

# ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫЙ КАПИТАЛ В ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

В новой экономике интеллектуальный капитал рассматривается как ключевой ресурс организации, способствующий улучшению финансовых результатов, поэтому у внешних инвесторов, осознающих его значимость, возникает проблема отбора компаний с высокой результативностью его использования. Автор предлагает метод EsRAVE, позволяющий на базе открытой информации оценить созданную компонентами интеллектуального капитала рыночную стоимость, а затем проранжировать компании по их инвестиционной привлекательности.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** интеллектуальный капитал, инвестиционная привлекательность, экономическая добавленная стоимость



**Осколкова Марина Александровна** — преподаватель кафедры финансового менеджмента НИУ ВШЭ — Пермь. Сфера профессиональных интересов: интеллектуальный капитал, управление стоимостью компании, оптимизация структуры капитала (г. Пермь)

## ВВЕДЕНИЕ

В последние десятилетия при принятии стратегических решений все чаще используется подход, рассматривающий компанию как потенциальный объект вложения денег и лежащий в основе концепции управления на основании рыночной стоимости (Value-Based Management — VBM). Эта концепция появилась в рамках американского финансового менеджмента, ориентированного в первую очередь на прирост рыночной стоимости организации. В настоящее время она внедрена значительным количеством компаний как в США, так и в других развитых странах и распространяется в развивающихся [17, 22]. Методологически VBM является результатом объединения бухгалтерской модели управления с внешними и внутренними факторами, оказывающими влияние на деятельность фирмы.

Основная задача концепции управления стоимостью — долгосрочный рост инвестиционной стоимости капитала владельцев компании. Организации, успешно управляющие своей стоимостью, являются привлекательными объектами для вложения средств внешних инвесторов.

Однако в процессе стоимостного анализа и управления нельзя ограничиваться рассмотрением интересов только собственников бизнеса, поскольку каждая компания имеет целый ряд заинтересованных сторон (стейкхолдеров), благосостояние которых необходимо максимизировать, для того чтобы обеспечить конкурентоспособность [14]. Заинтересованной стороной компании можно считать любую группу лиц, способную влиять на показатели ее деятельности или оказывать под их влиянием [17].

Помимо того что теория стейкхолдеров определяет использование добавленной стоимости как индикатора созданных компанией выгод, существует тесная связь заинтересованных лиц и интеллектуального капитала (ИК) компании, что подчеркивает в своей статье Т. Теплова [8]. Согласно этой работе, в 1987 г. А. Шапиро и Б. Корнелл предложили выделять прямые и подразумеваемые обязательства компании в отношении со стейкхолдерами. Прямые обязательства письменно зафиксированы в контрактах и порождают прогнозируемые компанией притоки и оттоки денежных средств. В отличие от них подразумеваемые обязательства не оформляются письменно. Они часто существуют в виде определенных ожиданий со стороны работников компании, клиентов, общества и связаны с наличием у компании интеллектуального капитала.

Таким образом, при успешном выполнении задач согласно концепции VBM компания, с одной стороны, увеличивает свою привлекательность для инвесторов, а с другой, управляет интеллектуальным капиталом [7, 9]. Таким образом, для анализа инвестиционной привлекательности компаний и портфельного построения необходим метод выявления результативности использования ИК компании. При этом возникает ряд требующих решения вопросов, рассмотренных в настоящей статье. Во-первых, необходимо понять, какие компоненты интеллектуального капитала важны для долгосрочного роста стоимости компании. Во-вторых, следует найти метод, с помощью которого внешние инвесторы смогут

определить результативность использования интеллектуального капитала компании и сформировать портфель ценных бумаг с учетом всех типов ресурсов, а не только материальных. Проблемы формирования такого портфеля являются еще одним вопросом, рассматриваемым в статье.

## ОПРЕДЕЛЕНИЕ И СТРУКТУРА ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА

В эпоху глобализации и новой экономики роль материальных активов отступает на второй план, поскольку они не всегда способны улучшить финансовые результаты, при этом возрастает интерес к нефинансовым активам, что наблюдается как в крупных международных компаниях, так и в малых фирмах закрытого типа. Объяснением является то, что небольшие фирмы по сравнению с компаниями более крупного размера чаще предоставляют услуги, следовательно, сильнее зависят от нефинансовых активов. Успешные же компании ориентированы на создание и развитие знаний, компетенций, умений и навыков, т.е. на развитие интеллектуального капитала, который меняет сам процесс создания стоимости [8]. Как результат растущего осознания компаниями важности инвестирования в ИК с точки зрения создания стоимости затраты на интеллектуальный капитал с каждым годом возрастают, в отдельных странах превышая сумму вложений в физический и финансовый капитал [24, 32]. Некоторые исследователи, такие как Стюарт [29] и Зихал [33], связывают подобные изменения в структуре инвестиций с переходом к экономике, основанной на знаниях. Другие, такие как Эдвинссон [15], Свейби [30] и Линн [22], уточняют, что рост значимости интеллектуального капитала неразрывно связан с его влиянием на создание стоимости в рамках новой экономики.

В 1991 г. Стюарт определил интеллектуальный капитал как сумму всего того, что знает каждый работник компании и что дает компании

конкурентное преимущество на рынке [29]. Первый отчет, посвященный интеллектуальному капиталу, был опубликован фирмой Scandia и определял интеллектуальный капитал как обладание знаниями, прикладными навыками, организационными технологиями, клиентской базой и профессиональными навыками [13]. Позднее это определение легло в основу деления структуры ИК компании на человеческий, отношенческий и внутренний структурный капитал, что будет описано ниже. В том же 1993 г. Организация экономического сотрудничества и развития (OECD) определила интеллектуальный капитал как экономическую стоимость двух групп нематериальных активов компании, включающих в себя организационный и человеческий капитал, состоящий из персонала рассматриваемой организации, клиентов и поставщиков компании [25]. Чуть позднее Руус рассматривал ИК как совокупность знаний всех членов организации, а также их практическое применение [26].

В конце 1990-х гг. произошла интеграция теории интеллектуального капитала и стоимостной концепции управления, что отразилось в понимании исследователями сущности интеллектуального капитала. Так, Стюарт уточнил свою первоначальную дефиницию и определил ИК как интеллектуальный материал, включающий в себя знания, опыт, информацию и интеллектуальную собственность, участвующий в создании ценностей [29]. Однако в рамках данного определения игнорируется та часть знаний, умений и навыков, которая не приводит к созданию стоимости или разрушает ее. В работе Эдвинссона и Малоне интеллектуальным капиталом признаются знания, которые могут быть конвертированы в стоимость [16], при этом не указан вид стоимости, в который трансформируются знания. Попытка уточнения предложенного термина была представлена Зихалом и Малулом [32], в работе которых интеллектуальный капитал — это сумма всех знаний, которые могут быть использованы компанией в процессе создания добавленной стоимости.

Следует отметить: несмотря на то что ряд исследований вкладывает различный смысл в понятия «интеллектуальный капитал», «неосязаемые активы» и «знаниевые активы», мы рассматриваем их как равнозначные в соответствии с работами Стюарта [29], Лева [21], Андриссена [11] и др. Кроме того, существует ряд исследователей, определяющих интеллектуальный капитал с точки зрения его составляющих компонентов. Так, Стюарт [29], Эдвинссон и Малоне [16] пришли к сходной классификации интеллектуального капитала, согласно которой он включает человеческий и структурный капитал. Человеческий капитал определяется как знания, квалификация, навыки и умения работников компании, при этом он не является ее собственностью. Структурный капитал, напротив, принадлежит компании и включает в себя информационные технологии, ноу-хау, отношения с клиентами, R&D-разработки, патенты, лицензии, базы данных. Кроме того, многими исследователями также выделяется отношенческий капитал, представляющий собой взаимоотношения с покупателями, поставщиками, государством и т.п. [23, 30–32].

Таким образом, интеллектуальный капитал — это сложная многомерная субстанция, измерение которой затруднительно. Кроме того, гетерогенность его структуры обуславливает различия во влиянии компонентов ИК на создание стоимости. Рассмотрим это подробнее.

## КЛЮЧЕВОЙ ТИП ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫХ РЕСУРСОВ

Несмотря на то что значимость интеллектуального капитала не подвергается сомнению в академической среде, многие исследователи отмечают, что компоненты ИК имеют разное значение для реализации стратегии компании и роста ее стоимости [12, 15, 30]. Возникает задача вычленения наиболее важного со стратегической точки зрения компонента ИК, который способен

обеспечить сбалансированный качественный рост компании в долгосрочном периоде [4, 6].

Традиционные показатели эффективности использования интеллектуального капитала анализируют стоимость, созданную всеми ресурсами, принадлежащими компании. При этом высокая стоимость может в большей степени объясняться использованием ресурсов, не являющихся стратегически важными для фирмы, однако только ключевой тип ресурсов компании способен обеспечить ее рост в долгосрочном периоде. К примеру, закупка нового программного обеспечения способна увеличить стоимость консалтинговой компании в краткосрочном периоде, однако неэффективное использование основного для подобного типа компаний ресурса, а именно человеческого капитала, в конечном счете разрушит созданную стоимость.

Ключевой тип ресурсов компании, который способен обеспечить ее качественный рост в долгосрочном периоде, интерпретируется в настоящей работе как жесткое ядро компании, или интеллектуальное ядро, которое необходимо для успешного функционирования и не может быть отделено от компании или заменено какими-либо другими компонентами ИК. Из этого следует, что долгосрочный инвестор заинтересован в декомпозиции создаваемой компанией стоимости. Кроме того, применение метода, измеряющего стоимость, созданную отдельными видами ресурсов, позволяет сузить анализ до рассмотрения результативности использования одного из них, наиболее важного с точки зрения реализации стратегии компании.

Таким образом, ключевым положением статьи является необходимость декомпозиции создаваемой компанией стоимости для оценки результатов использования интеллектуального ядра и анализа этого ядра при оценке сравнительной инвестиционной привлекательности компании. Рассмотрим, существуют ли в академической литературе методы, позволяющие оценить стоимость, созданную компонентами ИК, в частности интеллектуальным ядром.

## **МЕТОД ИЗМЕРЕНИЯ СТОИМОСТИ, СОЗДАННОЙ КОМПОНЕНТАМИ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА: REAL ASSETS VALUE ENHANCER (RAVE)**

Метод RAVE (дословно «усилитель стоимости материальных активов») был предложен в 2002 г. консультантами немецкого офиса Boston Consulting Group Р. Страком и У. Виллисом [28]. К моменту его разработки существовало два конкурирующих метода, позволяющих управлять стоимостью компании: экономическая добавленная стоимость (EVA) Стерна и Стюарта [27] и сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard — BSC) Нортон и Каплана [5]. Однако EVA не позволяет определить стоимость, созданную отдельными компонентами ИК. BSC решает эту проблему за счет рассмотрения не только финансовой перспективы, но и нефинансовых, таких как клиенты, бизнес-процессы и сотрудники, однако не предоставляет единой шкалы измерения показателей.

Главным отличием RAVE от предшествующих методов управления стоимостью является денежная оценка стоимости, созданной не только инвестированным капиталом, но и капиталом ключевых заинтересованных сторон компании — ее сотрудников, клиентов и отношений с поставщиками. Каждый из них приносит какую-то ценность фирме, которую авторы по аналогии с концепцией EVA предложили называть экономической добавленной стоимостью и рассчитывать, используя ее принципы. Концепция управляет инвестированным капиталом с помощью подхода, названного Economics («Экономика»), человеческим — с помощью подхода, названного Workonomics (в дословном переводе «Трудономика»), отношениями с клиентами — с помощью подхода Custonomics (дословно «Клиентономика») и отношениями с поставщиками — с помощью подхода Supplynomics («Поставщикономика»).

В рамках каждого подхода метода RAVE изначально оценивается добавленная стоимость, созданная одной из заинтересованных сторон

компании. Она рассчитывается как разность между выручкой компании и издержками привлечения трех других видов капитала. Затем из полученной добавленной стоимости вычитаются издержки привлечения рассматриваемого вида капитала для расчета результирующего показателя каждого подхода, называемого авторами метода экономической добавленной стоимостью.

Как неоднократно подчеркивалось выше, одним из достоинств концепции RAVE является то, что она состоит из количественных показателей. Концепция может быть использована для анализа целых компаний или отдельных подразделений (дочерних компаний, продуктовых сегментов, потребительских сегментов и т.д.). Примененный *ex post*, данный подход позволяет оценить успешность бизнеса, рассчитанный *ex ante*, он может быть использован для принятия решений о распределении ресурсов [3].

Одним из ключевых недостатков метода является то, что, несмотря на утверждение Страка и Виллиса об использовании основ концепции экономической добавленной стоимости при разработке показателей RAVE, можно заметить: EVA аспектов *Workonomics*, *Custonomics* и *Supplynomics* не учитывает косвенных издержек привлечения капитала. Результирующий показатель аспектов *Workonomics*, *Custonomics* и *Supplynomics* представляет собой некий оставшийся после вычитания из выручки операционных издержек и прямых затрат на привлечение капитала доход. Следовательно, если предложить способ расчета показателей экономической добавленной стоимости, созданной работниками, покупателями и отношениями с поставщиками компании, то теоретически такие показатели должны лучше отражать эффективность использования интеллектуального капитала перечисленных групп стейкхолдеров.

В целом можно сделать вывод о том, что RAVE представляет собой гибкий инструмент, поскольку может использоваться как для построения

системы управления стоимостью, так и для анализа результативности отдельных покупателей, сотрудников и поставщиков. Однако, несмотря на его ценность для решения ряда стратегических задач, RAVE является консалтинговым методом, недоступным внешним инвесторам. В частности, ограничениями для анализа эффективности использования интеллектуального капитала являются следующие нерешенные вопросы:

- игнорирование косвенных издержек привлечения капитала при определении экономической добавленной стоимости аспектов *Workonomics*, *Custonomics* и *Supplynomics*;

- необходимость использования данных первичной бухгалтерской отчетности.

Подводя итоги, отметим, что далее будет предложен метод количественной оценки влияния ИК на результаты деятельности компании с использованием базовых принципов RAVE, разработанных Р. Страком и У. Виллисом. Предложенный метод расчета будет заимствовать идею измерения экономической добавленной стоимости покупателей, сотрудников и отношений с поставщиками, однако, в отличие от показателя Страка и Виллиса, учитывать косвенные издержки и требовать для расчетов лишь данные общедоступной отчетности<sup>1</sup>.

## **МЕТОД ИЗМЕРЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ, СОЗДАННОЙ КОМПОНЕНТАМИ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА: ECONOMIC REAL ASSETS VALUE ENHANCER (ECRAVE)**

Поскольку анализ метода RAVE показал его непригодность для использования внешними инвесторами с целью определения привлекательных для вложения компаний, автором настоящей статьи был предложен метод, заимствующий идею метода RAVE о необходимости измерения стоимости, созданной сотрудниками компании, отношениями

<sup>1</sup> Данными общедоступной отчетности считаются показатели, которые могут быть определены внешними инвесторами, т.е. не требующими раскрытия информации первичного бухгалтерского или управленческого учета. — *Прим. авт.*

с ее покупателями и поставщиками, однако базирующийся на иных предпосылках.

Предлагаемый способ расчета показателя EsRAVE основан на предположении ряда исследователей о том, что экономическая прибыль создается компанией при превышении ее рентабельностью среднеотраслевого уровня. Допущение о том, что внутриотраслевые различия в доходности компаний объясняются исключительно уникальными неосязаемыми активами каждой из них, использовалось как в исследованиях зарубежных рынков капитала, например в работах Эйбоди и Баруха, Фримана и Соит, Грилишеса, Холла [10, 18, 19, 20], так и российского [1]. Таким образом, когда компания работает лучше, чем отрасль в целом, ее капитал задействован эффективно, а инвестирование в нее является целесообразным. При этом неявно учитываются как прямые, так и косвенные издержки привлечения капитала. Аналогичная предпосылка может быть распространена и на создание стоимости компонентами интеллектуального капитала сотрудников, отношений с поставщиками и клиентами. Рассмотрим каждый подход, предложенный в рамках метода RAVE, подробнее.

### Подход Customomics

В основе предлагаемого подхода лежит идея о том, что отношения с покупателями приносят компании экономическую прибыль, если компания продает им свою продукцию в большем объеме, нежели отрасль в среднем, либо по более высокой цене. При этом нужно провести следующие корректировки показателя:

- на издержки привлечения клиентов: высокая цена или объем реализации могут объясняться высокими издержками на привлечение клиентов (торговыми, маркетинговыми и т.д.), следовательно, для того чтобы сравнить результаты деятельности компании со среднеотраслевыми, необходимо скорректировать выручку;

- на размер компании: чтобы нивелировать его влияние на показатели, необходимо сравнивать

не абсолютные результаты деятельности компании и отрасли, а относительные, т.е. рассчитанные на единицу инвестированного капитала.

Таким образом, формула для расчета экономической добавленной стоимости, созданной в отношениях с покупателями компании, выглядит следующим образом:

$$EVA_c = (TR - ComExp) - TR_{ind.adj} = \\ = \left( \frac{TR - ComExp}{IC} - \frac{TR_{ind} - ComExp_{ind}}{IC_{ind}} \right) \times IC,$$

где  $EVA_c$  — экономическая добавленная стоимость, созданная отношениями с покупателями компании;

$TR$  — выручка компании;

$TR_{ind}$  — среднеотраслевая выручка;

$TR_{ind.adj}$  — среднеотраслевая выручка, скорректированная на издержки привлечения клиентов и размер компании;

$ComExp$  — коммерческие затраты компании (в качестве их прокси допустимо использовать торговые или маркетинговые издержки);

$ComExp_{ind}$  — среднеотраслевые коммерческие (торговые, маркетинговые) затраты;

$IC$  — инвестированный капитал компании, определяемый как сумма процентных обязательств и собственного капитала;

$IC_{ind}$  — среднеотраслевой инвестированный капитал.

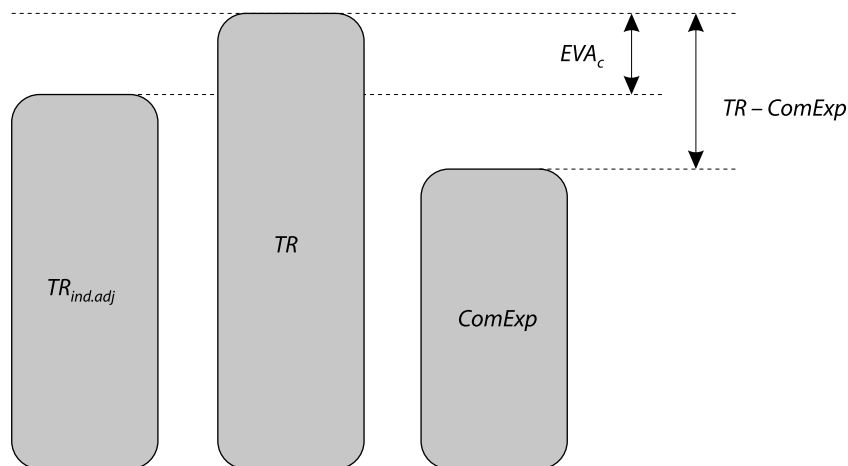
На рис. 1 иллюстрируется принцип расчета показателя  $EVA_c$ .

Отношения с клиентами приносят компании положительную экономическую прибыль, если она зарабатывает на единицу инвестированного капитала больше выручки, скорректированной на издержки привлечения покупателей, нежели компания отрасли в среднем.

### Подход Workonomics

Ряд исследований интеллектуального капитала рассматривают человеческий капитал как ключевой ресурс. Соответственно, вся добавленная стоимость компании создается при участии ее работников. Этот вывод был положен в основу

Рис. 1. Экономическая добавленная стоимость подхода Customomics



подхода Workonomics. При этом также необходимо учесть косвенные издержки привлечения капитала и скорректировать показатель на размер компании, выражаемый количеством сотрудников. В отличие от подхода Customomics, в данном случае используется иной показатель нормирования, поскольку добавленная стоимость на одного сотрудника рассматривается в научной среде как результат использования интеллектуального капитала [24]. Это позволит провести анализ не только результирующего показателя подхода, но и промежуточных показателей. Компания генерирует положительную экономическую прибыль, если добавленная стоимость, приносимая одним ее работником, превышает соответствующий среднеотраслевой показатель.

Формула расчета экономической прибыли, созданной сотрудниками компании, выглядит следующим образом:

$$EVA_w = VA - VA_{ind.adj} = \left( \frac{VA}{P} - \frac{VA_{ind}}{P_{ind}} \right) \times P,$$

где  $EVA_w$  — экономическая прибыль, созданная сотрудниками компании;

$VA$  — добавленная стоимость компании, которая может быть определена как разность между ее выручкой и материальными издержками ( $VA = TR - Costs$ );

$VA_{ind}$  — среднеотраслевая добавленная стоимость ( $VA_{ind} = TR_{ind} - Costs_{ind}$ );

$VA_{ind.adj}$  — среднеотраслевая добавленная стоимость, скорректированная на размер компании;

$P$  — количество сотрудников компании;

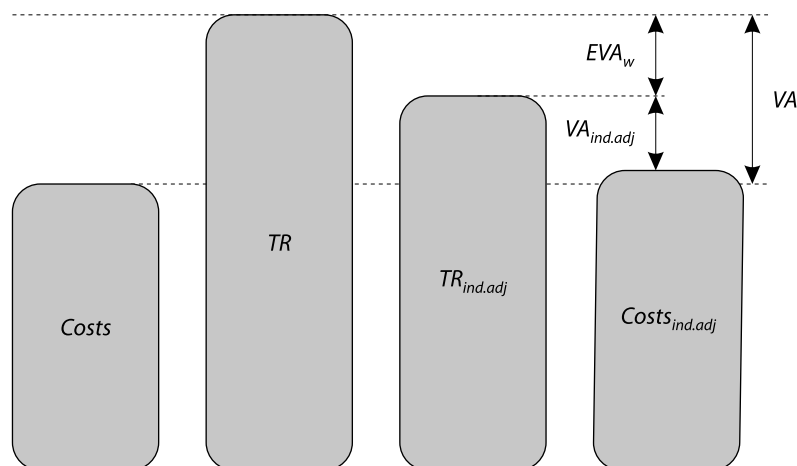
$P_{ind}$  — среднеотраслевое количество сотрудников.

Рис. 2 представляет принцип расчета показателя  $EVA_w$ , причем  $Costs_{ind.adj}$  — скорректированные среднеотраслевые материальные издержки, которые могут быть найдены по формуле:

$$Costs_{ind.adj} = \frac{Costs_{ind}}{P_{ind}} \times P.$$

### Подход Supplynomics

В рамках данного подхода измеряется экономическая добавленная стоимость, созданная за счет интеллектуального капитала отношений с поставщиками ( $EVA_s$ ). Примером такого капитала

**Рис. 2.** Экономическая добавленная стоимость подхода Workonomics

может являться наличие устойчивых деловых связей с поставщиками и, как следствие, предложение поставщиками скидок. Эти скидки отражены в показателе «материальные затраты». Таким образом, высокий интеллектуальный капитал отношений с поставщиками позволяет компании работать с более низкими, чем в среднем по отрасли, материальными затратами (при прочих равных).

Однако учета только материальных затрат для определения размера интеллектуального капитала, созданного отношениями с поставщиками, недостаточно.

1. Размер материальных затрат тесно связан с объемом выпуска. Компании, реализующие много продукции, имеют высокие материальные затраты, поэтому, прежде чем сравнивать компанию с отраслью, необходимо скорректировать материальные затраты на выручку компании.

2. Материальные затраты связаны с эффективностью работы оборудования. Экономия материальных затрат может достигаться за счет более эффективного его использования. Это влияние необходимо устранить, для того чтобы рассчитать,

какую стоимость приносят компании отношения с ее поставщиками.

Существует показатель, который позволяет учесть эффективность использования оборудования компании. Он называется фондоотдачей и рассчитывается как отношение выручки к среднегодовой стоимости оборудования (либо размеру инвестированного капитала). Таким образом, корректировка материальных затрат на фондоотдачу решает проблему, указанную во втором пункте.

В соответствии с вышесказанным предлагается следующая формула:

$$EVA_s = \left( \frac{Costs_{ind}}{TR_{ind}} \times \frac{1}{\Phi_{ind}} - \frac{Costs}{TR} \times \frac{1}{\Phi} \right) \times TR,$$

где  $Costs_{ind}$  — среднеотраслевые материальные издержки;

$Costs$  — материальные издержки компании;

$TR_{ind}$  — среднеотраслевая выручка;

$TR$  — выручка компании;

$IC$  — инвестированный капитал компании;

$IC_{ind}$  — среднеотраслевой инвестированный капитал;

$\Phi$  — фондоотдача компании;

$\Phi_{ind}$  — среднеотраслевая фондоотдача.



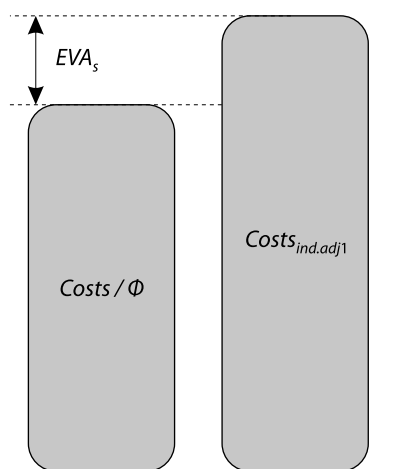
Разберем подробно, что обозначают компоненты предложенной формулы. Изначально рассчитываются материальные затраты на единицу выручки ( $Costs / TR$ ), тем самым элиминируется размер компании. Затем проводится корректировка на фондоотдачу, т.е. на эффективность работы оборудования компании. Полученный показатель ( $Costs / TR \times 1 / \Phi$ ) представляет собой материальные затраты на единицу полученной выручки, скорректированные на эффективность использования оборудования. Аналогичным образом рассчитывается среднеотраслевой показатель. Поскольку оба показателя рассчитаны на единицу выручки, можно вычесть один коэффициент из другого без каких-либо дополнительных корректировок. В результате вычитания из среднеотраслевого показателя коэффициента компании получаем стоимость, которую приносят компании отношения с ее поставщиками без учета внешних эффектов и на единицу выручки. Затем для получения показателя, выраженного в денежных единицах, необходимо вновь умножить полученное число на выручку компании. Умножение на показатель фондоотдачи не производится,

поскольку эффективность использования основных средств компании должна быть исключена из итогового показателя стоимости, созданной в отношениях с поставщиками.

Рис. 3 представляет принцип расчета показателя  $EVA_s$ , где  $Costs_{ind.adj1} = \frac{Costs_{ind}}{TR_{ind}} \times \frac{TR}{\Phi_{ind}}$ .

Подводя итог, отметим, что цель модификации метода RAVE достигнута: предложенные показатели учитывают как прямые, так и косвенные затраты на привлечение каждого вида капитала и могут быть рассчитаны с использованием данных из открытых источников, что делает метод EcRAVE доступным для внешних инвесторов. В зависимости от того, какой вид интеллектуальных ресурсов является для компании ядром ИК (сотрудники, отношения с покупателями или поставщиками), можно выбрать соответствующий показатель метода EcRAVE. Ядро ИК определяется, согласно предложению Страка и Виллиса [28], по структуре издержек компании: им является неосязаемый ресурс, занимающий наибольшую долю издержек. Таким образом, возникает возможность ранжировать компании по размеру экономической

Рис. 3. Экономическая добавленная стоимость подхода Supplynomics



прибыли, созданной работниками и в отношениях с поставщиками и покупателями, поскольку показатели выражены в денежных единицах.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В условиях постиндустриальной экономики на первый план выходят неосязаемые активы компаний, а следовательно, выбор объектов инвестирования не может основываться на рассмотрении только традиционных типов активов. Однако не все компоненты интеллектуального капитала компании играют одинаковую роль в создании стоимости. Это позволяет сузить анализ до рассмотрения результативности использования одного из них, наиболее важного с точки зрения реализации стратегии компании. Такой ключевой для долгосрочного роста компании ресурс может быть интерпретирован как жесткое ядро, которое необходимо для успешного функционирования компании и не может быть отделено от нее или заменено какими-либо другими компонентами ИК. В статье такой ресурс получил название интеллектуального ядра. Выделение таких типов ресурсов может использоваться не только менеджментом компаний для анализа эффективности инвестиций, но и внешними инвесторами для определения отраслей и компаний с наибольшим потенциалом роста стоимости.

Проведенный анализ выявил необходимость совершенствования метода измерения экономической добавленной стоимости, созданной компонентами ИК. В связи с этим в статье был предложен способ расчета, названный EcRAVE. Он был обоснован экономически с использованием положений теории экономического дохода А. Маршалла.

В дальнейшем в результате ранжирования компаний по экономической добавленной стоимости, созданной сотрудниками компании, а также отношениями с ее поставщиками и покупателями, внешние инвесторы могут сформировать портфель ценных бумаг на базе ИК. Таким образом, потенциальными направлениями будущих исследований являются:

- разработка метода ранжирования компаний на базе показателя EcRAVE: такой метод может рассматривать не только абсолютное значение показателя, как предлагается в настоящей статье, но и темп его роста относительно отраслевых показателей, а также наличие положительного спреда доходности, динамику показателя EcRAVE и т.п.;

- апробация метода EcRAVE для формирования портфеля ценных бумаг внешними инвесторами: применение метода должно производиться на развитом рынке капитала; анализ динамики доходности, а также доходности, взвешенной на риск, позволит разработать рекомендации для внешних инвесторов, осуществляющих инвестирование на базе ключевого компонента ИК;

- разработка метода, позволяющего измерить экономическую добавленную стоимость, созданную иными компонентами ИК, к примеру, таким стейкхолдером, как государство.

Подводя итог, отметим, что, несмотря на необходимость проведения дальнейших исследований в данной области, предложенный метод ранжирования компаний и сейчас может оказаться полезным не только внешним инвесторам, формирующим портфель ценных бумаг, но и менеджменту фирм для оценки положения компании по сравнению с отраслью и измерения эффективности использования неосязаемых ресурсов.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Гаранина Т.А. Роль нематериальных активов в создании ценности компании: теоретические и практические аспекты // Корпоративные финансы. — 2009. — №4. — С. 79–96.
2. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. — 2004. — №4. — С. 113–132.
3. Исакин М.А., Осколкова М.А., Шакина Е.А. Интегральный показатель экономической добавленной стоимости: проблема учета стоимости интеллектуального капитала компании // Корпоративные финансы. — 2010. — №4. — С. 84–99.
4. Исакин М.А., Шакина Е.А. Управление стоимостью компании на основе интегрального показателя экономической добавленной стоимости // Экономические науки. — 2009. — №60.
5. Хортон Д., Каплан Р. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. — М.: Олимп-Бизнес, 2010. — 320 с.
6. Теплова Т.В. Влияние интеллектуального капитала на политику компании // Проблемы теории и практики управления. — 2006. — №1. — С. 88–100.
7. Теплова Т.В. Инновационно-инвестиционная активность как рыночный сигнал // Актуальные проблемы современной науки. — Самара: Самарский институт управления, 2007.
8. Теплова Т.В. Интеграция интеллектуального и финансового капитала в управлении компанией // Управление корпоративными финансами. — 2005. — №6.
9. Теплова Т.В., Крылова М.С. Эмпирическое исследование факторов, определяющих инвестиционную активность российских компаний // Корпоративные финансы. — 2007. — №1.
10. Aboody D., Baruch L. (2001). *The Productivity of Chemical Research and Development. Working Paper*. New York University, Stern School of Business.
11. Andriessen D. (2004). «IC valuation and measurement: classifying the state of the art». *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5, No 2, pp. 23–42.
12. Bontis N. (2001). «Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital». *International Journal of Management Reviews*, Vol. 3, No. 1, pp. 41–60.
13. Clarke M., Seng D., Whiting R.H. (2011). «Intellectual capital and firm performance in Australia». *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 12, Iss. 4, pp. 505–530.
14. Cooper S. (2000). *Shareholder Wealth Maximisation: a Stakeholder Perspective*. London: Wiley.
15. Edvinsson L. (1997). «Developing intellectual capital at Scandia». *Long Range Planning*, 2012, Vol. 30, No. 3.
16. Edvinsson L., Malone M. (1997). *Intellectual Capital: Realising Your Company's True Value by Finding its Hidden Brainpower*. Harper Collins, New York, NY.
17. Freeman R.E., Reed D.L. (1983). «Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance». *California Management Review*, Vol. 25.
18. Freeman Ch., Soete L. (1997). *The Economics of Industrial Innovation*. 3 ed. MIT Press.
19. Griliches Z. (1995). «R&D and productivity: econometric results and measurement issues». In: *Handbook of the Economics of Innovation and Technological Change*. UK: Blackwell.
20. Hall B. (1993). «Industrial research during the 1980s: did the rate of return fall?» *Microeconomics*, Vol. 3.
21. Lev B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Washington D.C.
22. Lynn B. (1998). «Intellectual capital». *A Magazine*, Vol. 72, No. 1, pp. 10–15.
23. Mouritsen J. (1998). «Driving growth: economic value added versus intellectual capital». *Management Accounting Research*, Vol. 9, pp. 461–482.
24. OECD (2007). «Policy brief: creating value from intellectual assets». *OECD Observer*. Paris.
25. Roodposhti F., Amirhosseini Z., Rajaei E. (2011). «The effect of any relation between intellectual capital based on financial patterns and economic value added for measuring business of accepted companies in Iranian Stock Exchange Organization». *African Journal of Business Management*, Vol. 5, No. 27, pp. 11022–11033.
26. Roos G., Roos J. (1997). «Measuring your company's intellectual performance». *Journal of Long Range Planning*, Vol. 30, No. 3.
27. Stern J., Stewart B., Don C. (1995). «The EVA financial management system». *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8, No. 2.
28. Strack R., Villis U. (2002). «RAVE: integrated value management for customer, human, supplier and invested capital». *European Management Journal*, Vol. 20, No. 2, pp. 147–158.
29. Stewart T.A. (1991). «Brainpower». *Fortune*, Vol. 123, No. 11, pp. 44–51.
30. Sveiby K.E. (1998). «Intellectual capital: thinking ahead». *Australian CPA*, Vol. 68, No. 5, pp. 18–22.
31. Youndt M.A., Subramaniam M., Snell S.A. (2004). «Intellectual capital profiles: an examination of investments and returns». *Journal of Management Studies*, Vol. 41, No. 2, pp. 335–361.
32. Zeghal D., Maaloul A. (2010). «Analysing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance». *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 11, No. 1, pp. 39–60.
33. Zeghal D. (2000). «New assets for the new economy». *FMI Journal*, Vol. 11, No. 2.

