S. Abhayawansa, 2011)

В нашей работе будет использован метод подсчета количества слов или словосочетаний, которые используются в релевантном контексте. А именно, будет осуществлен лишь подсчет слов или словосочетаний, которые используются в рамках тематики интеллектуального капитала.

# Глава 2. Исследовательская часть

## 2.1. Постановка исследовательской задачи

Как отмечалось ранее, количество исследований, в которых оценивается влияние раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании на ее добавленную рыночную стоимость не столь велико. Одни исследования показывают положительное влияние раскрытия информации об интеллектуальном капитале (e.g., Botosan, 1997; Eccles et al., 2001; Kanodia et al., 2004, P. Astolfi et al, 2013), другие показывают, что компаниям невыгодно раскрывать информацию об интеллектуальном капитале, поскольку это несет дополнительные риски для компании Boone and Raman (2001).

Оценка влияния уровня раскрытия интеллектуального капитала на рост стоимости компании будет проводиться на основе базы данных, в которой собраны ключевые показатели деятельности компаний за 2010 год.

Поэтому целью исследования является определение компонентов (атрибутов) интеллектуального капитала, раскрытие которых, положительно повлияет на добавленную рыночную стоимость. Основная гипотеза состоит в том, что раскрытие информации об интеллектуальном капитале положительно повлияет на добавленную стоимость компании, т.е. приведет к ее увеличению.

## 2.2. Выборка и гипотезы исследования.

В данном исследовании проводится анализ 125 годовых отчетов компаний из машиностроительной отрасли Великобритании. Источником информации стала база данных, собранная студентами Научно – исследовательской лаборатории НИУ ВШЭ г. Перми, дополненная годовыми отчетами с официальных веб - сайтов компаний.

Для анализа был выбран 2010 год. Годовые отчеты представляются в формате .pdf, что существенно облегчает процедуру их анализа, потому что есть возможность использования программного обеспечения для поиска необходимых слов или словосочетаний в отчетах. Часть из годовых отчетов компаний, были представлены в он -лайн версии, либо не представлены вообще за требуемый год, Тем самым 13 компаний были исключены, поэтому был проведен анализ годовых отчетов 112 компаний Великобритании из машиностроительной отрасли. Годовые отчеты были предоставлены за отчетный год, данный критерий был принят для обеспечения сопоставимости результатов и возможности анализа.

В нашей работе, была выбрана страна Великобритания, поскольку в Великобритании за последние годы наблюдался значительный рост сделок M&A (Эндрю Клэр и Анна Фэлтон, 2011) , что по нашему мнению является интересным фактом, который требует тщательного отношения к рассмотрению вопроса стоимости компаний.

Все компании, участвующие в анализе, были выбраны из машиностроительной отрасли. Выбор данной отрасли был объяснен тем, что данная отрасль редко рассматривается в рамках вопроса об интеллектуальном капитале, поэтому было решено доказать тот факт, что даже в машиностроительных отраслях раскрытие информации об интеллектуальном капитале сможет положительно сказаться на росте стоимости компании.

В качестве основного метода анализа уровня раскрытия информации об интеллектуальном капитале был выбран метод контент-анализа.

В данной работе был применен компьютеризированный анализ. Он осуществлялся за счет программы PDF-XChange viewer, что позволило проанализировать большой объем информации в достаточно короткие сроки. Годовые отчеты компаний были проанализированы за 2010 год.

В них с помощью программы был осуществлен поиск слова или словосочетания, относящихся к интеллектуальному капиталу. Также был проанализирован контекст, в котором использовалось словосочетание, на предмет отношения к информации об интеллектуальном капитале. Таким образом, учитывались не все найденные словосочетания, а только те, которые были в контексте информации об интеллектуальном капитале.

Отсутствие общепринятого определения интеллектуального капитала организации привело к дифференциации вариантов его структуры. Иными словами, исходя из собственного восприятия интеллектуального капитала, каждый исследователь по-своему определяет его содержание. По этой причине существует великое множество структур, отличающихся как по количеству компонент, так и по их содержанию. Стоит отметить, что в литературе встречаются двух, трех, четырех и пяти компонентные структуры интеллектуального капитала копании.

Одной из самых известных и наиболее часто встречаемых в литературе является трехкомпонентная структура интеллектуального капитала, впервые предложенная Томасом Стюартом. Согласно этой концепции интеллектуальный капитал представляет собой совокупность трех компонент: потребительского капитала, структурного капитала и человеческого капитала, где ведущая роль отводится последнему. Под человеческим капиталом здесь понимаются все знания, умения и навыки, а также личные профессиональные качества сотрудников компании. Структурный капитал – это технологии, бренды, патенты, ноу-хау, программное обеспечение, торговые знаки, процессы, стратегия, культура компании и т.д. Потребительский капитал – это взаимоотношения с внешними стейкхолдерами: клиентами и партнерами. Эта компонента интеллектуального капитала также не принадлежит компании абсолютно, поскольку клиента могут переманить, контракт с партнером может быть расторгнут, соглашения разорваны. Состояние потребительского капитала зависит от культуры общения с внешними стейкхолдерами, наличия индивидуального подхода, заинтересованности самой компании и пр.

Следует отметить, что сегодня трехкомпонентной структуры интеллектуального капитала придерживается подавляющее большинство исследователей, кроме того, её используют при внедрении практик управления ИК компании. Трехкомпонентная структура, впервые предложенная Стюартом, на сегодняшний день имеет большое количество вариаций. В частности, существует множество вариантов обозначения отдельных компонент интеллектуального капитала.

 Карл-Эрих Свейби выделил три компоненты интеллектуального капитала, среди которых компетенция сотрудников, внутренняя и внешняя структуры. Исследователем также была предпринята попытка учесть неодинаковую роль компонент при создании стоимости компании.

Внутренний капитал относится к познанию встроенных процессов, процедур, систем и культур в организационную структуру, которая создается сотрудниками или привнесена из вне, но которая остается в организации, когда сотрудники уходят (Guthrie et al., 1999; Pablos, 2002; Wong and Gardner, 2005). Внешний капитал относится к
знаниям, которые являются внешними по отношению к организации, например, поставщики, клиенты, деловые партнеры, и т.д. (Wong and Gardner, 2005). К человеческому капиталу относятся знания индивида, такие как квалификация, навыки, ценности и опыт в рамках организации, который будет уходить из организации вместе с сотрудниками (Guthrie и др., 1999;. Pablos, 2002). Данную трехкомпонентную структуру мы и будем использовать в нашем исследовании.

Словосочетания, которые использовались для анализа годовых отчетов, были структурированы на три группы:

1. Внутренний капитал

2. Внешний капитал

3. Человеческий капитал

Выбор такого структурирования обусловлен успешностью его применения в других исследованиях. (Guthrie et.al., 2006, Miller, Whiting, 2008).

Словосочетания, используемые при составлении индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале.

Таблица 2

Исходные словосочетания, используемые при составлении индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Internal capital (структурный капитал) | External capital (отношенческий капитал) | Human capital (человеческий капитал) |
| 1. patent
2. intellectual property
3. work process
4. copyrights
5. management philosophy
6. corporate culture
7. information system
8. trademarks
9. financial relation
10. code of ethics
 | 1. customer loyalty
2. brand
3. consumer
4. customer
5. distributional channel
6. business collaboration
7. licensing agreement
8. certification
9. awards
10. company reputation
 | 1. management team
2. knowledgeе
3. know-how
4. training
5. employee expertise
6. employee knowledge
7. employee loyalty
8. experience
9. teamwork
10. entrepreneurial spirit
 |

В результате анализа первых 20 компаний, было выявлено, что некоторые словосочетания не используются ни в одном предоставленном отчете, поэтому было принято решение исключить их из анализа, в результате для анализа были использованы следующие словосочетания:

Таблица 3

Словосочетания, используемые при составлении индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Internal capital (структурный капитал) | External capital (отношенческий капитал) | Human capital (человеческий капитал) |
| 1. patent
2. intellectual property
3. work process
4. information system
5. trademarks

  | 1. brand
2. consumer
3. customer
4. certification
5. awards
6. company reputation
 | 1. management team
2. knowledgeе
3. know-how
4. training
5. employee loyalty
6. experience
7. teamwork
 |

В результате определения основных критериев поиска информации о раскрытии интеллектуального капитала, мы можем сформировать всю схему исследования, и сформулировать гипотезы.

Поскольку целью данной исследовательской работы является анализ влияния интеллектуального капитала в целом и его компонент на результаты деятельности компании, то основываясь на результатах аналогичных исследований, целесообразно выдвинуть следующую общую гипотезу:

*H0: Раскрытие информации об интеллектуальном капитале компании оказывает существенное влияние на результаты ее деятельности,* которая выполняется для большинства исследований. В целом, можно говорить о том, что наличие интеллектуального капитала положительно влияет на функциональность компании (Bontis,2003).

 H1 - раскрытие информации о бренде компании имеет положительное влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Бренд компании – это основная составляющая потребительского капитала фирмы, поскольку, по сути, является ее лицом. Бренд является объектом купли-продажи, однако определение его стоимости является затруднительной задачей, поскольку зачастую это требует использования закрытой информации. Заметим, что эмпирические работы, исследовавшие влияние бренда на результаты деятельности компании показали неоднозначные результаты. Однако, по нашему мнению, раскрытие информации о бренде компании в большей степени, чем все остальные показатели влияют на будущий рост добавленной рыночной стоимости компании. Это легко объяснимо, поскольку добавленная рыночная стоимость напрямую зависит от инвестиций в нее, а инвесторы отдадут предпочтение известным брендам, нежели никому не известной компании.

H2 - раскрытие информации о пройденной сертификации имеет положительное влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Прохождение ежегодных или внеплановых сертификаций - означает подтверждение успешности деятельности компании. Поскольку является доказательством наличия у компании навыков и умений для совершения деятельности. И раскрытие информации о пройденной сертификации должно положительно влиять на инвесторов и акционеров, так как доказывает высокие интеллектуальные способности сотрудников и менеджмента компании.

H3 - раскрытие информации о покупателях имеет положительное влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Потребители и покупатели продукции или услуг компании, являются наилучшим гарантом качества. На сегодняшний день реклама уходит на второй план, уступая место рекомендациям друзей и знакомых, которые уже приобрели продукцию данной компании. Наблюдается значительный рост оставляемых отзывов не только из уст в уста, но и на сайтах производителей и ретейлеров. Поэтому, по нашему мнению, раскрытие информации о потребителях сможет сыграть положительную роль на стоимости компании, потому что также способствует наглядному раскрытию информации о сегменте покупателей продукции и их мнению о качестве продуктов.

H4 - раскрытие информации о информационной системе (оснащенности) имеет положительное влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Информационная оснащенность компании может выражаться во многих показателях, например наличие у компании собственной системы учета затрат, базы данных о покупателях, CRM система, в которой можно управлять процедурой продажи и продвижения продукции компании. Все эти показатели облегчают систему мониторинга и контроля не только за производственным процессом, но и за процессом сбыта продукции.

H5 - раскрытие информации о имеющихся торговых марках (товарных знаков) имеет положительное влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Наличие у компании торговых марок (знаков) показывает исключительность компании, ее значимость на рынке и узнаваемость потребителями. Несомненно, зачастую мы запоминаем не все названия продукции, а только лишь картинку или эмблему, которую, когда- либо видели на упаковке. Раскрытие информации об имеющихся товарных знаков и торговых марок компанией, показывает инвесторам, что это не просто компания одна из миллиона, которая ни чем не отличается от большинства других, а компания, имеющая свои отличительные особенности перед множеством других.

H6 - раскрытие информации о методологии работы и рабочих процессах имеет влияние на рост добавленной рыночной стоимости. В данном случае необходимо проверить какое влияние положительное или отрицательное имеет раскрытие информации о методах работы. Зачастую, методология и процесс работы скрываются от внешних лиц, поскольку раскрывать секретные методики может быть опасно с точки зрения потери конкурентных преимуществ. Поскольку технологии у всех компаний разные, и в основном за счет них достигаются преимущества. Если компания идет на раскрытие методов и процессов работы, значит, она будет терять информацию, которая доступна ей, и значит, она готова поделиться даже с конкурентами. Поскольку годовые отчеты доступны не только инвесторам и акционерам, а всем, эта информация является общедоступной. Поэтому необходимо выявить стоит ли раскрывать информацию о своих технологиях.

H7 - раскрытие информации о топ-менеджменте компании имеет влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Поскольку результаты деятельности компании напрямую зависят от качества управления ее активами, то первым показателем уровня развития человеческого капитала, по-нашему мнению, является квалификация топ-менеджмента компании. Талантливые и высококвалифицированные руководители способны подавать новые идеи создания источников роста и претворять их в жизнь. Также данный показатель отражает способность руководства принимать верные решения. Чем выше уровень квалификации руководства, тем лучше качество управления ресурсами компании, в том числе, нематериальными. Поэтому раскрытие информации о квалифицированном и талантливом менеджменте, по нашему мнению, способствует росту добавленной рыночной стоимости.

H8 - раскрытие информации о сотрудниках (коллективе) компании имеет влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Сотрудники компании - это самый значимый показатель интеллектуального капитала компании. Поскольку именно навыки и умения сотрудников определяют большую часть интеллектуального капитала компании. Квалифицированные сотрудники с большим опытом работы способны привнести в компанию гораздо больше, чем просто качественные материалы и современное оборудование.

Все вышеописанные гипотезы можно схематично описать следующим образом (схема 2):

Схема 2. Влияние расрытия инфорамции об интеллектуальном капитале как фактор роста добавленной стоимости компании.

## 2.3. Базовая эконометрическая модель.

Общий вид спецификации регрессионной модели, описывающей влияние раскрытия информации об интеллектуальном капитале на результаты деятельности компании, можно представить следующим образом:

 (1)

где MVAi - добавленная рыночная стоимость i-й компании, X- вектор показателей индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале i-й компании, Y - матрица контрольных переменных i-й компании, εi- независимые и одинаково распределенные статистические ошибки.

Следует отметить, что регрессионная модель не обязательно имеет такую спецификацию, в частности, она может быть нелинейной. Исследователь должен подходить выбору спецификации обоснованно, опираясь на предварительный анализ выборки, подлежащей анализу, а также на опыт предыдущих работ.

 Далее рассмотрим контрольные переменные модели (табл.4):

Таблица 4

Контрольные переменные модели:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Переменная | Описание | тип |
| Capital | Капитал компании | денежный |
| ROIC | Рентабельность инвестированного капитала | доли |
| Financial Leverage | Финансовый рычаг, соотношение собственных и заемных средств | доли |
| Financial profit | Доходы/расходы от финансовой деятельности | денежный |

Наконец, непосредственный интерес, с точки зрения исследования, представляют переменные индекса раскрытия информации. Как отмечалось ранее, был проведен поиск слов/словосочетаний в годовых отчетах машиностроительной отрасли Великобритании за 2010г. В ходе выявления индекса раскрытия информации, был осуществлен подсчет слов/словосочетаний, но поскольку, индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале по каждому параметру существенно отличался, поэтому, собранная информация была нормирована, соответственно нормальному распределению, и поделена на категории (группы), где каждой категории присвоен свой бал, соответсвенно количеству раскрываемой информации по каждому параметру, где:

0 - отсутствует раскрытие информации об интеллектуальном капитале компании;

1 - очень низкий индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании;

2 - низкий индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании;

3 - хороший индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании;

4 - высокий индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании;

5- очень высокий индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании.

Отметим, что некоторые показатели интеллектуального капитала, которые были включены в поиск, встречались малое количество раз, в результате чего, было принято решение, заключить их в бинарную переменную, где 0 - означает, что данный тип информации об интеллектуальном капитале компании не раскрывается в годовых отчетах компании, и 1 – если, имеется хоть малейшее раскрытие информации по данному показателю.

Далее представим таблицу переменных интелектуального капитала (табл.5):

Таблица 5

Переменные индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| переменная | описание | тип |  |
| EX\_BRAND | индекс раскрытия информации о бренде компании | категориальная | 1-5 |
| EX\_CERTIF | индекс раскрытия информации о пройденной сертификации (товаров, услуг) компании | категориальная | 1-5 |
| EX\_CONS |  индекс раскрытия информации о покупателях компании | категориальная | 1-5 |
| HM\_MANTEAM | индекс раскрытия информации о топ-менеджменте компании | категориальная | 1-5 |
| HM\_TEAM | индекс раскрытия информации о команде (коллективе, сотрудниках) компании | категориальная | 1-5 |
| IC\_INFORMSYS | индекс раскрытия информации об информационной системе (оснащенности) компании | категориальная | 1-5 |
| IC\_TRADEM | индекс раскрытия информации об имеющихся торговых марках у компании | категориальная | 1-5 |
| IC\_WORKPROC | индекс раскрытия информации о рабочих процессах (методологии работы) компании | бинарная | 0\1 |

Отметим, что в поиске было рассмотрено больше показателей индекса раскрытия интеллектуального капитала, однако, в ходе тестирования модели, была выявлена мультиколлинеарность (Приложение 1), которую следовало исключить, путем включения не всех показателей интеллектуального капитала в регрессионную модель.

Далее рассмотрим описательные статистики показателей индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале (табл.5):

Таблица 6

Описательные статистики индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Бренд | Сертификация | Покупатели | Топ-Менеджемнт | Коллектив | Информационная система | Торговые марки | Технологии |
| Среднее | 1.30 | 0.51 | 2.05 | 1.07 | 0.21 | 0.33 | 0.53 | 0.03 |
| Медиана | 1.00 | 0.00 | 2.00 | 1.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Максимум | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 1.00 |
| Минимум | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Ст.Отклонение | 1.39 | 0.97 | 1.23 | 1.02 | 0.65 | 0.85 | 0.97 | 0.16 |
| Кол-во наблюдений | 112 | 112 | 112 | 112 | 112 | 112 | 112 | 112 |

Как можем увидеть, наивысший индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании у параметра - Потребители, это означает, что компании довольно охотно раскрывают информации о потребителях своей продукции, поскольку как было ранее сказано, потребители компании, могут стать лучшей рекламой для продвижения своих товаров. На втором месте идет параметр - Бренд, что тоже достаточно легко объяснено желанием компании выделиться среди числа ее конкурентов, стать более запоминающейся среди потребителей. Также довольно охотно компании раскрывают информацию о своем руководстве, тем самым, показывая их высокую квалификацию, в качестве управленцев, и как следствие, подчеркивая успешность деятельности компании. И как мы предполагали ранее, компании должны неохотно раскрывать информацию о своих технологиях, рабочих процессах и методах работы, это потверждается в нашей таблицы миминальным значением среди всех оставльных параметров.

## 2.4. Тестирование модели.

Перед тем, как переходить к регрессионному анализу выборки, необходимо провести корреляционный анализ. Тесноту связи между переменными будем оценивать по результатам наблюдений с помощью коэффициента корреляции Пирсона (r). Если rc>=0,7 то взаимосвязь между X и Y сильная, если r<0,3 то линейная связь слабая. Соответственно при r=0 линейная корреляционная связь отсутствует, а линия регрессии параллельна OX. Проверка корреляции была осуществлена отдельно по всем переменным индекса раскрытия интеллектуального капитала, для того чтобы иметь понимание какие переменные необходимо включить в регрессионный анализ (Приложение 1). После исключения ряда переменных, мы добились отсутствия мультиколлинеарности в регрессионной модели (Приложение 2) , и мы можем переходить к дальнейшему тестированию модели.

Однако, одна из контрольных переменных, а именно -Капитал компании, имеет очень сильное влияние на контрольную переменную (0,7), поэтому необходимо ее исключить из анализа для получения более корректных данных (Приложение 3).

Далее, мы протестировали нашу модель на гетероскедастичность с помощью тестов: Breush-Pagan test, и White test которые показали, что гетероскедастичность отсутствует, следовательно, модель пригодна для исследования.

Таблица 7

МНК модель влияния раскрытия информации об интеллектуальном капитале на добавленную рыночную стоимость

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Переменные | Коэффициент | Стандартные ошибки | Вероятность (значимость) |
| C | -3344.916 | 1748.775 | 0.0592 |
| Бренд | 1553.093 | 731.0961 | 0.0366 |
| Сертификация | 848.0527 | 973.5020 | 0.3862 |
| Покупатели | 1086.783 | 838.0771 | 0.1983 |
| Топ-менеджмент | -1808.059 | 948.7886 | 0.0500 |
| Коллектив | -1398.332 | 1322.729 | 0.2935 |
| Информационная система | -412.2335 | 1058.999 | 0.6981 |
| Торговые знаки | 3734.161 | 928.5852 | 0.0001 |
| Технологии | 11384.95 | 5250.034 | 0.0329 |
| Финансовый рычаг | 3582.954 | 1910.625 | 0.0642 |
| Прибыль от финансовой деятельности | 1.225841 | 9.956632 | 0.9023 |
| Рентабельность инвестиций | -762.4687 | 3506.318 | 0.8284 |
| Коэффициент детерминации | 0.440020 |
| Скорректированный коэффициент детерминации | 0.366689 |
| Статистика Фишера | 6.000047 |
| Prob (F-statistic) | 0.000000 |

Скорректированный коэффициент детерминации для МНК модели равен 0,366, что говорит, о том, что данная модель описывает 36,7 % из 100% всех случаев.

Проверка значимости модели осуществляется с помощью F-критерия Фишера. В Eviews значение Prob (F-statistic) отвечает за значимость коэффициента. Для данной модели Prob (F-statistic)=0, следовательно, скорректированный коэффициент детерминации значим, и модель регрессии, также значима.

В результате тестирования удалось подтвердить следующие гипотезы, выдвинутые в начале исследования:

(H5)Раскрытие информации о имеющихся торговых марках (товарных знаков), имеет положительное влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Здесь также следует отметить, что влияние раскрытия данного параметра, имеет наибольшее положительное влияние на добавленную рыночную стоимость, тем самым компаниям выгодно раскрывать информацию, о имеющихся у нее торговых марок и товарных знаков, не только для привлечения потребителей, но и для привлечения акционеров и инвесторов, которые будут оценивать добавленную рыночную стоимость, созданную данным показателем. Этот факт подтверждается многими исследователями, в том числе: Rodgers, 2007; Singh and Van der Zahn, 2008; Vergauwen and Alem, 2005, что можно увидеть в Таблице 1 данной работы.

(H1) Раскрытие информации о бренде компании имеет положительное влияние на рост добавленной рыночной стоимости. Более того, стоит отметить, что коэффициент индекса раскрытия информации о бренде компании достаточно велик, что может говорить о том, что раскрытие информации о бренде имеет не просто положительное влияние на добавленную рыночную стоимость, но и это влияние достаточно велико. Согласно обзору исследований в первой части данной работы, можно увидеть, как большинство авторов подтверждают, что добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале, способно привести к положительным последствиям для фирмы (Таблица 1).

 (H2)Раскрытие информации о пройденной сертификации имеет положительное влияние на рост добавленной рыночной стоимости, однако значимость данного коэффициента не подтвердилась, поскольку prob > 0,05, что свидетельствует о том, что данный коэффициент не значим, и корректно строить выводы о его влиянии мы не можем. Этот индекс раскрытия информации будет в данном случае обязателен к раскрытию, поскольку по теории легитимности, которую мы описывали в первой части, это позволит компании, показать легитимность своей деятельности и обеспечить мониторинг отчетности. И как показывают исследователи (Li, 2008), раскрытие способно снизить оппортунистическое поведение между инвесторами (акционерами) и топ-менеджментом компании.

Неоднозначным фактом, является подтверждение гипотезы (H6) о положительном влиянии раскрытия информации о технологиях и методах работы на добавленную рыночную стоимость. Получается, что по нашей модели, следует раскрывать информацию о технологиях работы для привлечения акционеров и инвесторов. Однако раскрытие данной информации является раскрытием своих конкурентных преимуществ перед компаниями -конкурентами, тем самым раскрывая данную информацию, необходимо понимать, что данными методиками и технологиями, информацию о которых мы раскрываем в годовых отчетах, теперь смогут перенять и воспользоваться все, в том числе и конкуренты. Поэтому понимая положительное влияние на добавленную рыночную стоимость, необходимо быть готовым к тому, что в будущем необходимо будет искать новые конкурентные преимущества, чтобы сохранить конкурентоспособность на рынке. Исследователи, как можно увидеть в сравнительной таблице, не уделяли должного внимания именно вопросу раскрытия информации о технологиях компании, однако в соответствии с Houlthausen and Watts (Таблица 1), которые поддерживают добровольное раскрытие информации, поскольку компании должны показать из чего складывается их рыночная стоимость.

(H3) Раскрытие информации о покупателях также имеет положительное влияние на добавленную рыночную стоимость. Однако, коэффициент является не значимым, следовательно, мы не можем говорить о том, что компаниям следует раскрывать информацию о своих потребителях. Skinner (Таблица 1), в своем исследовании показывает, что если компания раскрывает информацию о своем интеллектуальном капитале, то компании извлекают из этого выгоды. Однако, необходимо дальнейшее тестирование, увеличение выборки, для проверки данного индекса раскрытия информации.

Не подтвердились, в нашем случае, следующие гипотезы:

 (H7) Раскрытие информации о топ-менеджменте компании не имеет положительного влияния на рост добавленной рыночной стоимости. По нашей модели, раскрытие информации о топ-менеджменте компании приведет к значительному сокращению добавленной рыночной стоимости. Также стоит отметить, что данный коэффициент является значимым в модели, следовательно, можно говорить о том, что компаниям не следует раскрывать информацию о своих управленцах для того чтобы не сократить добавленную рыночную стоимость. Однако мы не можем подтвердить данный факт проанализированными исследованиями, поскольку не нашли сведений о раскрытии информации о данном показателе.

(H8) Раскрытие информации о сотрудниках (коллективе) компании, не имеет положительного влияния на рост добавленной рыночной стоимости. Данная гипотеза также опроверглась, поскольку мы видим, что раскрытие информации о сотрудниках приведет к снижению стоимости компании, однако коэффициент является незначимым в нашей модели. Также как и по предыдущему показателю, мы не нашли ни подтверждения ни опровержения данной предпосылки в исследованиях других авторов, поэтому требуется дополнительное исследование с большей выборкой и значимостью.

 (H4) Раскрытие информации об информационной системе (оснащенности) имеет отрицательное влияние на добавленную рыночную стоимость. Данный параметр также является не значимым, поэтому мы не можем делать выводы по данному факту. Поскольку, подтверждения и опровержения по данному показателю в рассмотренных исследованиях мы не нашли, поэтому считаю, что данный показатель необходимо тестировать дополнительно.

Рассмотрение индекса раскрытия интеллектуального капитала в рамках создания добавленной стоимости компании позволило выделить основные атрибуты интеллектуального капитала, которые приведут к увеличению добавленной стоимости, и тех, которые возможно приведут к сокращению показателя. Дальнейшее исследование может быть расширено за счет следующих факторов:

* улучшение качества модели за счет включения дополнительных индикаторов интеллектуального капитала;
* увеличения выборки в годовом разрезе, а именно сбора данных в годовых отчетов компаний за 2004-2010 года, с целью выявления динамики изменения индексов раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании.

#  Заключение

В условиях новой экономики, где вся власть передается информации и знаниям, основной источник конкурентоспособности компаний это ее интеллектуальный капитал, эффективное управление которым, позволяет не только постоянно совершенствоваться и выигрывать тем самым в конкурентной борьбе, а также увеличивать стоимость компании. Поэтому, цель данного исследования состояла в том, чтобы понять, раскрытие каких именно показателей интеллектуального капитала, позволит компаниям добавить рыночную стоимость, и какие показатели интеллектуального капитала не стоит раскрывать, чтобы не потерять добавленную рыночную стоимость.

В первой части работы были проанализированы теоретические аспекты стоимости компании, были рассмотрены различные методы определения стоимости компании, их выгодное использование с точки зрения инвестора, а также были проанализированы методы измерения и оценки интеллектуального капитала. Это позволило сделать следующие выводы:

* Интеллектуальный капитал представляет собой сложный актив компании, трудноизмеримый и неоднозначный по своей природе, но может создавать для компании конкурентные преимущества, своей способностью использовать и создавать уникальные ресурсы. И затраты на измерение интеллектуального капитала ныне рассматриваются не в качестве издержек, а в качестве инвестиций в интеллектуальный капитал компании.
* Нефинансовая информация, такая как патенты, возраст компании и квалификация сотрудников, становится более ценной при принятии решения об инвестировании в компанию. Поэтому компании, на сегодняшний день, преследуя цель максимизации стоимости, стараются раскрывать информацию о своем интеллектуальном капитале. При этом понимая, что раскрытие принесет положительный эффект только при соблюдении 2 условий: когда нематериальные активы составляют весомую часть во всех активах компании, и когда их можно измерить с достаточной точностью.
* Раскрытие информации об интеллектуальном капитале фирмы может быть, как добровольным со стороны компании, так и обязательным со стороны заинтересованных лиц компании. Основными причинами добровольного раскрытия информации являются : сокращение ассиметрии информации между топ-менеджментом и различными заинтересованными сторонами, выполнение обязательных требований отчетности компании и передача информации о легитимности деятельности компании.
* Обзор эмпирических исследований показал, что компании на сегодняшний день, охотно раскрывают информацию о своем интеллектуальном капитале, и в большинстве случаев, делают это добровольно. Раскрытие информации об интеллектуальном капитале позволяет привлечь инвесторов, узнать стоимость приобретенных нематериальных активов в сделках слияния и поглощения, а также повысить капитализацию фирмы за счет обоснования стоимости интеллектуального капитала.

Вторая часть работы была направлена на выявление основных показателей интеллектуального капитала, раскрытие которых способно увеличить стоимость компании.

 Тестирование проводилось с помощью контент - анализа, который был произведен на 112 годовых отчетов машиностроительной отрасли Великобритании за 2010 с целью выявления в них раскрываемой информации об интеллектуальном капитале. Хотелось бы отметить, что не было найдено ни одного исследования индекса раскрытия интеллектуального капитала у компаний машиностроительной отрасли Великобритании, что является преимущественным фактором данной работы, поскольку это подчеркивает новизну исследования.

Построение регрессии на общей выборке показало, что объясняющая способность модели составляет 36,7%. При этом наибольшее положительное влияние на добавленную рыночную стоимость оказывают следующие индексы: раскрытие информации об имеющихся у компании торговых марок и товарных знаков, раскрытие информации о бренде компании и технологиях работы. Незначимыми оказались показатели индекса раскрытия информации о покупателях и пройденной сертификации компанией, но они также имеют положительное влияние на добавленную рыночную стоимость в нашей модели.

 Также удалось выявить, что раскрытие информации о топ-менеджменте компании способно привести к сокращению показателя добавленной рыночной стоимости. Незначимыми в ходе работы оказались индексы раскрытия информации об информационной системе и коллективе (сотрудниках).

Наиболее значимыми являются индексы раскрытия информации о торговых марках и бренде компании, поскольку они смогут значительно увеличить добавленную рыночную стоимость компании.

Также хотелось бы отметить, что показатель индекса раскрытия информации о технологиях и процессах работы имеет положительное влияние на добавленную рыночную стоимость, что противоречит логике исследования, поскольку раскрываются конкурентные преимущества перед другими компаниями в той же отрасли.

Таким образом, по итогам исследования можно сделать вывод о том, что общая гипотеза о положительном влиянии индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале на добавленную рыночную стоимость компании подтвердилась. Однако необходимо увеличивать выборку исследования с целью повышения репрезентативности выборки и увеличения значимости коэффициентов регрессионной модели.Список литературы:

**Специальная литература**

1. Байбурина Э.Р. « Влияние интеллектуального капитала на стоимость компании: эмпирическое исследование возможностей и ограничений роста в странах БРИКС»
2. Байбурина Э.Р., Гребцова Е.Г., Раскрытие информации об интеллектуальном капитале и его влияние на стоимость капитала на развивающихся рынках капитала. Журнал «Корпоративные финансы» №4(24) 2012, стр. 113-130
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д., Стоимость компании: оценка и управление. (2007)
4. Молодчик М.А., «Интеллектуальный капитал компании: диагностика и подходы к управлению» : учеб.пособие /– Пермь : Изд-во Перм. нац. исслед. политехн. ун-та, 2012. – 219 с.
5. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий, - Москва: Вершина, 2007
6. Abdolmohammadi, M., Simnett, R., Thibodeau, J.C. and Wright, A.M. (2006), “Sell-side analysts’ reports and the current external reporting model”, Accounting Horizons, Vol. 20 No. 4, pp. 375-89.
7. Abeysekera, I. (2006), “The project of intellectual capital disclosure: researching the research”, Journal of Intellectual Capital, Vol. 7 No. 1, pp. 61-77.
8. Abhayawansa, S. and Guthrie, J. (2010), “Intellectual capital and the capital market: a review and synthesis”, Journal of Human Resource Costing & Accounting, Vol. 14 No. 3, pp. 196-226.
9. Agne Ramanauskaite, Kristina Rudzioniene, Trends of disclosure of information capital in annual statements in Lithuanian enterprises. Economics and Management, 2013, 18(3)
10. Arvidsson, S. (2003), “Demand and supply of information on intangibles: the case of knowledge-intense companies”, PhD thesis, Lund University, Lund.
11. Beattie, V. and Thomson, S.J. (2007), “Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures”, Accounting Forum, Vol. 31 No. 2, pp. 129-63.
12. Bontis, N. (2001). Assessing knowledge assets: A review of the models used to measure intellectual capital. International Journal of Management Reviews, 3(1), 41-60.
13. Bontis, N. (2003) National Intellectual Capital Index: The Benchmarking of Arab Countries, United Nations Development Project, New York.
14. Daniel Ferreira and Marcelo Rezende, Corporate strategy and information disclosure, RAND Journal of Economics Vol. 38, No. 1, Spring 2007 pp. 164–184
15. Dewi Fariha Abdullaha, Saudah Sofian. «The Relationship between Intellectual Capital and Corporate Performance». Procedia - Social and Behavioral Sciences 40 (2012) pp. 537 – 541
16. Dumay, J. (2012). Grand theories as barriers to using IC concepts, Journal of Intellectual Capital, 13(1), 4-15.
17. Flo¨strand, P. (2006), “The sell side – observations on intellectual capital indicators”, Journal of Intellectual Capital, Vol. 7 No. 4, pp. 457-73.;
18. Garcı´a-Meca, E. (2005), “Bridging the gap between disclosure and use of intellectual capital information”, Journal of Intellectual Capital, Vol. 6 No. 3, pp. 427-40.
19. Garcı´a-Meca, E. and Martı´nez, I. (2007), “The use of intellectual capital information in investment decisions: an empirical study using analyst reports”, International Journal of Accounting, Vol. 42 No. 1, pp. 57-81.
20. German Listed Companies, National Research University – Higher School of Economics, Department of Finance, Corporate Finance Center, 2013
21. Guthrie, J. Petty, R., and Ricceri, F., 2006, “The Voluntary Reporting of Intellectual Capital: Comparing Evidence from Hong Kong and Australia”, Journal of Intellectual Capital, 7, 2, 254-271.
22. Irena Mačerinskienė , Simona Survilaitė , Mykolas Romeris University, Faculty of Economics and Finance Management, Intellectual capital as a main factor of company’s value added. Intellectual economics 2011, Vol. 5, No. 4(12), p. 560–574
23. Ivashkovskaya, Bayburina, Grebtsova, The Stylized Benchmarks of IC Disclosure: the Value Relevance for BRICS, US and
24. JH de Wet, JH Hall, The relationship between EVA, MVA and leverage, Meditari Accountancy Research Vol. 12 No. 1 2004 : 39–59
25. John J.Ballow, Roland Burgman and Michel J.Molnar. Managing for shareholder value: intangibles, future value and investment decisions. Journal of Business Strategy. Vol. 25, No.3, 2004, pp.26-34.
26. Kanodia, C., Sapra, H., Venugopalan, R., 2004. Should Intangibles Be Measured: What Are the Economic Trade-Offs, Journal of Accounting Research 42(1), 89-120.
27. Kaplan , R.S. and Norton, D.P. (2003). Strategic Maps: Converting Intangibles Assets into Tangible Outcomes, Harvard Business School Press, Boston, MA.
28. Krippendorff, K. (2004), Content Analysis: An Introduction to its Methodology, Sage Publications, Thousand Oaks, CA.
29. Kristandl, G. & Bontis, N. (2007). Constructing a definition for intangibles using resourced based view of the firm, Management Decision, 45(9), 1510-24.
30. Lev, B., 2001, Intangibles: Management, Measurement and Reporting, The Brookings Institution, Washington, DC.
31. Lev, B., Radhakrishnan, S., Zhang, W., 2009. Organization Capital. Abacus 45(3), 275-298.
32. M. Thenmozhi, Market value added and share price behaviour. An empirical study of BSE SENSEX companies. Delhi Business Review. Vol. 1, No. 1, Jan.2000
33. Marco Montemari and Maria Serena Chiucchi, The problemazation of IC indicators in action, Department of Management, Polytechnic University of the Marche, Ancona, Italy, 2013
34. Molodchik Mariia, Shakina Elena, Barajas Angel, In Quest of IC Model: discovering the six elements of intellectual capital, 2013
35. Nielsen, A.C. (2008), “A content analysis of analyst research: health care through the eyes of analysts”, Journal of Health Care Finance, Vol. 34 No. 3, pp. 66-90.
36. Ordónez de Pablos, P., 2002. “Evidence of IC Measurement from Asia, Europe and the Middle East”. Journal of Intellectual Capital, 3, 3, 287-302
37. Parker, L. (2005), “Social and environmental accountability research: a view from the commentary box”, Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 18 No. 6, pp. 842-60.
38. Penman, S.H., 2009. Accounting for Intangible Assets: There is Also an Income Statement. Abacus 45(3), 358-371.
39. Pierre Astolfi, Anne Jeny-Cazavan and Luc Paugam, Should Additional Disclosure be Mandated for Intangible Assets? Insights from Purchase Price Allocations, Copenhagen, Denmark, September 26-27, 2013
40. Pulic, A. (2000) “MVA and VAIC analysis of randomly selected companies from FTSE 250”, available at: [www.vaic-on.net/download/ftse30.pdf](http://www.vaic-on.net/download/ftse30.pdf)
41. S. David Young , Stephen F. O'Byrne , EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation , 2001
42. Shakina E., Bykova A., Intellectual Capital Evaluation: Relationship between Knowledge Management Implementation and Company’s Performance
43. Shalev, R., 2009. The Information Content of Business Combination Disclosure Level. The Accounting Review 84(1), 239-270.
44. Skinner, D.J., 2008a. Accounting for intangibles - a critical review of policy recommendations. Accounting & Business Research 38(3), 191-204.
45. Stern, J. M. The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organization, Wiley. 2001.
46. Strandskov, J. (2006). Sources of competitive advantages and business performance. Journal of Business Economics and Management, 7(3), 129-199.
47. Subhash Abhayawansa, A methodology for investigating intellectual capital information in analyst reports, Journal of Intellectual Capital Vol. 12 No. 3, 2011, pp. 446-476
48. Sudarsanam Sudi, Sorwar Ghulam, Marr Bernard. Real options and the impact of intellectual capital on corporate value. Journal of Intellectual Capital. Vol. 7 No . 3, 2006, pp.291-308
49. Sveiby K.-E. Methods for Measuring Intangible Assets. Up- dated 27 April 2010. – URL: http: //www.sveiby.com/articles/ IntangibleMethods.htm
50. Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels and McKinsey & Company Inc. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (Wiley Finance), Jul 16, 2010
51. Tim Koller, Richard Dobbs, Bill Huyett and McKinsey & Company Inc , Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance, Oct 26, 2010
52. Unerman, J. (2000), “Methodological issues: reflections on quantification in corporate social reporting content analysis”, Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 13 No. 5, pp. 667-80.
53. Unerman, J., Guthrie, J. and Striukova, L. (2007), United Kingdom Reporting of Intellectual Capital, Centre for Business Performance, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London.
54. Yu Tian & Jingliang Chen, Concept of Voluntary Information Disclosure and A Review of Relevant Studies, Internation Journal of economics and finance, Vol.1, № 2, 2009

**Электронные ресурсы**

1. Damodaran online [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~%20adamodar/>
2. Stern Stuart - [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://www.sternstewart.com/>
3. Sveiby K.-E. Methods for Measuring Intangible Assets. Updated 27 April 2010. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm>

# Приложение 1

Таблица 1

Коллинеарность между переменными индекса раскрытия интеллектуального капитала.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Отзывы | Бренд | Сертификация | Покупатели | Потребители | Репутация | Лояльность | Опыт | Ноу-хау | Знания | Топ-менеджмент | Команда | Тренинги | Информационная система | Интеллектуальная собственность | Патенты | Торговые знаки | Технологии |
| Отзывы | 1,00 | 0,07 | 0,31 | 0,28 | 0,33 | 0,05 | -0,12 | 0,44 | -0,05 | 0,50 | 0,45 | 0,17 | 0,58 | 0,12 | 0,02 | 0,18 | 0,05 | -0,05 |
| Бренд | 0,07 | 1,00 | 0,08 | 0,51 | 0,14 | 0,10 | 0,05 | 0,18 | 0,01 | 0,26 | 0,02 | 0,12 | 0,14 | 0,21 | -0,02 | -0,05 | 0,17 | 0,13 |
| Сертификация | 0,31 | 0,08 | 1,00 | 0,14 | 0,29 | 0,11 | -0,07 | 0,24 | -0,02 | 0,37 | 0,10 | 0,03 | 0,47 | 0,27 | 0,44 | 0,29 | 0,28 | 0,14 |
| Покупатели | 0,28 | 0,51 | 0,14 | 1,00 | 0,42 | 0,11 | 0,00 | 0,40 | 0,00 | 0,42 | 0,09 | 0,14 | 0,32 | 0,04 | -0,12 | -0,03 | 0,04 | 0,12 |
| Потребители | 0,33 | 0,14 | 0,29 | 0,42 | 1,00 | 0,24 | 0,02 | 0,41 | 0,19 | 0,44 | 0,14 | 0,13 | 0,52 | 0,09 | 0,24 | 0,23 | 0,06 | 0,04 |
| Репутация | 0,05 | 0,10 | 0,11 | 0,11 | 0,24 | 1,00 | 0,52 | 0,37 | 0,52 | 0,18 | 0,25 | 0,08 | 0,20 | 0,20 | 0,11 | 0,09 | 0,14 | 0,18 |
| Лояльность | -0,12 | 0,05 | -0,07 | 0,00 | 0,02 | 0,52 | 1,00 | -0,07 | 0,52 | -0,16 | -0,03 | -0,07 | -0,19 | -0,01 | -0,12 | -0,10 | -0,01 | 0,09 |
| Опыт | 0,44 | 0,18 | 0,24 | 0,40 | 0,41 | 0,37 | -0,07 | 1,00 | 0,14 | 0,59 | 0,40 | 0,23 | 0,55 | 0,31 | 0,17 | 0,21 | 0,10 | 0,28 |
| Ноу-хау | -0,05 | 0,01 | -0,02 | 0,00 | 0,19 | 0,52 | 0,52 | 0,14 | 1,00 | -0,02 | 0,03 | 0,00 | -0,08 | 0,02 | 0,09 | 0,14 | 0,19 | 0,31 |
| Знания | 0,50 | 0,26 | 0,37 | 0,42 | 0,44 | 0,18 | -0,16 | 0,59 | -0,02 | 1,00 | 0,37 | 0,17 | 0,65 | 0,22 | 0,10 | 0,18 | 0,23 | 0,10 |
| Топ-менеджмент | 0,45 | 0,02 | 0,10 | 0,09 | 0,14 | 0,25 | -0,03 | 0,40 | 0,03 | 0,37 | 1,00 | 0,15 | 0,30 | 0,08 | 0,14 | 0,07 | 0,01 | -0,02 |
| Команда | 0,17 | 0,12 | 0,03 | 0,14 | 0,13 | 0,08 | -0,07 | 0,23 | 0,00 | 0,17 | 0,15 | 1,00 | 0,13 | 0,09 | -0,08 | 0,03 | 0,06 | -0,05 |
| Тренинги | 0,58 | 0,14 | 0,47 | 0,32 | 0,52 | 0,20 | -0,19 | 0,55 | -0,08 | 0,65 | 0,30 | 0,13 | 1,00 | 0,25 | 0,10 | 0,14 | 0,13 | 0,03 |
| Информационная система | 0,12 | 0,21 | 0,27 | 0,04 | 0,09 | 0,20 | -0,01 | 0,31 | 0,02 | 0,22 | 0,08 | 0,09 | 0,25 | 1,00 | 0,25 | 0,07 | 0,14 | 0,20 |
| Интеллектуальная собственность | 0,02 | -0,02 | 0,44 | -0,12 | 0,24 | 0,11 | -0,12 | 0,17 | 0,09 | 0,10 | 0,14 | -0,08 | 0,10 | 0,25 | 1,00 | 0,65 | 0,21 | 0,10 |
| Патенты | 0,18 | -0,05 | 0,29 | -0,03 | 0,23 | 0,09 | -0,10 | 0,21 | 0,14 | 0,18 | 0,07 | 0,03 | 0,14 | 0,07 | 0,65 | 1,00 | 0,21 | -0,01 |
| Торговые знаки | 0,05 | 0,17 | 0,28 | 0,04 | 0,06 | 0,14 | -0,01 | 0,10 | 0,19 | 0,23 | 0,01 | 0,06 | 0,13 | 0,14 | 0,21 | 0,21 | 1,00 | 0,17 |
| Технологии | -0,05 | 0,13 | 0,14 | 0,12 | 0,04 | 0,18 | 0,09 | 0,28 | 0,31 | 0,10 | -0,02 | -0,05 | 0,03 | 0,20 | 0,10 | -0,01 | 0,17 | 1,00 |

# Приложение 2

Таблица 2

Коллинеарность между переменными регрессионной модели

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | MVA | Бренд | Сертификация | Покупатели | Топ-менеджмент | Коллектив | Информационная система | Торговые знаки | Технологии | Капитал  | Фин.рычаг | Фин.прибыль | Рентабельность инвестиций |
| MVA | 1,00 | 0,37 | 0,24 | -0,02 | -0,11 | -0,06 | 0,10 | 0,45 | 0,30 | 0,70 | 0,38 | -0,05 | 0,10 |
| Бренд | 0,37 | 1,00 | 0,11 | 0,16 | 0,10 | 0,15 | 0,21 | 0,18 | 0,11 | 0,19 | 0,32 | 0,00 | 0,21 |
| Сертификация | 0,24 | 0,11 | 1,00 | 0,31 | 0,22 | 0,06 | 0,27 | 0,31 | 0,13 | 0,24 | 0,16 | -0,18 | 0,08 |
| Покупатели | -0,02 | 0,16 | 0,31 | 1,00 | 0,28 | 0,13 | 0,15 | 0,12 | 0,07 | 0,11 | 0,19 | -0,03 | 0,25 |
| Топ-менеджмент | -0,11 | 0,10 | 0,22 | 0,28 | 1,00 | 0,17 | 0,15 | 0,06 | -0,01 | 0,12 | -0,03 | -0,02 | 0,02 |
| Коллектив | -0,06 | 0,15 | 0,06 | 0,13 | 0,17 | 1,00 | 0,09 | 0,04 | -0,06 | 0,00 | 0,01 | -0,01 | 0,10 |
| Информационная система | 0,10 | 0,21 | 0,27 | 0,15 | 0,15 | 0,09 | 1,00 | 0,16 | 0,19 | 0,12 | 0,07 | 0,00 | 0,08 |
| Торговые знаки | 0,45 | 0,18 | 0,31 | 0,12 | 0,06 | 0,04 | 0,16 | 1,00 | 0,13 | 0,34 | 0,15 | 0,02 | 0,07 |
| Технологии | 0,30 | 0,11 | 0,13 | 0,07 | -0,01 | -0,06 | 0,19 | 0,13 | 1,00 | 0,34 | 0,13 | -0,08 | 0,06 |
| Капитал | 0,70 | 0,19 | 0,24 | 0,11 | 0,12 | 0,00 | 0,12 | 0,34 | 0,34 | 1,00 | 0,32 | -0,24 | 0,10 |
| Фин.рычаг | 0,38 | 0,32 | 0,16 | 0,19 | -0,03 | 0,01 | 0,07 | 0,15 | 0,13 | 0,32 | 1,00 | -0,22 | 0,13 |
| Фин.прибыль | -0,05 | 0,00 | -0,18 | -0,03 | -0,02 | -0,01 | 0,00 | 0,02 | -0,08 | -0,24 | -0,22 | 1,00 | -0,01 |
| Рентабельность инвестиций | 0,10 | 0,21 | 0,08 | 0,25 | 0,02 | 0,10 | 0,08 | 0,07 | 0,06 | 0,10 | 0,13 | -0,01 | 1,00 |

# Приложение 3

Таблица 3

Коллинеарность между переменными регрессионной модели (после исключения показателя - Капитал)

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | MVA | Бренд | Сертификация | Покупатели | Топ-менеджмент | Коллектив | Информационная система | Торговые знаки | Технологии | Фин.рычаг | Фин.прибыль | Рентабельность инвестиций |
| MVA | 1,00 | 0,37 | 0,24 | -0,02 | -0,11 | -0,06 | 0,10 | 0,45 | 0,30 | 0,38 | -0,05 | 0,10 |
| Бренд | 0,37 | 1,00 | 0,11 | 0,16 | 0,10 | 0,15 | 0,21 | 0,18 | 0,11 | 0,32 | 0,00 | 0,21 |
| Сертификация | 0,24 | 0,11 | 1,00 | 0,31 | 0,22 | 0,06 | 0,27 | 0,31 | 0,13 | 0,16 | -0,18 | 0,08 |
| Покупатели | -0,02 | 0,16 | 0,31 | 1,00 | 0,28 | 0,13 | 0,15 | 0,12 | 0,07 | 0,19 | -0,03 | 0,25 |
| Топ-менеджмент | -0,11 | 0,10 | 0,22 | 0,28 | 1,00 | 0,17 | 0,15 | 0,06 | -0,01 | -0,03 | -0,02 | 0,02 |
| Коллектив | -0,06 | 0,15 | 0,06 | 0,13 | 0,17 | 1,00 | 0,09 | 0,04 | -0,06 | 0,01 | -0,01 | 0,10 |
| Информационная система | 0,10 | 0,21 | 0,27 | 0,15 | 0,15 | 0,09 | 1,00 | 0,16 | 0,19 | 0,07 | 0,00 | 0,08 |
| Торговые знаки | 0,45 | 0,18 | 0,31 | 0,12 | 0,06 | 0,04 | 0,16 | 1,00 | 0,13 | 0,15 | 0,02 | 0,07 |
| Технологии | 0,30 | 0,11 | 0,13 | 0,07 | -0,01 | -0,06 | 0,19 | 0,13 | 1,00 | 0,13 | -0,08 | 0,06 |
| Фин.рычаг | 0,38 | 0,32 | 0,16 | 0,19 | -0,03 | 0,01 | 0,07 | 0,15 | 0,13 | 1,00 | -0,22 | 0,13 |
| Фин.прибыль | -0,05 | 0,00 | -0,18 | -0,03 | -0,02 | -0,01 | 0,00 | 0,02 | -0,08 | -0,22 | 1,00 | -0,01 |
| Рентабельность инвестиций | 0,10 | 0,21 | 0,08 | 0,25 | 0,02 | 0,10 | 0,08 | 0,07 | 0,06 | 0,13 | -0,01 | 1,00 |