

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Т. А. Гаранина

НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ И ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫЙ КАПИТАЛ: РОЛЬ В СОЗДАНИИ ЦЕННОСТИ КОМПАНИИ

Статья посвящена вопросам, связанным с определением, составом и оценкой интеллектуального капитала (ИК) и трех его составляющих — человеческого, отношенческого и структурного, — оцененных с помощью метода индикаторов. В работе представлен балансовый подход к соотношению понятий «нематериальные активы» и «интеллектуальный капитал». Тестируется модель, которая позволяет определить влияние материальных и нематериальных активов (в составе которых выделены три основные составляющие) на рыночную стоимость акций российских компаний. Эконометрический анализ разработанной модели проводится на данных российского рынка на временном промежутке с 2001 по 2006 г. Автор исследует как всю выборку в целом (43 компании), так и четыре отдельные отрасли: добывающую промышленность, энергетику, связь, металлургию. Определяются основные направления дальнейших исследований в данной области.

Ключевые слова: нематериальные активы, интеллектуальный капитал, фундаментальная оценка, ресурсная концепция.

ВВЕДЕНИЕ

Исследователи называют экономику XXI в. экономикой знаний, в которой ценность создается не столько физическими и финансовыми ресурсами, сколько интеллектуальными возможностями и нематериальными активами (НМА) [Hamel, Prahalad, 1996; Stewart, 1997].

На сегодняшний день уже многие организации осознали, что интеллектуальный капитал (ИК) является самым ценным активом компании и именно ему стоит уделять гораздо больше внимания, нежели материальным активам [Brooking, 1996; Sveiby, 1997; Petty, Guthrie, 2000]. Однако сами по себе нематериальные активы не создают конкурентно-

го преимущества, так как каждая фирма обладает тем или иным ценным нематериальным ресурсом [Stewart, 1997]. Получить конкурентное преимущество можно лишь благодаря использованию интеллектуального капитала и управлению им с целью максимизации ценности компании. Все больше фирм, действуя в экономике знаний, стараются основывать свою деятельность на инновациях. В условиях сложной и постоянно меняющейся среды максимум внимания придается интеллектуальному капиталу и его роли в создании устойчивых конкурентных преимуществ, а одним из основных вопросов и на сегодняшний день остается идентификация составляющих интеллектуального капитала, а также умение их оценивать.

Работа является продолжением исследований автора по вопросу оценки нематериальных активов компании. При этом в [Волков, Гаранина, 2007] в качестве направления исследования был поставлен вопрос о разделении фундаментальной ценности нематериальных активов на три составляющие (человеческую, отношенческую и организационную). В статье [Гаранина, 2008] в фундаментальной ценности НМА российских компаний выделено три составляющие, к оценке которых применен метод индикаторов. В данной работе представлены модифицированные индикаторы оценивания, позволяющие более точно определить влияние трех составляющих ИК на ценность компании. Следует также отметить, что исследование продолжается в направлении изучения соотношения понятий «нематериальные активы» и «интеллектуальный капитал».

**БАЛАНСОВЫЙ ПОДХОД К ОПРЕДЕЛЕНИЮ
ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА:
НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ И НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА**

Нематериальные активы изучаются исследователями с различных точек зрения, тем не менее по одному из направлений — так называемому балансированию (balancing) интеллектуального капитала — до сих пор представлено лишь очень ограниченное количество работ [Caddy, 2000; Harvey, Lusch, 1999]. Как известно, любому активу, который находится в левой части баланса, соответствует позиция из правой части баланса, т. е. из раздела «Пассивы». В силу того что нематериальные активы относятся к «Активам» компании, им должна соответствовать запись в разделах «Обязательства» или «Капитал» баланса. Поэтому в ряде исследований появилось понятие «нематериальные обязательства» (intangible liabilities), которые являются позицией пассивов баланса.

Прежде чем говорить о классификации нематериальных обязательств, необходимо остановиться на том, что такое пассивы в целом. Пассивы — это будущее уменьшение экономических выгод организации как результат

прошлых операций. Однако следует сделать оговорку. Определение пассивов подразумевает, что организация предоставляет ресурсы либо оказывает услуги сторонней организации, и именно в результате этих операций возникают обязательства. Когда же речь идет о нематериальных обязательствах, этот подход не всегда работает. Например, если рыночная ценность компании превосходит ее балансовую стоимость, то говорят о появлении нематериальных активов. В обратном случае можно вести речь о появлении нематериальных обязательств, которые при этом возникли, однако не в результате участия сторонней организации. Можно привести следующие примеры нематериальных обязательств:

- ♦ компания производит товары либо предоставляет услуги, которые могут нанести вред покупателям или потребителям;
- ♦ процесс производства опасен для здоровья или может нанести вред жизни работников;
- ♦ члены совета директоров не выполняют свои обязательства и стратегически неправильно распределяют ресурсы компании, в результате чего она упускает лидирующие позиции;
- ♦ менеджеры заведомо манипулируют рыночной ценой акций компании;
- ♦ директор по персоналу использует принцип расовой дискриминации при приеме новых сотрудников на работу (о чем затем становится известно стейкхолдерам) [Harvey, Lusch, 1999].

Зачастую компании, у которых имеются нематериальные обязательства, не отражают их в своей финансовой отчетности [Harvey, Lusch, 1999]. Однако в противоположной ситуации это привело бы к значительному падению цен на акции или даже банкротству ряда компаний, входящих в Fortune 1000 [Harvey, Lusch, 1999]. Менеджеры должны знать о существующих нематериальных обязательствах, чтобы иметь возможность избежать их негативного влияния в будущем.

Продолжением работы [Harvey, Lusch, 1999] стало исследование [Caddy, 2000], автор которого приходит к следующему равенству:

$$\text{Нематериальные активы} = \text{Нематериальные обязательства} + \\ + \text{Интеллектуальный капитал.}$$

Таким образом, согласно подходу, представленному в [Caddy, 2000], нематериальные активы являются статьей из раздела «Активы» баланса, а интеллектуальный капитал — из раздела «Пассивы». В этом случае к стратегической задаче любой компании, заключающейся в управлении нематериальными активами, добавляется еще одна — минимизация нематериальных обязательств.

Продолжая рассматривать нематериальные активы и интеллектуальный капитал с балансовой точки зрения, авторскую позицию можно представить следующим образом. Ряд организаций проводит оценку принадлежащих им нематериальных активов и отражает их в балансовом отчете в составе нематериальных активов в разделе «Внеоборотные активы». При этом понятно, что не все нематериальные активы поддаются непосредственной оценке. Наиболее часто в состав отраженных в бухгалтерской отчетности НМА входят патенты, лицензии и деловая репутация, которыми обладает организация. В случае если в компании проводится оценка иных НМА и она не может быть отражена в балансе в разделе «Нематериальные активы» (в соответствии с бухгалтерскими стандартами), фундаментальная ценность активов организации увеличивается на размер оценки неидентифицированных НМА. Поскольку активы организации дооценены на определенную сумму, то и пассивы баланса должны увеличиться пропорционально. Представляется, что сумму дооценки стоит отнести к ИК в правой стороне баланса, который, в свою очередь, входит в состав нематериальной составляющей собственного капитала компании (рис. 1).

Фундаментальная оценка НМА	Неидентифицируемые НМА	Нематериальная составляющая собственного капитала (интеллектуальный капитал)	Фундаментальная оценка собственного капитала
	Прирост фундаментальной ценности над балансовой признаваемых в бухгалтерском учете НМА		
	Признаваемые в бухгалтерском учете НМА	Собственный капитал в балансовой оценке	
	Материальные и финансовые активы	Обязательства	

Рис. 1. Балансовый подход к понятиям «нематериальные активы» и «интеллектуальный капитал»

Данный аспект свидетельствует о том, что повышение ценности интеллектуального капитала приводит к увеличению собственного капитала компании, а значит, и к повышению ценности компании для акционеров. На наш взгляд, нематериальные обязательства, безусловно, могут возникать, но при эффективном управлении организацией они должны быть равны нулю.

Исходя из предложенного подхода, можно сделать вывод о том, что понятия «нематериальные активы» и «интеллектуальный капитал» характе-

ризуют одну и ту же величину, но с разных точек зрения: ИК — с позиции источника создания ценности, а НМА — с позиции размещения. В силу этого нематериальные активы и интеллектуальный капитал являются равновеликими и взаимозаменяемыми понятиями.

СОСТАВ И СТРУКТУРА ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА

Важным в анализе нематериальных активов является определение их состава и структуры. Как отмечалось, по данному вопросу в исследовательской среде нет единого мнения, хотя некоторый общий подход все же имеется.

Так, в [Sveiby, 1997, p. 10–11] определено, что нематериальные активы организации состоят из внутренней (патенты, лицензии, организационная структура и т. д.) и внешней (бренды, торговые марки, отношения с клиентами и т. д.) структур организации, а также навыков и умений ее сотрудников. В соответствии с [Petty, Guthrie, 2000, p. 158] нематериальные активы организации включают в себя организационный (каналы поставок и распределения продукции) и человеческий капитал (внутренний — сотрудники и внешний — поставщики и потребители). Такой же подход описан и в [Edvinsson, Malone, 1997; Roos et al., 1997]. В [Brooking, 1996, p. 12] выделяются такие составляющие нематериальных активов, как имеющиеся у организации человеческий и рыночный капитал, а также инфраструктура. В работе [Stewart, 1997] интеллектуальный капитал определяется как состоящий из человеческого, структурного и потребительского капитала. При этом Т. Стюарт заявляет о том, что любая организация обладает интеллектуальным материалом, однако необходимым является определение стратегически важного компонента ИК, концентрация внимания на котором позволит компании получить устойчивое конкурентное преимущество. В отличие от Л. Эдвинссона [Edvinsson, 2002], Т. Стюарт рассматривает потребительский и структурный капитал равноценно, не выделяя по важности ни один из них. При этом он включает организационный капитал в состав структурного.

В [Edvinsson, 1997] представлена более подробная структура интеллектуального капитала (рис. 2).

Согласно подходу Л. Эдвинссона, к человеческому капиталу относятся знания и навыки сотрудников, которыми достаточно сложно управлять и которые очень легко потерять (например, в случае ухода работника). В то же время к структурному капиталу, находящемуся под жестким контролем управляющих, относятся организационный капитал (структура, организационные системы, философия, благодаря которым генерируются знания) и потребительский капитал (отношения организации с ее клиентами). С точки зрения Л. Эдвинссона, необходимо трансформировать человеческий капитал в инновационный, который, в свою очередь, должен быть защищен

правами собственности. Таким образом, чем большим количеством зарегистрированных объектов интеллектуальной собственности обладает компания, тем больше возможность создания и поддержания ею устойчивых конкурентных преимуществ.

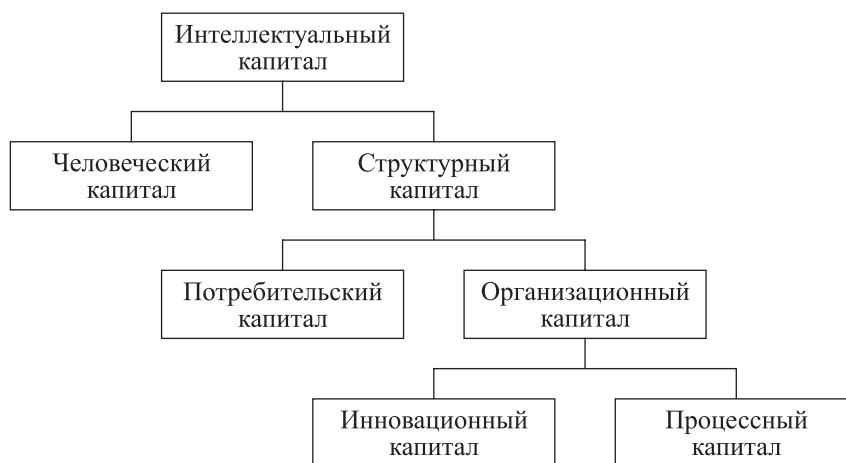


Рис. 2. Составляющие интеллектуального капитала

Источник: [Edvinsson, 1997, p. 368].

Исследованием нематериальных активов занимается незначительное количество российских авторов. Так, согласно Б. З. Мильнеру [Мильнер, 2003], в состав ИК входят следующие составляющие: рыночные активы, интеллектуальные активы, человеческие активы и инфраструктурные активы.

К рыночным активам относятся нематериальные активы, которые связаны с рыночными операциями. Это марочные названия товаров, приверженность покупателей торговой марке, каналы распределения, рыночные контракты и соглашения.

Интеллектуальные активы включают в себя интеллектуальную собственность, патенты, авторские права, ноу-хау и т. д. По мнению Б. З. Мильнера, именно данный вид активов является одним из самых важных конкурентных факторов.

В работе [Байбурина, Ивашковская, 2007] представлена собственная точка зрения на исследуемый вопрос. Авторы говорят о растущей роли качества отношений компании с ее контрагентами и основанных на этом факторе сетевых механизмов ведения бизнеса. Накопленные деловые связи, качество взаимоотношений сегодня рассматриваются как ключ к долгосрочной стабильности компании. Чтобы отразить роль этого фактора, в модели в составе ИК выделен сетевой капитал как самостоятельный

компонент, охватывающий накопленные взаимоотношения (с поставщиками, подрядчиками и т. д.). При этом накопленные взаимоотношения с клиентами компании образуют клиентский капитал. Поэтому компоненты первого уровня представлены в модели человеческим, организационным, клиентским и сетевым капиталом. При этом в составе каждого компонента выделены субкомпоненты второго уровня.

Таким образом, модель включает следующие компоненты первого уровня, влияющие на «стоимость компании» (рис. 3).



Рис. 3. Модифицированная модель структуры капитала

Источники: [Байбурина, Ивашковская, 2007, с. 55].

Обобщим результаты анализа работ, посвященных вопросам о составе и структуре интеллектуального капитала, в табл. 1.

Таблица 1

Систематизация подходов к структуре интеллектуального капитала за период с 1997 по 2007 г.

Автор	Состав
1	2
Один элемент ИК	
[Ahonen, 2000]	Человеческий капитал как основа НМА
Два элемента ИК	
[Bontis et al., 1999]	Человеческий и структурный капитал

Окончание табл. 1

1	2
[Edvinsson, Malone, 1997]	Человеческий и структурный капитал
[Petty, Guthrie, 2000]	Человеческий и организационный капитал
Три элемента ИК	
[Brennan, Connel, 2000]	Человеческий капитал, внутренняя и внешняя структура
[Brooking, 1996]	Человеческий, рыночный капитал, а также инфраструктура
[Günther, 2001]	Внутренняя и внешняя структура, компетенции сотрудников
[Lev, Feng, 2001]	Открытия, организационные практики, человеческие ресурсы
[Stewart, 1997]	Человеческий, клиентский и структурный капитал
[Sveiby, 1997]	Внутренняя и внешняя структура и компетенция персонала
[Youndt, Subramaniam, Snell, 2004]	Человеческий, социальный и организационный капитал
[Козырев, 2006]	Человеческий, организационный, клиентский капитал
Более трех элементов ИК	
[Gu, Lev, 2001]	Четыре драйвера НМА (НИОКР, реклама, информационные технологии, человеческие компетенции)
[Байбурина, Ивашковская, 2007]	Человеческий, организационный (включает в себя инновационный и процессный капитал), клиентский, сетевой капитал
[Мильнер, 2003]	Рыночные, интеллектуальные, человеческие и инфраструктурные активы

Как показывает проведенный анализ, большинство авторов выделяют три элемента интеллектуального капитала и лишь по-разному их называют: человеческий (компетенции сотрудников), отношенческий (внешний, клиентский, социальный, рыночный) и организационный (структурный, внутренний, инфраструктура). Те классификации, в которых представлено больше трех составляющих ИК, фактически лишь выделяют отдельные элементы в составе вышеперечисленных.

Наша точка зрения относительно структуры интеллектуального капитала представлена в [Волков, Гаранина, 2007, с. 87]. В работе отмечается,

что, несмотря на существование различных точек зрения по поводу состава интеллектуального капитала, большинство исследователей выделяют три основных элемента: человеческий, отношенческий и структурный (организационный) капиталы. И хотя в разных статьях эти элементы называются по-разному, в целом их состав по своей сути одинаков. Особенность нашей точки зрения заключается в том, что эти элементы рассматриваются с позиции создания ценности компании.

Так, в [Волков, Гаранина, 2007] человеческий капитал определяется не как совокупность интеллектуальных свойств работников, а как способность организации извлекать экономические выгоды из знаний, навыков и опыта работников, имманентно принадлежащих последним. Примерами таких интеллектуальных свойств работников могут быть: способность к инновациям, креативность, ноу-хау и опыт, способность работать в команде, мотивация, способность к обучению, образовательный и профессиональный уровень, лояльность.

Отношенческий капитал определяется не как ресурсы, а как способность организации извлекать экономические выгоды из ресурсов, связанных с внешними отношениями фирмы.

Структурный (организационный) капитал рассматривается не просто как знания, а как способность организации извлекать экономические выгоды из знаний, остающихся внутри фирмы. Структурный капитал, в свою очередь, может быть разделен на две подгруппы: объекты интеллектуальной собственности и инфраструктурные активы (корпоративная культура, управленческие процедуры и т. п.).

В целом роль интеллектуального капитала и его составляющих в создании ценности компании можно представить следующим образом (рис. 4).

В связи с тем что все чаще именно нематериальные активы становятся основным источником создания ценности компании, менеджерам, безусловно, важно рассматривать не только основные элементы, но и отдельные виды НМА. Так, по мнению автора, можно выделить девять факторов создания ценности (табл. 2).

Объективно важным является то, что нематериальные активы очень тесно взаимосвязаны с материальными активами (например, технологии и знания, реализованные в произведенном самолете), что свидетельствует об их близкой связи и в процессе создания ценности компании. Поэтому вопрос трансформации нематериальных активов в материальные ценности является очень актуальным для большинства компаний на сегодняшний день. Все вышесказанное еще раз подтверждает тот факт, что менеджерам необходимо более точно понимать, каким образом необходимо управлять активами, а в особенности НМА, для создания ценности компании и поддержания ее устойчивых конкурентных преимуществ.

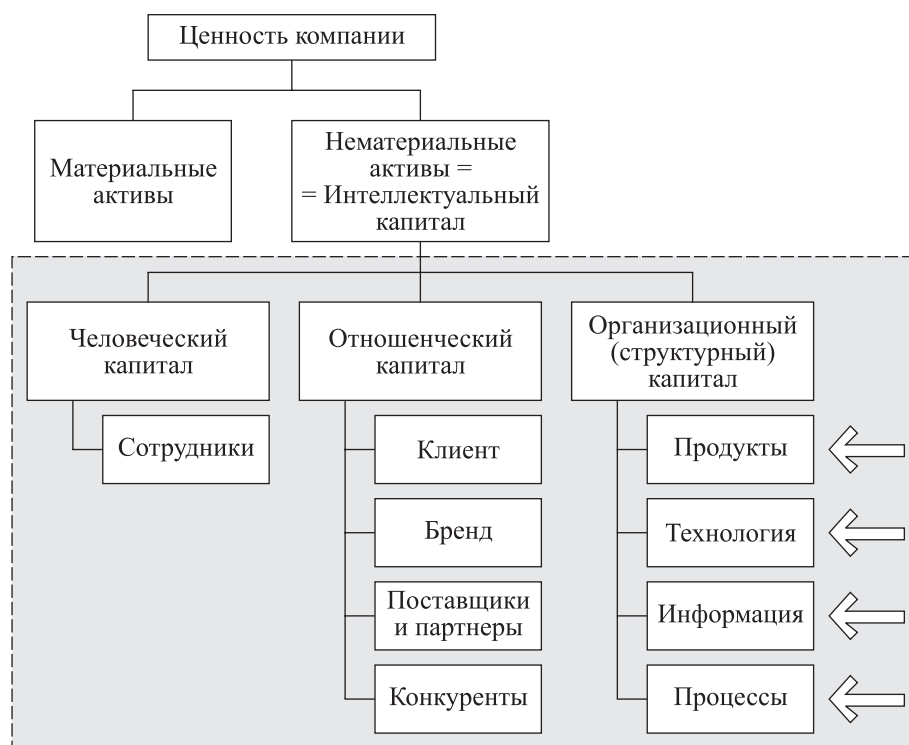


Рис. 4. Роль составляющих НМА в создании ценности компании

Таблица 2

Факторы создания ценности компании

Фактор	Определение
1	2
Сотрудники	Экономическая ценность, которую компания получает от работы своих сотрудников (их знаний и умений)
Продукты и услуги	Экономическая ценность, которую компания получает от продуктов и услуг, которые она предлагает рынку, понимая потребности и ожидания клиентов
Информация	Экономическая ценность, которую компания получает от умения аккумулировать информацию и использовать ее в нужном месте и в нужное время
Технология	Экономическая ценность, которую компания получает от используемой технологии, являющейся основой работы всей организации
Процессы	Экономическая ценность, которую компания получает от хорошей организации всех процессов, политик и процедур

Окончание табл. 2

1	2
Клиент	Экономическая ценность, которую компания получает благодаря лояльности потребителей своих товаров и услуг
Бренд	Экономическая ценность, которую компания получает от наличия известного и узнаваемого бренда
Конкуренты	Экономическая ценность, которую компания получает от своего положения на рынке
Поставщики и партнеры	Экономическая ценность, которую компания получает от установленных альянсов и ассоциаций с внешними организациями и от налаженных связей с поставщиками

Как видно из рис. 5, границы между составляющими интеллектуального капитала носят весьма условный характер. Все три составляющие должны взаимодействовать между собой, и лишь в этом случае, благодаря синергетическому эффекту, организация сможет обеспечить себе устойчивое конкурентное преимущество.

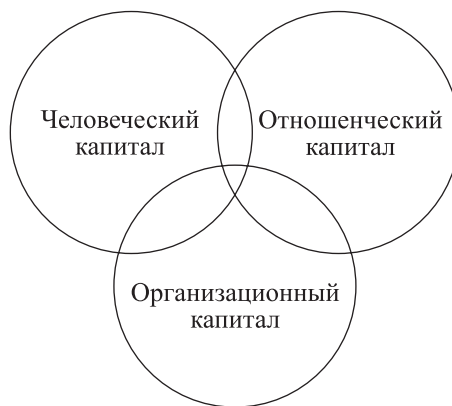


Рис. 5. Комплементарность составляющих ИК

Источник: [Rodov, Leliaert, 2002, p. 329].

Данный вывод подтверждается и ресурсной концепцией. Ведь, согласно ей, наличие устойчивых конкурентных преимуществ и, следовательно, результаты деятельности компании зависят от обладания уникальными ресурсами [Barney, 1991; Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984]. Если составляющие интеллектуального капитала, принадлежащие компании, на самом деле являются ценными, редкими и не всегда мобильными, то конкурентам достаточно сложно будет их симитировать, что позволит фирме дольше сохранять устойчивые конкурентные преимущества и выгодно отличаться от конкурентов.

ОЦЕНИВАНИЕ СОСТАВЛЯЮЩИХ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА МЕТОДОМ ИНДИКАТОРОВ

В настоящее время появляется все больше работ, посвященных взаимосвязи отдельных составляющих интеллектуального капитала и результатов деятельности компании. Оценка деятельности компании позволяет судить о качестве принимаемых менеджерами решений [Stewart, 1997]. Одной из дискуссионных и сложных проблем, с которой сталкиваются многие исследователи, является проблема оценивания интеллектуального капитала в целом и трех его составляющих (человеческого, организационного и структурного капитала) в частности.

Известно, что НМА являются уникальными для компании и достаточно сложно поддаются оценке. Каждая компания обладает своими специфическими ресурсами, которые в синергии с другими активами создают максимальную ценность для собственников. Поэтому поставленная задача оценки нематериальных активов для выборки компаний изначально является сложно реализуемой. Это объясняется тем, что в данном случае исследователи могут использовать лишь внешнюю информацию, представляемую компаниями, которая по своей сути не отражает всей специфики и уникальности НМА. При этом одна из основных проблем — это качество предоставляемой компаниями финансовой информации. В исследовании [García-Ayuso, 2003] раскрываются вопросы, связанные с нехваткой информации, содержащейся в финансовой отчетности, как о различных факторах создания ценности компании в целом, так и о нематериальных активах в частности. Все это создает определенные сложности оценивания НМА с точки зрения внешнего аналитика, для которого единственным источником информации в данном случае выступает финансовая отчетность компаний.

Как отмечалось, настоящая работа является продолжением исследования [Гаранина, 2008], где подчеркивается, что «наиболее распространенным количественным методом оценки данных элементов выступает метод индикаторов» [Гаранина, 2008, с. 101]. В рамках этого подхода разрабатываются прокси-переменные, основанные на различных показателях финансовой отчетности компаний, позволяющие охарактеризовать ту или иную составляющую нематериальных активов компании.

В [Warhurst, 2002, p. 10] идет речь о том, что «под индикаторами понимается параметр или ценность, полученная с помощью данных параметров, которая отражает информацию о феномене». В нашем случае в качестве феномена выступают нематериальные активы компании.

Для оценки данного вида активов в различных исследованиях используются либо финансовые и нефинансовые индикаторы по отдельности, либо их комбинация [Kaplan, Norton, 2000], при этом в основе финансо-

вых индикаторов лежит информация, полученная из отчетности компаний [Edvinsson, Malone, 1997].

Большое внимание различным индикаторам НМА и их анализу уделяется в рамках проекта MERITUM (исследовательский проект под эгидой Европейского союза), реализацией которого занимались исследователи из шести стран, по окончании которого было представлено Руководство по управлению и отражению нематериальных активов [Guidelines for Managing..., 2002].

Анализ, проведенный в рамках проекта, свидетельствует о том, что для более эффективного использования различных индикаторов (прокси-переменных) для оценки нематериальных активов необходимо, чтобы они удовлетворяли критериям релевантности, сопоставимости и надежности. В итоговом отчете MERITUM представлены 76 индикаторов, 37 из которых характеризуют ценность отношенческого, 30 — структурного и только 9 — человеческого капитала компании.

Таким образом, при проведении исследований с использованием метода индикаторов для выборки компаний выбор того или иного индикатора зависит от целей, поставленных оценщиком. Поэтому в первую очередь решается, будут использоваться финансовые или нефинансовые индикаторы. В данной работе мы остановимся на первом подходе в силу того, что для выборки российских компаний внешний пользователь практически не имеет возможности найти нефинансовую информацию, характеризующую нематериальные активы.

Анализ статей, посвященных оценке составляющих ИК данным методом, показал, что наиболее часто в эмпирических исследованиях используются индикаторы, представленные в табл. 3.

Безусловно, разработка индикаторов оценки трех составляющих интеллектуального капитала, которые могли бы быть применимы ко всем компаниям из выборки, является достаточно сложной задачей в силу того, что практически невозможно подобрать такие из них, которые могли бы отразить идиосинкразическую природу нематериальных активов в целом, а также уникальность ресурсов конкретной компании в частности. Кроме того, данный метод основывается на официальной бухгалтерской отчетности, что также приводит к определенным сложностям. Таким образом, разработка индикаторов для оценки трех составляющих интеллектуального капитала является своего рода возможностью для исследовательских экспериментов. То, насколько полученные в ходе исследования результаты отражают действительность, характеризуется качеством разработанных индикаторов оценивания элементов интеллектуального капитала.

В работе [Гаранина, 2008] метод индикаторов уже был применен к выборке российских компаний-эмитентов, при этом при тестировании модели использовались прокси-переменные, представленные в табл. 4.

Таблица 3

Различные индикаторы оценки составляющих интеллектуального капитала

Структура ИК	Индикатор	Использование в эмпирических исследованиях
Человеческий капитал	Количество сотрудников	[Edvinsson, Malone, 1997; Liebowitz, Suen, 2000; Marr, Adams, 2004]
	Фонд заработной платы	[Pulic, 1998; Firer, Williams, 2002; Tseng, Goo, 2005; Edvinsson, 1997; Sveiby, 2001]
	Выручка/Количество сотрудников	[Stewart, 1997; Liebowitz, Suen, 2000; Tsan, 2004; Wu, 2004; Chen, 2004]
	Чистая прибыль/Количество сотрудников	[Brennan, Connell, 2000; Dzinkowski, 2000; Tsan, 2004]
Отношенческий капитал	Выручка	[American Society of Training and Development, 1999; Van Buren, 1999; Brennan, Connell, 2000; Dzinkowski, 2000; Tsan, 2004; Chen, 2004; Marr, Adams, 2004]
	Расходы на рекламу	[Edvinsson, Malone, 1997; Tsan, 2004; Wu, 2004; Chen, 2004]
Организационный (структурный) капитал	Затраты/Выручка	[Edvinsson, Malone, 1997; Roos et al., 1997; Stewart, 1997; American Society of Training and Development, 1999; Van Buren, 1999; Tsan, 2004]
	Затраты/Количество сотрудников	[Edvinsson, Malone, 1997; Chen, 2004]

И с т о ч н и к: [Гаранина, 2008, с. 101].

Таблица 4

Индикаторы оценивания трех элементов интеллектуального капитала

Структура ИК	Обозначения	Индикатор
Человеческий капитал	Human capital (HC)	Фонд заработной платы
Отношенческий капитал	Relational capital (RC)	Выручка
Организационный (структурный) капитал	Structural capital (SC)	Затраты/Количество сотрудников

И с т о ч н и к: [Гаранина, 2008, с. 102].

Однако в [Гаранина, 2008] говорилось о том, что предложенные в табл. 4 индикаторы требуют усовершенствования с точки зрения более полного

отражения создаваемой ими ценности. Поэтому в настоящей статье модифицировали индикаторы оценивания с целью получения скорректированных результатов и выводов относительно выборки российских компаний.

В работе [Гаранина, 2008] выявлялось влияние материальных активов и трех составляющих ИК на рыночную стоимость активов компании, которая, в свою очередь, рассчитывалась как сумма капитализации компании и рыночной стоимости долга. В качестве оценки материальных активов в исследовании выступали чистые активы компании (более подробно см.: [Pulic, 1998]).

Применительно к данной работе было принято решение о введении скорректированных индикаторов оценивания трех составляющих интеллектуального капитала и выявлении их влияния на рыночную стоимость акций компаний (для получения большей соразмерности зависимой и независимых переменных). Проведя анализ исследований, посвященных данной тематике, и результатов, полученных в работе [Гаранина, 2008], мы предлагаем следующие индикаторы, или так называемые прокси-переменные, для оценки составляющих интеллектуального капитала (табл. 5).

Таблица 5

Индикаторы оценивания трех элементов интеллектуального капитала

Структура ИК	Обозначения	Индикатор
Человеческий капитал	Human capital (HC)	Фонд заработной платы/Количество сотрудников
Отношенческий капитал	Relational capital (RC)	Темп роста выручки/Темп роста ВВП отрасли
Организационный (структурный) капитал	Structural capital (SC)	Затраты/Количество сотрудников

Материальные активы, которые назовем задействованным капиталом (capital employed — CE), характеризуются чистыми активами компании, отнесенными к количеству акций компании (опять же для соразмерности объясняющих переменных).

Приведем аргументы «за» и «против» относительно разработанных индикаторов оценивания.

Известно, что в основе человеческого капитала лежит профессионализм сотрудников компании. Для того чтобы компания могла извлечь экономические выгоды из знаний сотрудников, необходимо осуществлять инвестирование в данный вид активов. Рынок труда является достаточно конкурентным, поэтому сотрудники могут покинуть компанию, если им не выплачивается справедливая заработная плата. Поэтому в настоящей

статье в качестве индикатора человеческого капитала мы предлагаем использовать отношение фонда заработной платы к количеству сотрудников, что позволит охарактеризовать вложения компании в одного сотрудника. Преимуществом данного индикатора является то, что он отражает те расходы, которые компания готова нести в связи с удержанием работника на должности для извлечения экономических выгод из его знаний и навыков. Кроме того, этот показатель позволяет сравнивать между собой компании разных размеров в силу того, что он является относительным. Одним из его недостатков является то, что он не учитывает и другие выплаты, которые может получать сотрудник от компании (социальные выплаты, бонусы и др.). К сожалению, при использовании указанного индикатора для выборки российских компаний найти подобную информацию практически не представляется возможным. Однако одним из возможных подходов является использование аккумулированного фонда заработной платы за период в несколько лет.

Достаточно сложной является идентификация индикатора отношенческого капитала. Наиболее часто, как показал проведенный анализ, в данном случае используется показатель выручки компании. Однако, на наш взгляд, показатель выручки отражает деятельность, связанную не только с развитием отношенческого капитала, но и во многом с использованием человеческого капитала. Поэтому в работе предлагается авторский подход к оценке отношенческого капитала. Во-первых, будем применять показатель не просто выручки, а темпа роста выручки. Во-вторых, используя данные Федеральной службы государственной статистики¹ о номинальном объеме произведенного ВВП по классификации ОКВЭД (общая классификация видов экономической деятельности), можно определить объем ВВП, полученный в каждой из отраслей за рассматриваемый период. Таким образом, отношенческий капитал будет характеризоваться отношением темпа роста выручки компании к темпу роста ВВП отрасли, к которой принадлежит компания. Преимуществом данного индикатора является то, что, с одной стороны, он отражает внешние отношения компании с клиентами, а с другой — характеризует тот факт, насколько эффективно использует компания свой отношенческий капитал по сравнению с другими компаниями в отрасли (отношение темпа роста выручки компании к темпу роста ВВП соответствующей отрасли). Недостаток заключается в том, что указанный показатель в большей степени учитывает клиентскую составляющую (посредством показателя выручки), нежели отношения с поставщиками (которые заключаются в долгосрочных отношениях и получении в связи этим ряда выгод).

¹ См: [Федеральная служба государственной статистики].

В качестве индикатора организационного капитала будем использовать отношение затрат (за исключением выплат на заработную плату) к количеству сотрудников компании. Преимущество данного показателя заключается в том, что он характеризует инвестиции компании в усовершенствование ее структуры, технологии, продуктов, бизнес-процессов и других составляющих структурного капитала в расчете на одного сотрудника. Кроме того, он также позволяет сравнивать между собой компании разных размеров в силу того, что является относительным. Основным недостатком состоит в том, что этот показатель, как и индикатор человеческого капитала, по сути отражает затраты, связанные с данным элементом интеллектуального капитала, а не выгоды, которые компания может из него извлечь.

Таким образом, введенные индикаторы оценки человеческого, отношения и организационного капитала являются предпосылкой тестируемой модели. Основная проблема с использованием данного метода для выборки российских компаний связана с недоступностью ряда показателей, характеризующих основные элементы НМА в финансовой отчетности компаний (например, расходы на исследования и разработки, расходы на рекламу, социальные выплаты и бонусы сотрудникам и т. д.).

ФОРМУЛИРОВКА МОДЕЛИ ИССЛЕДОВАНИЯ

Нематериальные активы становятся важной составляющей рыночной ценности многих компаний, поэтому все чаще исследователи пишут о необходимости проведения эмпирических исследований, которые тестируют теоретические наработки в данной области. Исследования, выявившие зависимость между ценностью нематериальных активов и ценностью компании, приведены в [Barth, Clinch, 1998; Bornemann et al., 1999; Chen, Cheng, Hwang, 2005; Kujansivu, Lönnqvist, 2007; Rodov, Leliaert, 2002].

Однако в целом многие авторы (см.: [Fernstrom, Pike, Roos, 2004; Marr, Adams, 2004]) говорят о нехватке работ, позволяющих на практике подтвердить взаимосвязь между составляющими интеллектуального капитала и созданием ценности компании. Исследование подобного рода представлено нами для выборки российских компаний.

В работе [Волков, Гаранина, 2007] исследуется взаимосвязь между рыночной ценностью активов и фундаментальными оценками ценности материальных и нематериальных активов. В ней отмечается, что «дальнейшего уточнения требует состав нематериальных активов, а также решение проблемы разделения вклада отдельных элементов нематериальных активов в их совокупной ценности» [Волков, Гаранина, 2007, с. 103]. Для решения поставленной проблемы в статье [Гаранина, 2008] используется широко распространенный в международной практике метод индикаторов, о всех «за»

и «против» которого речь шла выше. Данный метод позволяет определить влияние трех составляющих интеллектуального капитала как на рыночную ценность компании, так и на различные финансовые показатели (например, ROA, ROE и т. д.).

Разработанная в настоящем исследовании регрессионная модель позволяет выявить влияние материальных и нематериальных активов, последние из которых разложены в своей совокупности на три составляющих, на рыночную стоимость акций компании. Как отмечалось, нами выделены следующие элементы интеллектуального капитала: человеческий, отношенческий и структурный капитал.

В статье [Гаранина, 2008] в качестве зависимой переменной используется рыночная ценность активов компании, которая рассчитывается следующим образом:

$$P_A^M = P_E^M + P_D^M, \quad (1)$$

где P_A^M , P_E^M , P_D^M — рыночная ценность активов, собственного капитала и долга соответственно.

Учитывая, что рыночная ценность собственного капитала есть рыночная капитализация (Cap), а рыночная ценность долга обычно предполагается равной его балансовой стоимости (D), уравнение (1) может быть переписано в виде:

$$P_A^M = Cap + D. \quad (2)$$

Рыночная ценность активов для расчета модели определяется как средневзвешенное по объемам торгов значение рыночной капитализации за второй квартал года, следующего за отчетным², плюс балансовая стоимость долга на конец отчетного периода.

В данном исследовании зависимая переменная рыночной стоимости акций (P_S^M) рассчитывается путем отнесения рыночной стоимости активов (2) к количеству акций компании.

Таким образом, анализируемая регрессионная модель имеет вид:

$$P_S^M = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot HC + \gamma_2 \cdot RC + \gamma_3 \cdot SC + \gamma_4 \cdot CE + \varepsilon_0, \quad (M1)$$

где $\gamma_0, \gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4$ — параметры уравнения регрессии; ε_0 — случайный член.

При проведении эконометрического анализа значение чистых активов, которые являются индикатором материальных активов компании, также

² Обоснование такого порядка расчета рыночной капитализации приведено, в частности, в [Волков, 2006; Волков, Березинец, 2006].

разделено на количество акций компании для получения соразмерных значений зависимой и независимых переменных (все переменные являются относительными).

Подобная модель была представлена в [Гаранина, 2008], однако здесь, как отмечалось, используются модифицированные индикаторы оценивания трех составляющих интеллектуального капитала.

Матрица выборочных коэффициентов корреляции по переменным, включенным в модель (M1), имеет следующий вид:

$$V_4 = \begin{pmatrix} 1 & 0,7809 & 0,5117 & 0,4869 & 0,8598 \\ 0,7809 & 1 & 0,0231 & 0,1512 & 0,0804 \\ 0,5117 & 0,0231 & 1 & 0,0102 & 0,0783 \\ 0,4869 & 0,1512 & 0,0102 & 1 & 0,1369 \\ 0,8598 & 0,0804 & 0,0783 & 0,1369 & 1 \end{pmatrix}. \quad (3)$$

Значения выборочных коэффициентов корреляции показывают слабую, статистически не обоснованную связь между факторными переменными.

СТАТИСТИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ

Как и в работе [Гаранина, 2008], проверка гипотез проводилась для выборки российских компаний-эмитентов, акции которых торгуются на фондовой бирже РТС. В выборку не были включены финансовые посредники (банки и финансовые институты) с целью соблюдения однородности данных. Окончательный объем выборки составил 43 компании из шести отраслей: машиностроения (включает в себя автомобиле- и авиастроение), добывающей промышленности (в том числе нефтегазовые холдинги и нефтегазодобывающая промышленность), энергетики, связи, химической промышленности и металлургии (черной и цветной).

По результатам исследования о влиянии фундаментальной ценности НМА на рыночную ценность активов компании, предложенного в [Волков, Гаранина, 2007], был сделан вывод о том, что нулевая гипотеза о зависимости между рыночной ценностью активов компании и фундаментальной ценностью нематериальных активов отклоняется лишь в четырех отраслях (добывающей промышленности, энергетике, связи и металлургии), поэтому отраслевой анализ в данном исследовании ограничен рассмотрением именно этих отраслей.

Изначально три вышеописанные модели проверялись для всей выборки компаний, а затем — отдельно на данных четырех указанных отраслей.

Для проведения исследования использовались данные общедоступной неконсолидированной финансовой отчетности компаний за 2001–2006 гг.

Общий объем выборки при этом составил 258 фирм-лет (43 компании за 6 лет).

Первичная информация о рыночной капитализации исследуемых компаний получена с сайта фондовой биржи РТС³. При анализе использовалось средневзвешенное значение капитализации за второй квартал. В силу того что для всех расчетов валютой избран рубль, рыночная капитализация, по данным РТС, была пересчитана в рубли по среднему курсу.

Общие статистические характеристики анализируемой выборки за 2001–2006 гг. представлены в табл. 6.

Таблица 6

Общие статистические характеристики анализируемой выборки

№	Наименование показателя	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение
1	Рыночная ценность активов, млн руб.	103 244	24 864	16 130
2	Рыночная стоимость акций	0,000259	0,0000192	0,00077
3	Индикатор ценности человеческого капитала	0,371851	0,128823	0,821462
4	Индикатор ценности отношенческого капитала	1,208992	0,896959	2,743915
5	Индикатор ценности организационного капитала	3,800136	0,916536	11,28467
6	Чистые активы компании/количество акций	0,000268	0,00002745	0,000856

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Рассмотрим результаты оценивания регрессионной модели (M1) для всей выборки анализируемых компаний-эмитентов.

Коэффициент детерминации равен 0,8387, при этом уравнение в целом и факторы являются значимыми. Таким образом, материальные активы компании и нематериальные, в составе которых выделены три составляющие, оцененные с помощью предложенных индикаторов, на 83,87% объясняют формирование рыночной стоимости акций компаний. Так как стоимость акций компаний непосредственно связана с ценностью бизнеса в целом, можно говорить о том, что независимые переменные на 83,87% объясняют рост ценности компании.

Проверка значимости модели по критерию Фишера позволяет принять предположение о значимости рассматриваемой модели как для выборки в

³ См.: [Фондовая биржа РТС].

целом, так и для каждой отрасли в отдельности. Значения F -статистики и критические значения приведены в табл. 7.

Уравнение регрессии имеет вид:

$$\hat{P}_S^M = 0,00532 + 0,003266 \cdot HC + 0,0006533 \cdot RC + \\ + 0,0001153 \cdot SC + 0,6140 \cdot CE. \quad (4)$$

Для проверки значимости объясняющих переменных, входящих в модель, сформулированы гипотезы:

$$H_0 : \gamma_1 = 0, H_1 : \gamma_1 \neq 0;$$

$$H_0 : \gamma_2 = 0, H_1 : \gamma_2 \neq 0;$$

$$H_0 : \gamma_3 = 0, H_1 : \gamma_3 \neq 0;$$

$$H_0 : \gamma_4 = 0, H_1 : \gamma_4 \neq 0.$$

Для каждого из факторов модели данные гипотезы трактуются следующим образом: если нулевая гипотеза H_0 верна, то это означает, что величина рыночной стоимости акций не зависит от анализируемого фактора. Альтернативная гипотеза состоит в том, что указанная выше зависимость существует.

Как видно из приведенного уравнения регрессии, максимальное влияние на рыночную стоимость акций компании оказывают материальные активы, среди нематериальных активов преобладающее влияние принадлежит составляющим человеческого и отношенческого капитала.

Таким образом, предположение о зависимости рыночной стоимости акций от трех составляющих интеллектуального капитала, согласно предложенной в работе модели для российского рынка, статистически обосновано.

Результаты тестирования моделей для временного промежутка 2001–2006 гг. представлены в табл. 7.

При оценке модели (M1) выяснилось, что наилучшим образом взаимосвязь между рыночной стоимостью акций компаний и составляющими интеллектуального и задействованного капитала объясняется в добывающей отрасли, где коэффициент детерминации равен 0,9437. Несколько ниже уровень взаимосвязи между анализируемыми переменными в отрасли связи, где значение данного коэффициента равно 0,9430. Тем не менее коэффициенты детерминации для моделей, построенных как по всей выборке в целом, так и по отдельным отраслям в частности, выше 0,75. Согласно полученным результатам, влияние материальных активов (выраженных индикатором задействованного капитала) превышает влияние нематериальных активов, в составе которых выделены три составляющие,

Таблица 7

Результаты проверки гипотез по четырехфакторной модели (уравнение (M1)/НС; RC; SC; CE) *

Показатель	Свободный член	НС	RC	SC	CE	F-стат.	F-крит.	R ²	R ² _{adj}
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Выборка в целом									
Оценки коэффициентов	0,00532	0,003266	0,0006533	0,0001153	0,6140422	90,24	2,4153	0,8387	0,8294
t-стат.		2,28	7,69	3,54	12,17				
t-крит.		1,9693	1,9693	1,9693	1,9693				
Дов. инт., левый правый		-0,000414 0,00609	-0,004859 0,008206	-0,00513 0,000793	0,5146 0,9135				
Добывающая отрасль									
Оценки коэффициентов	0,000590	0,006655	0,0002964	0,000459	0,622456	82,01	2,7901	0,9437	0,9322
t-стат.		2,30	2,88	3,19	7,75				
t-крит.		2,0086	2,0086	2,0086	2,0086				
Дов. инт., левый правый		-0,000379 0,00912	-0,03819 0,009749	-0,001239 0,00321	0,4606 0,7842				
Энергетика									
Оценки коэффициентов	0,0000299	0,0004552	-0,0001768	0,00001349	0,310326	25,55	11,51	0,7644	0,7345

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
t-стат.		2,11	-3,22	5,07	6,73				
t-крит.		1,9955	1,9955	1,9955	1,9955				
Дов. инт., левый правый		-0,0000596 0,000559	-0,0004429 0,00544	0,00000474 0,0002224	0,2384 0,3826				
Связь									
Оценки коэффициентов	0,0002938	0,001656	0,003431	0,0001664	0,64630	82,71	2,7901	0,9430	0,9316
t-стат.		3,33	3,10	5,65	4,60				
t-крит.		2,0086	2,0086	2,0086	2,0086				
Дов. инт., левый правый		-0,0002907 0,000338	-0,093479 0,007962	0,0000259 -0,000731	0,39917 0,8934				
Металлургия									
Оценки коэффициентов	0,0005681	0,003694	0,0002434	0,000779	0,24064	14,42	2,9752	0,8665	0,8064
t-стат.		2,46	2,86	2,71	3,15				
t-крит.		2,0555	2,0555	2,0555	2,0555				
Дов. инт., левый правый		-0,001749 0,091068	0,0000638 0,001107	-0,0022145 0,0000961	0,17422 0,31539				

П р и м е ч а н и я:

* — тестирование моделей и параметров проводилось на 5%-м уровне значимости;

** — дов. инт. — доверительный интервал.

на формирование цен акций российских компаний. В то же время, как показал проведенный анализ, в трех из четырех отраслей (за исключением отрасли связи) максимальное влияние на рыночную стоимость акций компании оказывает человеческий капитал. Данный факт подтверждает результаты, полученные во многих исследованиях с использованием метода индикаторов, проведенных на зарубежных рынках. На выборке российских компаний подобное исследование представлено в [Байбурина, Ивашковская, 2007]. В нем использовался «метод *Occurencies variables (прокси-переменных упоминаний)*» [Байбурина, Ивашковская, 2007, с. 58]. При этом в работе также был выделен именно человеческий капитал как основной фактор, влияющий на создание ценности российских компаний. Хочется отметить, что в отрасли связи наибольшее влияние на стоимость акций из трех элементов интеллектуального капитала оказывает отношенческий капитал. На наш взгляд, это связано со спецификой отрасли. Ведь в отрасли связи огромную роль играет то, насколько компания смогла завоевать лояльность клиентов (насколько эффективно используется отношенческий капитал). В энергетической отрасли влияние отношенческого капитала на формирование рыночной стоимости активов отрицательно. Скорее всего, это связано с тем, что практически все компании энергетической отрасли являются монополистами, поэтому отношения с клиентами и другими контрагентами не являются для них решающими в создании ценности компании.

Результаты, полученные в данном исследовании, являются логичными и статистически значимыми, что свидетельствует о том, что модификация индикаторов оценивания позволила получить наиболее практически обоснованные выводы, чем в исследовании [Гаранина, 2008].

ВЫВОДЫ

Данная работа является продолжением ряда исследований в области изучения интеллектуального капитала. Так, в [Волков, Гаранина, 2007] говорилось о необходимости разделения общей ценности нематериальных активов на три составляющие: человеческий, отношенческий и организационный. В статье [Гаранина, 2008] уже был использован метод индикаторов для оценки трех элементов ИК, однако в данном исследовании разработанные индикаторы были скорректированы, что привело к модификации и самой тестируемой модели. Таким образом, в работе исследуется влияние материальных и нематериальных активов (последние из которых разделены на три основные составляющие) на рыночную стоимость акций российских компаний.

Основываясь на балансовом подходе к соотношению понятий «нематериальные активы» и «интеллектуальный капитал», нами сделан вы-

вод о том, что данные категории характеризуют одну и ту же величину, но с разных сторон: ИК — с точки зрения источника создания ценности, а НМА — с позиции размещения. В силу этого они являются равновеликими и лишь используются в различных контекстах и сферах. Так, чаще всего термин «нематериальные активы» употребляется в связи с бухгалтерским учетом, а термин «интеллектуальный капитал» — в менеджменте и вопросах, сопряженных с управлением.

Результаты, полученные в ходе тестирования модели (M1), о влиянии материальных и нематериальных активов (среди которых выделены три составляющие) на рыночную стоимость акций компаний свидетельствуют о том, что материальные активы играют более значимую роль в создании ценности российских компаний, нежели нематериальные. Данный факт соотносится с выводами, сделанными нами в предыдущих исследованиях. При этом при выделении в составе ИК трех элементов сила влияния того или иного фактора на формирование цен акций объясняется спецификой отрасли. В то же время в целом по выборке и по большинству отраслей можно выделить человеческий капитал как основной фактор увеличения ценности российских компаний. Еще раз следует подчеркнуть, что результаты были получены на основе разработанных автором индикаторов оценивания элементов нематериальных активов. Как отмечалось, в международных исследованиях применяются и другие индикаторы, некоторые из них действительно позволяют в большей степени охарактеризовать ценность, создаваемую элементами ИК, однако их практически невозможно использовать для выборки российских компаний в силу недоступности информации, представленной в финансовых отчетах.

Таким образом, результаты проведенных исследований позволяют сделать вывод о том, что, несмотря на превалирование материальных активов, интеллектуальный капитал в российских компаниях действительно оказывает влияние на формирование ценности компании как в своей совокупной ценности, так и при разделении на три элемента: человеческий, отношенческий и организационный капитал. Хотелось бы отметить, что наибольшую роль НМА на российском рынке играют в таких отраслях, как добывающая промышленность и связь.

Процедуры управления ценностью образуют систему стратегических и оперативных решений, в которой все устремления и действия направлены на максимизацию ценности компании. Базой принятия решений по управлению ценностью служит анализ ключевых факторов, влияющих на ее создание. При этом в экономике знаний ведущую роль среди ключевых факторов создания ценности играют нематериальные активы, а значит, они должны быть объектом пристального внимания менеджеров компании с точки зрения как оценки, так и управления.

Литература

- Байбурина Э. Р., Иваишковская И. В.* Роль интеллектуального капитала в создании стоимости российских компаний // Вестник Финансовой академии. 2007. Вып. 4. № 44. С. 53–63.
- Волков Д. Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб.: Издат. дом С.-Петерб. ун-та, 2006.
- Волков Д. Л., Березинец И. В.* Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки: Научные доклады. № 3 (R). СПб.: НИИ Менеджмента СПбГУ, 2006.
- Волков Д. Л., Гаранина Т. А.* Нематериальные активы: проблемы состава и оценивания // Вестн. С.-Петерб. ун-та. 2007. Сер. 8. Вып. 1. С. 82–105.
- Гаранина Т. А.* Структура интеллектуального капитала: вопросы оценки и эмпирического анализа // Вестн. С.-Петерб. ун-та. 2008. Сер. 8. Вып. 1. С. 96–119.
- Козырев А. Н.* Экономика интеллектуального капитала: Научные доклады. № 7(R)-2006. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ, 2006.
- Мильнер Б. З.* Управление знаниями. М.: ИНФРА-М, 2003.
- Федеральная служба государственной статистики* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.gks.ru>
- Фондовая биржа РТС* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rts.ru>
- Ahonen G.* Generative and Commercially Exploitable Intangible Assets // Classification of Intangibles / Eds. J. E. Gröjer, H. Stolowy. Groupe HEC: Jouy-en-Josas, 2000. P. 206–213.
- American Society of Training and Development (ASTD).* ASTD News // Training and Development. 1999. Vol. 53. N 5. P. 102–115.
- Barney J.* Firm Resources and Sustained Competitive Advantage // Journal of Management. 1991. Vol. 17. N 1. P. 99–120.
- Barth M. E., Clinch G.* Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non Market-Based Estimates // Journal of Accounting Research. 1998. Vol. 36. N 3. P. 199–233.
- Bontis N., Dragonetti N. C., Jacobsen K., Roos G.* The Knowledge Toolbox: A Review of the Tools Available to Measure and to Manage Intangible Resources // European Management Journal. 1999. Vol. 17. N 4. P. 391–402.
- Bornemann M., Knapp A., Schneider U., Sixl K. I.* Holistic Measurement of Intellectual Capital. Paper presented at the International Symposium Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues and Prospects. June 3–5. Amsterdam, 1999.
- Brennan N., Connell B.* Intellectual Capital: Current Issues and Policy Implications. Paper presented at the 23rd Annual Congress of the European Accounting Association. March 29–31. Munich, 2000.
- Brooking A.* Intellectual Capital. London: International Thomson Business Press, 1996.
- Caddy I.* Intellectual Capital: Recognizing Both Assets and Liabilities // Journal of Intellectual Capital. 2000. Vol. 1. N 2. P. 129–146.
- Chen M. C., Cheng S. J., Hwang Y.* An Empirical Investigation of the Relationship between Intellectual Capital and Firms' Market Value and Financial Performance // Journal of Intellectual Capital. 2005. Vol. 6. N 2. P. 159–176.
- Chen M. C.* Intellectual Capital // Theories and Practices. 1st ed. Tsang Hai, 2004.

- Dzinkowski R.* The Measurement and Management of Intellectual Capital: An Introduction // *International Management Accounting Study*. 2000. Vol. 78. N 2. P. 32–36.
- Edvinsson L.* Developing Intellectual Capital at Skandia // *Long Range Planning*. 1997. Vol. 30. N 3. P. 366–373.
- Edvinsson L., Malone M. S.* Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower. N. Y.: Harper Business, 1997.
- Fernstrom L., Pike S., Roos G.* Understanding the Truly Value Creating Resources — The Case of a Pharmaceutical Company // *International Journal of Learning and Intellectual Capital*. 2004. Vol. 1. N 1. P. 105–120.
- Firer S., Williams S. M.* Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance. 2002 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.vaicon.net/download/FIRER>
- Garcia-Ayuso M.* Factors Explaining the Inefficient Valuation of Intangibles // *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. 2003. Vol. 16. N 1. P. 18–30.
- Gu F., Lev B.* Intangible Assets: Measurement, Drivers, Usefulness. Working Paper. Boston University/New York University, 2001 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~blev/intangible-assets.doc>
- Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles (Intellectual Capital Report): Proyecto MERITUM.* 2002 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.uam.es/proyectosinv/meritum/Link%20Guidelines%20Meritum/version%20inglesa%20completa.pdf>
- Günther T.* Controlling Intangible Assets under the Framework of Value-Based Management // *Kostenrechnungspraxis*. 2001. Vol. 1. P. 53–62.
- Hamel G., Prahalad C. K.* Competing in the New Economy: Managing out of Bounds // *Strategic Management Journal*. 1996. Vol. 17. N 3. P. 237–242.
- Harvey M. G., Lusch R. F.* Balancing the Intellectual Capital Books: Intangible Liabilities // *European Management Journal*. 1999. Vol. 17. N 1. P. 85–92.
- Kaplan R. S., Norton D. P.* The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance. Boston, MA: Harvard Business School Press, 2000.
- Kujansivu P., Lönnqvist A.* Investigating the Value and Efficiency of Intellectual Capital // *Journal of Intellectual Capital*. 2007. Vol. 8. N 2. P. 272–287.
- Lev B., Feng, G.* Intangible Assets: Measurement, Drivers, Usefulness. N. Y.: New York University, 2001.
- Liebowitz J., Suen C. Y.* Developing Knowledge Management Metrics for Measuring Intellectual Capital // *Journal of Intellectual Capital*. 2000. Vol. 1. N 1. P. 54–67.
- Marr B., Adams C.* The Balanced Scorecard and Intangible Assets: Similar Ideas, Unaligned Concepts // *Measuring Business Excellence*. 2004. Vol. 8. N 3. P. 18–27.
- Penrose E.* The Theory of Growth of the Firm. N. Y.: John Wiley, 1959.
- Petty R., Guthrie J.* Intellectual Capital Literature Overview: Measurement, Reporting and Management // *Journal of Intellectual Capital*. 2000. Vol. 1. N 2. P. 155–176.
- Pulic A.* Measuring the Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy. 1998 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.measuring-ip.at/OPapers/Pulic/Vaictxt/vaictxt.html
- Rodov I., Leliaert P.* FiMIAM — Financial Method of Intangible Assets Measurement // *Journal of Intellectual Capital*. 2002. Vol. 3. N 2. P. 323–336.

- Roos J., Roos G., Dragonetti N., Edvinsson L.* Intellectual Capital: Navigating the New Business Landscape. London: Macmillan Press Ltd., 1997.
- Stewart T. A.* Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations. N.Y.: Doubleday, 1997.
- Sveiby K. E.* The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge Based Assets. San Francisco, CA: Berrett Koehler, 1997.
- Sveiby K. E.* Methods for Measuring Intangible Assets. 2001 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.sveiby.com.au/BookContents.html>
- Tsan W. N.* The Measurement of Intellectual Capital for IT industry in Taiwan — System Theory Perspective. Presented at IC Congress. Amsterdam, 2004.
- Tseng C. Y., Goo Y. J.* Intellectual Capital and Corporate Value in an Emerging Economy: Empirical Study of Taiwanese Manufacturers // R&D Management. 2005. Vol. 35. N 2. P. 187–201.
- Van Buren M. E.* A Yardstick for Knowledge Management // Training and Development. 1999. Vol. 53. N 5. P. 71–78.
- Warhurst A.* Sustainability Indicators and Sustainability Performance Management: Working Paper. N 43. 2002 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://infoagro.net/shared/docs/a6/sustainability_indicators.pdf
- Wernerfelt B.* A Resource-Based View of the Firm // Strategic Management Journal. 1984. Vol. 5. N 2. P. 171–180. (Рус. пер.: Вернерфельт Б. Ресурсная трактовка фирмы // Вестн. С.-Петерб. ун-та. 2006. Вып. 1. С. 103–118.)
- Wu C. C.* An Empirical Examination of Relevance between Intellectual Capital and Equity Value. Paper Presented at the International IC Congress. September 2–3 2004. Hanken School of Economics, Helsinki, Finland. 2004.
- Youndt M. A., Subramaniam M., Snell S. A.* Intellectual Capital Profiles: An Examination of Investments and Returns // Journal of Management Studies. 2004. Vol. 41. N 2. P. 335–361.

Статья поступила в редакцию 19 октября 2009 г.