**Дуальность решений менеджеров при решении инвестирования в интеллектуальную ресурсную базу компании**

2016

Оглавление

Введение

.        Теоретическое обоснование

.1       Основные аспекты отношений между собственниками и топ-менеджментом компании

.2       Привлечение наемного менеджмента: опыт российских компаний

.3       Влияние применения интеллектуальных ресурсов на конкурентоспособность и результаты деятельности компании

.4       Раскрытие информации об интеллектуальном капитале как решение агентской проблемы

.        Постановка исследовательской проблемы

.        Методология исследования

.        Результаты построения модели

Заключение

Список литературы

Введение

Компании в современной экономике сталкиваются с новыми условиями, в которых они вынуждены вести бизнес: капиталы переходят в те отрасли, которые основываются на производстве знаний, где «увеличивается доля интеллектуального капитала в создании добавленной стоимости товара, а рыночная стоимость компании в итоге оценивается исходя из качества интеллектуальных ресурсов» (Турова, 2011). Такая тенденция характерна не только для компаний стран с развитым рынком капитала, компании развивающихся стран также предпринимают попытки по переходу на ступень развития, где интеллектуальные ресурсы играют ключевую роль, нежели физический капитал. С развитием экономики знаний, технологий, новых путей развития компаний, собственники и топ-менеджмент видят в интеллектуальном капитале фактор, позволяющий повышать уровень конкурентоспособности и улучшать финансовые показатели компании.

**Вернуться в каталог готовых дипломов и магистерских диссертаций –**

[**http://учебники.информ2000.рф/diplom.shtml**](http://учебники.информ2000.рф/diplom.shtml)

Однако решение об инвестировании в интеллектуальные ресурсы сопровождается выбором управленцев компании одной из стратегий: инвестировать в интеллектуальные ресурсы с целью повышения конкурентоспособности компании либо с целью привлечения инвесторов и следования предпочтениям акционеров компании. В условиях, когда цели наемного менеджера и собственников не совпадают, возникает проблема принципала-агента, где собственники, инвесторы выступают в качестве принципала, передающего обязанности по управлению компанией, в том числе их денежными средствами, менеджеру — агенту, который в силу асимметрии информации может действовать в интересах собственных целей.

|  |
| --- |
| [Вернуться в библиотеку по экономике и праву: учебники, дипломы, диссертации](http://учебники.информ2000.рф/index.shtml)  [Рерайт текстов и уникализация 90 %](http://учебники.информ2000.рф/rerait-diplom.shtml)  [Написание по заказу контрольных, дипломов, диссертаций. . .](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml) |

В идеальной ситуации менеджер должен принимать такое решение, которое позволяет преследовать обе цели одновременно, то есть должен не только поддерживать текущее финансовое состояние компании, от которого зачастую зависит доход менеджера, но и направлять действия на развитие компании и повышение ее стоимости, а также привлекательности для инвесторов. Агентской проблеме посвящено множество исследований, раскрывающих причины появления конфликта, возможные решения проблемы, методы снижения издержек собственников, возникающих как следствие оппортунистического поведения топ-менеджмента. Также множество работ посвящено обнаружению связи между применением компаниями интеллектуальных ресурсов и результатами их деятельности.

Вместе с тем, не было найдено работ, отражающих отношения собственник-менеджер в рамках исследования инвестиций в интеллектуальные ресурсы на примере российских компаний. В связи с чем возникает цель данного исследования — выявить наличие дуальности решений относительно инвестирования в интеллектуальные ресурсы на примере российских компаний.Исследование должно отразить, существует ли в российских компаниях дуальность решений менеджеров при решении инвестирования в интеллектуальную ресурсную базу компании.

Для достижения цели должны быть решены несколько задач:

) систематизация исследований, относящихся к выделенным темам: теория отношений между собственниками и топ-менеджментом компании; особенности таких отношений в российских компаниях; влияние интеллектуальных ресурсов на конкурентоспособность (EVA) и результаты деятельности компании (MVA); раскрытие информации об интеллектуальных ресурсах компании, как решение агентской проблемы;

) построение на основе проведенного анализа исследований теоретической модели, учитывающей построение латентных переменных, отвечающих за составляющие интеллектуального капитала;

) обоснование использования метода StructuralEquationModeling (далее — SEM) для анализа поведения управленцев относительно инвестирования в интеллектуальный капитал;

) формирование исследуемой выборки;

) проведение исследования с использованием метода SEM в эконометрическом пакете STATA;

) интерпретация полученных результатов, соотношение их с предыдущими исследованиями;

) выделение ограничений исследования и его возможных перспектив развития; решение менеджер интеллектуальный капитал

) формулировка значимости проведенного исследования.

Для решения поставленных задач и достижения цели будут использованы эмпирические исследования, статьи и работы, посвященные теме отношений между собственниками и топ-менеджментом компании: Jehnsen, Meckling, 1976; Ben-Zion, 1984;Bhagat, Welch, 1995; Kotharietal., 2002; Cardosoetal., 2015, в том числе на данных российских компаний, таких авторов как Авдашева, Долгопятова (2010), Капелюшников (2015) и других; интеллектуального капитала: касаемо влияния интеллектуальных ресурсов на конкурентоспособность (EVA) и результаты деятельности компании (MVA) таких авторов как Huang, Wang (2008); Yang, Chen (2010); Colak (2010); Pal, Soriya (2012) и Shakina, Barajas (2014) и других. Относительно исследования экономической добавленной стоимости (EVA) как ключевого драйвера создания стоимости таких зарубежных авторов как Athanassakos (2007); O’Byrne (1997); Grant (1996) и других. А также касаемо раскрытия информации об интеллектуальных ресурсах компании авторов Soenen,Johanson (2003), Williams (2001); Beattie, Thomson (2007).

Работа имеет следующую структуру. В первой главе приведен обзор исследований, касающихся темы отношений между собственниками и менеджерами компании, особенностей таких отношений в России, использования интеллектуальных ресурсов компаниями. Второй раздел посвящен постановке исследовательской проблемы: на основе теоретического обоснования выделены недостаточно изученные вопросы, определены гипотезы исследования. Третья глава раскрывает методологию исследования: проводится анализ базы данных, обосновывается применениеметода SEM, строится теоретическая модель исследования. В следующем разделе приводятся результаты исследования, а также их интерпретация. В заключении подчеркиваются основные выводы данной работы и некоторые перспективы развития исследования рассматриваемого вопроса.

1.Теоретическое обоснование

.1 Основные аспекты отношений между собственниками и топ-менеджментом компании

Для того, чтобы достижение цели исследования было возможным, будут рассмотрены исследования, касающиеся всех ключевых моментов, отмеченных в заголовке работы и ее цели. Первая часть теоретического обоснования посвящена отношениям между собственниками компании и топ-менеджментом.

Современная структура собственности отличается тем, что в ней присутствует в разной степени в зависимости от страны и компании распыленность, которая заключается в наличии большого количества собственников компании, или же в отсутствии крупного, единоличного собственника. В классической работе по корпоративному управлению авторов

Минса и Берле (Berle, Means,1932) распыленная собственность акционеров рассматривается как причина появления необходимости в найме топ-менеджмента.

Второй причиной необходимости в найме менеджмента, занимающего должность первого руководителя, являются условия роста конкуренции, усложнение рыночной среды, появление новых техник управления компаниями, высокие требования к знаниям и навыкам руководящего звена. Еще одной причиной может стать развитие рынка труда, а именно появление молодого, подготовленного, инициативного круга наемных менеджеров.

В современной экономике компания для собственников становится неким подобием инвестиционного проекта, и вкладываясь, собственник рискует собственными вложенными средствами. В то же время для менеджера компания — это возможность приобретения опыта, знаний, связей, и самое главное, получения денежных средств в виде заработной платы и премий, вознаграждений. Для сохранения своих выгод от работы в качестве топ-менеджера, агент иногда принимает решения, выгодные лично для себя, в ущерб интересам принципала. Возникает конфликт интересов.

Отношения собственник-менеджер можно отнести к агентским отношениям, под которыми понимаются отношения двух участников, один из которых — принципал (собственник) передает агенту (менеджеру) свои функции. Менеджер становится доверенным лицом собственника, и в условиях асимметрии информации у агента появляется собственная стратегия действий, что вынужден учитывать принципал для того, чтобы минимизировать свободу действий менеджера относительно собственных интересов, а не интересов собственников, инвесторов.

В работе 1976 года авторы Дженсен и Меклинг (Jehnsen, Meckling, 1976) построили модель, позволяющую объяснить поведение менеджера в двух случаях: 1) он является одновременно собственником компании, 2) он является наемным работником. Суть данной работы заключается в том, что, когда один человек является управленцем и собственником, он ценит вложенные средства, финансы компании, как свои, он заинтересован в развитии бизнеса, участии в прибыльных проектах и продуктивной работе компании в целом. Однако, когда ситуация меняется и менеджер — это наемный работник, его мотивация для получения максимальной прибыли пропадает в связи с тем, что полученная сверх прибыль будет распределена между акционерами компании, и ему нет смысла применять дополнительные усилия для качественного управления компанией — достаточно поддерживать показатели на определенном целевом уровне.

Для целей мотивации между менеджером и собственником составляется контракт, согласно которому в обычной практике за достижение поставленных принципалом целей агент получает вознаграждение. В классической работе авторов Берле и Минса (Berle, Means, 1932) утверждается, что, получая фиксированную заработную плату, менеджеры предпочтут минимизировать свои усилия, извлекая при этом из своей работы всевозможные нефинансовые выгоды: связи, повышение уровня знаний и навыков за счет компании, получение закрытой информации, личный автомобиль и другие.

Работа авторов Дженсен и Мерфи (Jehnsen, Murphy,1990) является одной из первых, показавших существование связи между вознаграждением менеджеров и основными показателями деятельности компании. Такой результат исследования согласуется с агентской теорией, говорящей о том, что вознаграждение является инструментом мотивации менеджера для принятия решений, максимизирующих благосостояние собственников. Но при этом стоит отметить, что даже в рамках одной цели интересы менеджера и собственника могут не совпадать. Так, например, в работе 2015 года авторы показали, что в случае, когда компенсация менеджера зависит от стоимости активов компании, которую он должен повышать, менеджер, следуя получению дополнительной компенсации, может инвестировать в те активы, которые не приносят пользы компании, не влияют на ее деятельность положительно, но при этом прийти к достижению цели — увеличить стоимость активов компании (Cardosoetal., 2015).

Неверно сформированный контракт менеджера также может привести к недоинвестированию даже в условиях, когда менеджер не намерен действовать оппортунистически. В случае, если менеджер согласно контракту, получает компенсации в зависимости от размера показателей краткосрочной деятельности компании, то у него не будет стимулов к инвестированию в проекты, приносящие отдачу в долгосрочной перспективе, так как он максимально будет вкладываться в проекты «сегодняшнего дня» для повышения размера своей премии.

Вторым методом мотивации менеджера может служить получение в собственность акций компании, то есть в случае, когда менеджер становится одним из акционеров компании. В данном случае менеджер-собственник будет в меньшей степени заинтересован в поиске способов для получения личных выгод, ему, как собственнику, будет интересно развитие компании, ее эффективность, конкурентоспособность и стоимость ее акций.

Исследования говорят о том, что поскольку менеджеры принимают решения, то наличие у них в собственности акций позволяет выровнять интересы акционеров и менеджеров, приводя тем самым к инвестиционной эффективности (Singh, Davidson, 2003; Henry, 2006; Bhagat, Bolton, 2008; McKnight, Weir, 2009). Из более ранних работ важно выделить исследование Шмидта (Schmidt, 1975), выявившее отсутствие значимого влияния доли акций в собственности менеджеров на эффективность компании, эффективность компании была измерена показателем — доходность обыкновенных акций. Напротив, исследование Ванса (Vance, 1964) показало положительное влияние структуры собственности на чистую прибыль, выручку и собственный капитал компании. Согласно работе Чанга (Chang, 2003) менеджеры, имеющие в собственности акции компании, в большей степени склонны к инвестированию в исследования и разработки (R&D), ориентируясь на получение отдачи от них в долгосрочной перспективе.

Что касается работ, посвященных данной теме на российских данных, то исследование авторов Пирогова и Бобрышева (Бобрышев, Пирогов, 2009) говорит о том, что существует устойчивая связь между величиной пакета акций топ-менеджмента и агентскими издержками: чем крупнее пакет акций в руках топ-менеджмента, тем ниже агентские издержки в связи с тем, что интересы топ-менеджмента смещаются в сторону интересов собственников компаний.

Однако, при этом важно следить за тем, чтобы концентрация собственности в руках менеджера не превышала долю, при которой он мог бы игнорировать внешний контроль и интересы других, в том числе мелких, акционеров (проблема мажоритарных и миноритарных акционеров). В то же время обладая небольшой долей собственности менеджер будет руководствоваться отличными от владельцев капитала целями, которые были озвучены в том числе выше: увеличение размера компании, поиск связей, достижение некоего имиджа, положения в обществе, заключение невыгодных для компании контрактов и другие. Таким образом, данный инструмент мотивации эффективен лишь при нахождении оптимальной доли акций в руках менеджера.

Не менее важным аспектом при контроле действий менеджера является концентрация собственности. При низкой концентрации собственности снижается мотивация и возможности собственников для контроля действий топ-менеджмента, в то время как при высокой концентрации собственности, крупные акционеры готовы проводить внутренний мониторинг и отслеживать действия управленцев. Несколько исследований подтверждают данную теорию, подчеркивая, что концентрация собственности оказывает положительное влияние на эффективность компании (Meckling, Jenhsen, 1976; Shleifer, Vichny, 1986). В том числе автор исследования Андреадакис (Andreadakis, 2011) отмечает, что в большинстве случаев менеджеры действуют в интересах акционеров, а именно крупных акционеров, так как потенциально именно от них зависит трудоустройство топ-менеджмента.

Что касается исследований по российским компаниям, то в работах отмечается, что, начиная со второй половины 1990-х гг. в компаниях наблюдается тенденция к концентрации собственности, вплоть до приобретения 75-процентного пакета акций (Кузнецов, 2002; Bevan, Estrinetal., 2001). Однако относительно связи концентрации собственности и эффективности компании, авторы приходили к разным результатам. Так, в работе Долгопятовой (Долгопятова, 2007)показано отсутствие значимого влияния концентрации на эффективность компании, однако другое исследование (Гуриев, Рачинский, 2004) напротив показывает положительное влияние роста концентрации собственности на эффективность корпоративного управления неторгуемых компаний. В противовес данному результату можно отметить исследование авторов Масленниковой и Степановой (Масленникова, Степанова, 2010), показавших значительное отрицательное влияние концентрации акций в руках крупнейшего акционера на эффективность деятельности компании.В то же время в исследовании Пирогова и Бобрышева (Бобрышев, Пирогов, 2009) подтверждается гипотеза об отрицательном влиянии общего количества акционеров на агентские издержки. При большом количестве акционеров с достаточно небольшими пакетами акций появляется проблема «безбилетника»: каждый из акционеров старается перевести свои обязанности на другого, снижая уровень контроля за действиями менеджера, чем и пользуется менеджер, вкладываясь в реализацию проектов, способных принести ему высокие личные выгоды.

Резюмируя информацию, приведенную ранее, можно отметить, что проведенный анализ показывает, что на поведение менеджера влияет огромное количество факторов. Однако можно выделить ряд некоторых общих черт.

Исследование, проведенное Бреннером (Brenner, 2015), использующим данные за 1996-2008гг., показывает эмпирические доказательства того, что менеджеры чаще пытаются избежать риска, то есть в большей части являются рискофобами.

Еще одна важная концепция — горизонт планирования. Для определения горизонта планирования менеджеров обычно используется понятие «управляющая близорукость» («managerialmyopia»). Этот термин указывает на то, что краткосрочные предпочтения более важны для менеджеров. Исследование, заключавшееся в изучении телефонных конференций с руководителями и каналами раскрытия информации, показало, что близорукое поведение типично для менеджеров (Brochet, Loumioti, Serafeim, 2015). Одной из причин усиления такого эффекта является компенсация текущих финансовых результатов. Такая система создает стимулы для уменьшения рискованных расходов на инновации и разработки, которые не важны для деятельности компании в краткосрочном периоде. Отсутствие рискованных расходов улучшает текущие финансовые результаты и сводит к минимуму риск негативных последствий в будущем, что может негативно повлиять на репутацию менеджеров.

Ряд исследований (Ben-Zion, 1984; Bhagat, Welch, 1995; Kotharietal., 2002) доказали, что близорукость менеджеров и неприятие риска увеличивается с неопределенностью результатов проекта. Более того, научно-исследовательские проекты с неизвестным результатом, которые трудно оценить, предполагают дополнительные усилия и работу. Еще одно исследование(Thakor, 1993) показывает, что менеджеры стараются избегать инвестиций в такие проекты, которые связаны с необходимостью приложения больших усилий, высоким риском и меньшими текущими выгодами.

Предыдущие исследования также показали, что топ-менеджмент использует средства, выделенные на инвестиции в НИОКР, для корректировки текущего финансового результата компании до целевого показателя. Исследование 2005 года (Graham, Harvey, Rajgopal, 2005) говорит о том, что более 80% менеджеров предпочли бы сократить инвестиции в НИОКР для получения целевых финансовых результатов.

Таким образом, по данной части работы важно выделить следующие выводы:

Большинство менеджеров компаний склонны к неприятию риска;

Большинство менеджеров компаний следует стратегии «управляющая близорукость», то есть в большей степени ориентированы на краткосрочные проекты, текущие показатели деятельности компании;

Огромное количество факторов может повлиять на поведение менеджера: система вознаграждения, наличие в собственности акций компании, концентрация собственности в компании, личные выгоды, отношение к риску, отношение к собственной репутации и другие;

Большинство менеджеров скептически относится к инвестированию в сложные научно-исследовательские проекты.

1.2 Привлечение наемного менеджмента: опыт российских компаний

Так как исследование будет проводиться на данных российских компаний, далее будет проведен анализ особенностей привлечения наемного менеджмента для контроля и управления компанией в России.

Возникновение акционерных обществ связано с процессом приватизации государственных и муниципальных предприятий в 1990-х гг. При распаде СССР, в период проведения масштабных экономических реформ предполагалось создание распыленной собственности, заключавшейся в наличии большого количества акционеров предприятий. Однако, практически сразу наметилась особенная черта, отличавшая форму собственности в России от других стран, — наличие крупного акционера, называемого в современной экономике блокхолдером. Подобное явление объяснялось слабой правовой защитой и несовершенством законодательства в регулировании деятельности акционерных обществ. Акционеры стремились защитить свои интересы, не допуская к управлению людей извне. В большинстве случаев в приобретении крупного пакета акций были заинтересованы бывшие топ-менеджеры предприятий или юридические лица, чьи навыки и знания позволяли сохранять доминирующие позиции. Такие собственники становились управленцами для решения агентской проблемы путем пресечения её в самом начале: данный инструмент, рассматриваемый ранее, стал основным в российской практике. «В начале 2000-х гг. удельный вес обществ, на которых есть акционер с блокирующим пакетом, в разных выборках оценивался в 30-65%, а обществ с держателем более половины акций — от 20 до 40% обследованных фирм» (Долгопятова, 2011, с.49).

Необходимость в найме топ-менеджмента с целью передачи управленческих задач начала появляться в середине 2000-х гг., в период быстрого экономического роста, в связи с требованиями к квалификации специалистов, занимающихся управлением компаний, в условиях развития технологий, глобализации, повышения защищенности прав собственности (Капелюшников, 2015). В это же время создается предложение на рынке труда — появляются образованные, профессиональные, молодые управленцы. Кроме того, необходимость найма топ-менеджеров была связана с ростом компаний — появлением дочерних предприятий, когда необходимы были управляющие «на месте», обращением ценных бумаг компаний на биржах. Таким образом, в условиях усложнения рыночной среды и роста конкуренции начался постепенный отход собственников от руководства с назначением наемных директоров: «доля хозяйственных обществ с наличием контролирующего собственника уменьшилась за 2005-2008 гг. с 74 до 67%» (Долгопятова, 2016, с. 31).

При появлении разделения функций владения и управления, начали появляться исследования, целью которых стал анализ деятельности и эффективности предприятий с сохранением функции управления компанией за собственником, и предприятий, управление которыми перешло под ответственность наемного менеджмента. Показательным результатом исследования Капелюшникова (2015), использовавшего данные о 2092 предприятиях обрабатывающей промышленности России, стал ряд особенностей отхода управленческих функций от акционеров к наемным менеджерам.Предприятием с большей вероятностью управляет наемный менеджер в следующих случаях:

Предприятие является старым и находится в не крупном населенном пункте. Автор связывает данные два факта между собой следующим образом: в крупных населенных пунктах, например,

г. Москва, высока доля новых предприятий, стадия развития которых не дошла до момента, требующего отход управления от собственника, в то время как в сельской местности и поселках городского типа преобладают предприятия, созданные до 1992 года.

Предприятие является крупным. Чем крупнее предприятие, тем с большей вероятностью компания наймет управленца «со стороны». Собственник не в состоянии контролировать деятельность всех филиалов, дочерних предприятий.

Если предприятие работает в менее конкурентной среде, например, на рынках с олигополистической или монополистической структурой.

При процессах слияния и поглощения, в особенности, когда предприятие является объектом приобретения другой стороной. «В подобных ситуациях на место руководителя почти в 80% случаев приходит наемный менеджер» (Капелюшников, 2015, с.22).

При наличии среди собственников иностранных или государственных акционеров. Данная черта является следствием требования со стороны данных видов собственников прозрачности корпоративного управления, что по мнению автора, в том числе предполагает отход управления от собственников.

Также были отмечены различия в деятельности российских компаний с разным методом управления в исследовании Долгопятовой (Долгопятова, 2012).Один из разделов посвящен сравнению компаний с совмещением функций акционеров и управления и предприятий, у управления которых стоят наемные менеджеры, в совокупности анализ 822 акционерных обществ. Первый блок сравнения базировался на методах текущего управления: применение аутсорсинга бизнес-процессов, проведение бенчмаркинга с конкурентами, наличие IT-подразделений в компании, проведение диагностики и мероприятий по повышению эффективности бизнес-процессов, применение международных стандартов в подготовке отчетности. Значимые расхождения были обнаружены только по 2 направлениям: подготовка финансовой отчетности по международным стандартам, где лучший результат показали предприятия с наемным управленцем, и бенчмаркинг с конкурентами, который проводила лишь шестая часть предприятий с наемным топ-менеджментом (против пятой части предприятий с совмещением функций). Второй блок сравнения был посвящен стратегической ориентации компаний, показавший результат не в пользу разделения функций. Результаты показали, что более инновационно и инвестиционно заинтересованными являются предприятия, где акционер занимается управлением, кроме того такие фирмы чаще применяют методы стратегического планирования. В соавторстве с Авдашевой (Авдашева, Долгопятова, 2010), проведя анализ модели порядковой регрессии, автор показал, что при контроле размера компании и отрасли, более конкурентоспособными являются предприятия с полным совмещением функций владения и управления.

Таким образом, анализ особенностей работы наемного топ-менеджмента в России показал, что отход управления от собственников начал набирать темп лишь в середине 2000-х гг., но несмотря на это, доля компаний, сохраняющих совмещение функций собственника и управленца, остается высокой. При этом, согласно исследованиям, компании без привлечения наемных менеджеров являются более инновационно и инвестиционно активными. Такие результаты могут говорить о том, что российские наемные менеджеры также могут быть охарактеризованы чертами, рассмотренными в 1 параграфе данной главы: неприятие риска, направленность на краткосрочный результат, предпочтение получения личных выгод.

.3 Влияние применения интеллектуальных ресурсов на конкурентоспособность и результаты деятельности компании

Тема интеллектуальных ресурсов является в настоящее время актуальной и вызывающей большой интерес среди исследователей. Авторы рассматривают интеллектуальные ресурсы в разрезе стран, отраслей, компаний и в большинстве случаев приходят к выводам о необходимости компаний развивать и поддерживать интеллектуальную базу.

Данный блок теоретического обзора будет касаться вопроса о влиянии интеллектуальных ресурсов на конкурентоспособность и результаты деятельности компании. В исследованиях представлены компании разных стран, отраслей, различные виды и группы интеллектуальных ресурсов, а также различные показатели в качестве результатов деятельности компании: рыночная стоимость компании, прибыль компании, выручка, рентабельность капитала и другие. В данном исследовании под результатом деятельности компании будут рассмотрены конкурентоспособность, выраженная

в экономической добавленной стоимости (EVA), и добавленная рыночная стоимость (MVA).

Исследования, касающиеся данного вопроса, можно поделить на две большие группы: исследование компаний стран развитого рынка капитала и компаний стран развивающегося рынка капитала. Так как в данной исследовательской работе будут рассматриваться российские компании, то больший акцент будет сделан на работах по компаниям развивающегося рынка капитала, в том числе стран группы БРИКС.

Работы по странам с развивающейся экономикой не показывают однозначных результатов исследования интеллектуального капитала как

по странам с развитой экономикой. Это может быть связано с тем, что при развивающейся экономике компании делают упор не на инновационную составляющую, а на физический капитал. Кроме того, развивающиеся экономики часто идут по опыту развитых экономик, поэтому внедрение каких-либо идей, стратегий или инноваций происходит с некоторым временным лагом. Однако, несмотря на это, исследования интеллектуальных ресурсов компаний развивающихся экономик не теряют свою актуальность.

Интеллектуальные ресурсы как фактор создания стоимости

и конкурентоспособности представлен длинным списком исследований(Pulic, 2000; Stern, 2001; Huang, Wang, 2008; Yang, Chen, 2010; Colak, 2010; Pal, Soriya, 2012; Shakina, Barajas, 2014). Но результаты этих исследований различны,

в некоторых случаях даже противоположны.

Исследователи Фирер и Уильямс в своей работе «Intellectualcapitalandtraditionalmeasuresofcorporateperformance» 2003 года (Firer, Williams, 2003) рассматривали влияние интеллектуального капитала на результаты деятельности компаний Южно-Африканской Республики. В выборку вошли 75 публичных компаний с высоким уровнем интеллектуального капитала. Однако, построив регрессионную модель, исследователи не обнаружили сильной положительной связи между интеллектуальным коэффициентом добавленной стоимости — VAICTM и результатами деятельности компании, за которые были приняты такие показатели, как рентабельность активов и рыночная стоимость компании. Основным результатом работы авторы выделили следующее: на результаты деятельности компаний развивающихся рынков интеллектуальные ресурсы имеют чрезвычайно слабое влияние.

Другое исследование, касающееся страны группы BRICS, было проведено на данных об индийских компаниях (Gosh,Mondal,2009). В выборку вошли показатели фармацевтических компаний и компаний, занимающихся программным обеспечением, за временной период с 2002 по 2006 год. Интеллектуальный капитал компаний, как и в предыдущем исследовании, был измерен с помощью метода VAICTM, за результаты компаний авторы взяли такие показатели как производительность, прибыльность и рыночную стоимость компаний. В исследовании была использована множественная регрессионная модель, результаты анализа которой показали, что между интеллектуальным капиталом и прибыльностью компаний существует сильная положительная корреляция, однако такое нельзя сказать о рыночной стоимости компаний и производительности.

Большое количество работ посвящено исследованию интеллектуальных ресурсов Тайваньских компаний. В 2005 году была выпущена работа авторов Tseng,Goo(2005), которые на примере 81 публичной компании Тайваня эмпирически доказали, что отдельные составляющие интеллектуального капитала имеют комплементарное влияние на корпоративную стоимость компаний, при этом для высокотехнологичных компаний такое влияние выражено сильнее, чем для других отраслей. Также влияние отдельных структурных единиц интеллектуального капитала исследовали авторы Wang,Chang (2005). Для исследования были выбраны IT компании Тайваньской биржи. Основной результат исследования показал, что такие компоненты интеллектуального капитала, как инновационный капитал, клиентский и структурный капиталы оказывают положительное влияние на деятельность компании, однако, человеческий капитал влияет лишь через другие компоненты.

Исследование 213 компаний Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН) было проведено в 2015 году автором Nimtrakoon. Одним из результатов является положительная связь между интеллектуальным капиталом и рыночной стоимостью компаний: чем выше уровень интеллектуального капитала, тем выше рыночная стоимость. Другие авторы (DanielPitelliBritto, ElianeMonetti, JoaodaRochaLimaJr, 2014) исследовали взаимосвязь между интеллектуальным капиталом и деятельностью бразильских компаний. Они обнаружили отрицательную связь между интеллектуальным капиталом и рыночной стоимостью компаний: компании с более высокой рыночной стоимостью имеют низкий уровень интеллектуального капитала.

Наряду с представленными исследованиями также можно выделить ряд следующих работ, касающихся исследования интеллектуальных ресурсов компаний развивающихся экономик. (Таблица 1).

Таблица 1

Эмпирические исследования интеллектуальных ресурсов развивающихся экономик

|  |  |
| --- | --- |
| Страна | Авторы, год |
| Малайзия | Bontis, Keow, Richardson (2000); Cheuk, Wong, Kok (2006);  Ageel, Shaari et al. (2011) |
| ЮАР | Firer, Williams (2005) |
| Тайвань | Huang, Liu (2005);  Shiu (2006);  Liang, Huang, Lin (2011) |
| Индонезия | Anshoria, Iswatia (2007) Fadah, Trisnowati (2014) Anantadjaya, Feimianti (2014) |
| Индия | Soriya, Pal (2012) |
| Иран | Akhavan, Mehralian (2012) |
| Нигерия | Tobora (2014) |

Интеллектуальные ресурсы российских компаний сравнительно недавно начали интересовать отечественных и зарубежных авторов как объект исследования. Такое положение дел объясняется тем, что российские компании только начинают внедрять интеллектуальные ресурсы в свою деятельность, а также публиковать информацию об интеллектуальной ресурсной базе. Это в свою очередь связано с некоторым отставанием российской экономики знаний, которое проявляется в низкой инновационной активности компаний (Быкова, Молодчик, 2011).

Изучение интеллектуальных ресурсов российских компаний проводилось такими авторами как Теплова (Теплова, 2006; Теплова, Крылова, 2007), Волков (Волков, Гаранина, 2007), Мильнер (Мильнер, 2003) и другими. Однако в данной работе представлен обзор наиболее цитируемых статей.

Исследователи Попов и Власов в своей работе «Миниэкономические институты производства новых знаний» 2006 года проанализировали порядка 100 компаний Уральского региона. Результатом исследования стала положительная связь между инвестициями в производство новых знаний и прибыльностью компаний. Компании, относящиеся к этому региону, также были исследованы другими авторами. Исследователи Молодчик и Быкова (2011) провели анализ 401 предприятия Пермского края за временной период с 2005 по 2007 год, придя к выводу, что положительная связь между темпом выручки компании и уровнем интеллектуального капитала, который измерялся при помощи показателя VAICTM, сохраняется вне зависимости от отрасли.

Исследование интеллектуальных ресурсов российских компаний в работе авторов Байбурина и Головко (2008) включило в себя эконометрический анализ данных 19 крупных компаний «на протяжении 5 завершенных отчетных периодов (95 наблюдений) с 2002-го по 2006 год включительно» (Байбурина, Головко, 2008, с.21). Была обнаружена положительная взаимосвязь между рентабельностью активов и интеллектуальной добавленной стоимостью (рассчитываемой как разница между рыночной капитализацией обыкновенных акций компании и балансовой стоимостью ее собственного капитала). Также были определены компоненты интеллектуального капитала, определяющие интеллектуальную добавленную стоимость.

В работе Гараниной «Роль нематериальных активов в создании ценности компании: теоретические и практические аспекты» (2009) при анализе 43 российских компаний (2001-2006гг.) автор пришел к выводу, что рыночная стоимость компании формируется за счет фундаментальной стоимости как нематериальных, так и материальных активов, однако влияние материальных активов выражено сильнее. Другое исследование автора (Гаранина, 2010) показало похожий результат: несмотря на превалирование материальных активов, интеллектуальные ресурсы в российских компаниях оказывают влияние на формирование ценности компании.

Также исследованием инновационной сферы деятельности компаний занимаются авторы Говорун, Голикова и Гончар. В монографии авторов одна из глав посвящена инновационному поведению традиционных промышленных фирм России. В данной главе представлены результаты проведенных исследований, отвечающих на различные вопросы: есть ли для российских компаний проблема выбора между продуктовыми инновациями и модернизацией, какой рынок более приспособлен для производства инноваций, связь между конкурентоспособностью и инновациями, а также как кризис сказался на инновациях российских компаний. Проведенный авторами анализ позволил сделать следующие выводы. В российской промышленности выделяется группа компаний «с относительно высоким технологическим уровнем и завершенной модернизацией» (Говорун и др., 2014, с.220), однако таких предприятий, вдвое больше ориентированных на инновационный путь развития, мало (около 10-15%). Что касается кризиса, то в большей степени пострадали компании, ориентированные на инвестирование и инновации. Касаемо производства инноваций, большинство российских компаний-инноваторов являются лишь имитаторами, копирующими иностранные инновации без попыток адаптации продуктов под российский рынок. Лишь 3% выборки, в основном компании химического производства и производства электроники, ориентируют новые продукты и технологии на мировой рынок. Такие выводы авторов говорят о том, что российская экономика отстает в сфере экономики знаний, что российские компании отличаются низкой инновационной активностью, исходя из чего, их конкурентоспособность на мировом рынке остается на невысоком уровне.

Данный блок теоретического обоснования позволяет выделить ряд основных моментов, которые будут важны при проведении данного исследования:

Влияние интеллектуальных ресурсов на результаты деятельности компаний в странах с развивающимся рынком капитала, в том числе в России, нельзя назвать однозначными: часть исследований подтверждает положительную отдачу от инвестиций в интеллектуальные ресурсы, другая часть исследований приходит к тому, что несмотря на положительное влияние интеллектуальных ресурсов, оно остается незначительным, несравнимым с вкладом физического капитала. Однако в данном случае возникает вопрос, были ли инвестиции в интеллектуальный капитал эффективными, возможно, компании, предпринимающие попытки по использованию интеллектуальных ресурсов, применяют их в неверных направлениях, количестве и качестве.

В России компании, ориентированные на инновационный путь развития, составляют небольшую долю. К тому же комапнии-инноваторы в основном являются компаниями-имитаторами, не предпринимающими попыток по адаптации инноваций к условиям российского рынка.

.4 Раскрытие информации об интеллектуальном капитале как решение агентской проблемы

Четвертый блок включает работы, относящиеся к вопросу раскрытия информации об интеллектуальной ресурсной базе компаний. Данный вопрос должен быть рассмотрен в связи с тем, что возникает асимметрия информации, которая ставит руководителей компаний перед решением следующего вопроса: как применять возможностиинтеллектуальной ресурсной базы компании, инвестиции в развитие которой они считают разумными, чтобы при этом продолжать следовать предпочтениям акционеров (Holmstrom, Milgrom, 1991; Tirole, 2001). Эти две цели одинаково важны для менеджеров, которые принимают инвестиционные решения. Во-первых, для компании важно следовать стратегии развития инновационной составляющей, которая будет предоставлять компании некие конкурентоспособные преимущества, которые позволят компании быть успешной не только в данный момент времени, но и получать отдачу от конкурентоспособности, созданной интеллектуальными ресурсами, в будущем. С другой стороны, менеджеры компании должны следовать предпочтениям инвесторов компании, мнение которых они не могут игнорировать.

При наличии асимметрии информации взаимоотношения менеджеров и акционеров определяются агентской проблемой (Jensen, Meckling, 1976), рассмотренной ранее в данной главе. Если менеджеры не в силах сбалансировать достижение двух целей одновременно, то они столкнутся с проблемой принципал-агент: в случае противоречивых целей, менеджеры должны либо не вкладывать средства в потенциально прибыльные нематериальные активы, либо игнорировать ожидания инвесторов. Независимо от принятого менеджерами решения, компания может попасть в одну из ситуаций: 1) компания лишается возможности, получить конкурентные преимущества в связи с отказом от инвестирования в интеллектуальные ресурсы;2) отрицательное влияние на доступность капитала, падение рыночной стоимости компании.

Для того, чтобы решить проблему асимметрии информации многие компании раскрывают информацию об интеллектуальной ресурсной базе, инновационных разработках, патентах и оптимизирующих процессах компании. Данный метод решения проблемы принципала-агента также может быть действенным, как методы, рассмотренные ранее в данной главе.

Результаты работ, посвященных раскрытию информации, показывают, что решения менеджеров в отношении инвестиций в нематериальные активы уменьшают асимметрию информации путем подачи сигналов для инвесторов. В статье авторов Soenen, Johanson (2003), подчеркивается, что инвесторы зачастую не ценят интеллектуальный капитал, как средство создания стоимости, так как для них являются неясными цели компании относительно инвестирования в нематериальные активы. Во многих исследованиях отмечается, что раскрытие информации об интеллектуальном капитале предоставляет участникам фондового рынка возможность ознакомиться с актуальной информацией, вследствие чего инвесторы с большей вероятностью примут положительное решение об инвестировании в такую компанию (Williams, 2001; Beattie, Thomson, 2007). и др. (1999) показали, что раскрытие данных об интеллектуальном капитале помогает повысить актуальность финансовой отчетности для потенциальных инвесторов. Следовательно, понимание фондового рынка создания стоимости компании за счет интеллектуальных ресурсов и связанных с ними рисков улучшается. Таким образом, раскрытие информации имеет важное значение для установления прозрачных отношений между менеджерами и инвесторами, что способствует улучшению деятельности компании в целом.

Подводя итог теоретического обоснования, необходимо отметить несколько важных выводов:

Отношения собственников и наемного топ-менеджмента могут быть рассмотрены в разрезе агентской проблемы, где собственник — агент передает функции управления принципалу — менеджеру. Менеджер в виду асимметрии информации может вести себя оппортунистически, вкладываясь в проекты, приносящие выгоды не компании в целом, а ему лично. Для контроля действий менеджера существуют различные методы, рассмотренные выше, однако несмотря на это поведение наемного топ-менеджмента может быть охарактеризовано неприятием риска, краткосрочной направленностью, нежеланием вкладываться в сложные инновационные проекты.

Для российских компаний характерна структура собственности, при которой имеется крупный акционер — блокхолдер, появление которого обусловлено историческими событиями и слабой правовой защитой собственности. Такой собственник в большинстве случаев сохраняет за собой функции управления, однако начиная с середины 2000-х гг. доля компаний с разделением функций начала увеличиваться.

Влияние интеллектуальных ресурсов на создание стоимости и конкурентоспособность компании в развивающихся странах, в том числе в России, не является однозначным — авторы в исследованиях разных стран приходили к разным результатам, в некоторых случаях — противоречивым.

Раскрытие информации об интеллектуальных ресурсах компании во многих случаях может являться решением агентской проблемы между менеджерами и инвесторами.

2. Постановка исследовательской проблемы

Цель данного исследования — выявить наличие дуальности решений относительно инвестирования в интеллектуальные ресурсы на примере российских компаний. Выбор менеджеров лежит между двух перспектив: инвестировать в интеллектуальные ресурсы с целью получения конкурентных преимуществ (предпочтение высоким показателям EVA) или инвестировать с целью повышения привлекательности компании для инвесторов, а также для следования целям собственников компании (предпочтение высоким показателям MVA).

Наиболее правильным решением в данной ситуации является инвестирование в интеллектуальный капитал с преследованием обеих целей, то есть в рамках данного исследования в целях роста показателей EVA и MVA, которые выступят в данном исследовании зависимыми переменными.

Выбор в качестве индикаторов EVA и MVA обусловливается тем, что данные показатели тесно взаимосвязаны. Стюарт (Stewart, 1997) в своей работе утверждает, что экономическая добавленная стоимость является топливом, которое дает компании силу для создания рыночной добавленной стоимости. тесно связана с MVA — разницей между рыночной стоимостью фирмы и экономической стоимостью капитала, который она использует. Существует множество работ, посвященных изучению EVA в качестве одного из наиболее важных факторов создания стоимости компании (Grant, 1996; O’Byrne, 1997; Athanassakos, 2007). Согласно ценностно-стоимостному методу, MVA можно объяснить, как способность компании создавать сверхприбыль, выраженную в EVA (Stewart, 1991). EVAявляется одним из основных показателей деятельности компании для инвесторов, так как она отражает способность компании быть конкурентоспособной. По этой причине, EVA считается одним из ключевых факторов рыночной добавленной стоимости компании. Автор O’Byrne (1997) при исследовании промышленных компаний показал, что изменения в EVA статистически в большей степени влияют на изменения в MVA.

Автор Irala (2007) в исследовании пришел к выводу, что EVA имеет лучшую прогностическую мощность относительно традиционных мер бухгалтерского учета, таких как EPS, ROCE, RONW, фондоотдача и производительность труда. Анализ 1000 компаний за промежуток времени в шесть лет, подтвердило утверждение, что EVA является лучшим показателем рыночной стоимости компании по сравнению с другими мерами бухгалтерского учета. Подтверждением таких выводов является другое исследование авторов Misra, Kanwal (2007), исследовавших индийские компании. Результаты их исследования показывают, что EVA (в процентах) является наиболее значимым фактором, определяющим MVA, так как объясняет различия в стоимости акций лучше, чем другие традиционные меры бухгалтерского учета на основе финансовых результатов деятельности фирм.

Однако, были проведены исследования, такие как Biddle, Bowen, Wallace (1999) и Fernandez (2002), показывающие, что MVA имеет либо слабую статистическую связь с историческими показателями EVA или данная связь отсутствует вовсе. Это явление, вероятно, объясняется низкой предсказательной силой исторической EVA. Считается, что уровень информированности акционеров о прошлом компании не является достаточным, когда они решают, куда инвестировать. Инвесторы должны быть уверены в будущем росте компании, который отражает вторая зависимая переменная — MVA. проста в использовании, из-за доступа к информации: она может быть использована для оценки по данным бухгалтерской отчетности компаний. Стерн и Стюарт определяют EVA как «разницу между чистой операционной прибылью после уплаты налогов (NOPAT) и альтернативной стоимостью задействованного капитала (CE \* WACC)» (Stewart, 1999; Stern, 2001). Этот показатель является широко распространенным, и многие исследователи используют его, чтобы оценить экономическую прибыль (Stegmann, 2007; Wet, Hall, 2004). В новой экономике все конкурентные преимущества компании связанны с ее интеллектуальными ресурсами: технологиями, знаниями, патентами, отношениями с другими агентами, корпоративной структурой, человеческими ресурсами. Таким образом, EVA, как характеристика экономической прибыли, позволяет в полной мере оценить эффективность интеллектуальных ресурсов компании, хотя изначально она была создана не для этого.

Для того чтобы увидеть, следует ли компания в интересах акционеров, стоит обратить внимание в первую очередь на MVA. Высокое значение MVA является свидетельством эффективного управления и сильных оперативных возможностей. С точки зрения теории корпоративных финансов MVA отражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций.

Индикатор MVA рассчитывается как разница между рыночной и балансовой стоимостями компании. Данный показатель оценивает спрэд между стоимостью предприятия и балансовой стоимостью активов (Barajas, Molodchik, Shakinа, 2017). Но следует также отметить, что рыночная стоимость отражает ожидания инвесторов относительно своей будущей позиции и, следовательно, она подвергается воздействию многих факторов, среди которых интеллектуальный капитал может играть различную роль.

Таким образом, в данном исследовании EVA будет служить индикатором конкурентоспособности, а MVA — показателем привлекательности для инвесторов. Инвесторам также важны те драйверы стоимости, которые потенциально могут обеспечить компании конкурентные преимущества и рост стоимости. В связи с этим, нематериальные активы рассматриваются инвесторами в качестве ключевых факторов будущего успеха компании (Huang, Wang, 2008; Yang, Chen, 2010; Colak, 2010). Кроме того, существует несколько внешних факторов, которые влияют на EVA и MVA (Barajas, Molodchik, Shakina, 2017). В связи с вышесказанным, выделены основные показатели, которые будут использованы при оценке модели: зависимые переменные — EVA, MVA, показатели, отвечающие за уровень интеллектуальных ресурсов компании, а также контрольные переменные — внешние факторы.

Для того, чтобы выявить наличие агентского конфликта при инвестировании в интеллектуальные ресурсы, необходимо отметить основные особенности отношений между топ-менеджментом и собственниками российских компаний.

В классической работе по корпоративному управлению авторов

Ж. Минcа и А. Берле (1932) причиной появления необходимости в найме топ-менеджмента является распыленная собственность акционеров. Однако, более поздние работы авторов LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer(1998; 1999) показали различие структуры собственности компаний в разных странах, в том числе взаимосвязь наличия крупного собственника с низкой правовой защитой миноритарных акционеров, подобная ситуация сложилась и в России.

В России в 1990-х гг. проходила массовая приватизация государственных предприятий, которая должна была повлечь за собой появление распыленной собственности. Однако, к началу 2000-х гг. наблюдалась тенденция концентрации капитала и перехода к структуре собственности с доминирующим собственником, контролирующим деятельность компании. Вновь создаваемые компании изначально предусматривали подобную структуру собственности.

Как уже было отмечено в первой части работы, необходимость в найме топ-менеджмента с целью передачи управленческих задач начала появляться в середине 2000-х гг. в связи с требованиями к квалификации специалистов, занимающихся управлением компаний, в условиях развития экономики, технологий, глобализации. В это же время создается предложение на рынке труда — появляются образованные, профессиональные, молодые управленцы. Кроме того, необходимость найма топ-менеджеров была связана с ростом компаний — появлением дочерних предприятий, когда необходимы были управляющие «на месте», обращением ценных бумаг компаний на биржах. Таким образом, в условиях усложнения рыночной среды и роста конкуренции начался постепенный отход собственников от руководства с назначением наемных директоров.

Совмещение управления и владения является одним из решений проблемы, возникающей в отношениях между менеджерами и инвесторами компании в России — асимметрии информации. Однако, если данные функции разделены между собственниками и топ-менеджментом, то в рамках данного исследования, то есть относительно инвестирования в интеллектуальные ресурсы, топ-менеджмент компаний сталкивается со следующим вопросом: как применять возможности интеллектуальной ресурсной базы компании, инвестиции в развитие которой они считают разумными, чтобы при этом продолжать следовать предпочтениям акционеров (Holmstrom, Milgrom, 1991; Tirole, 2001).

Данные две цели одинаково важны для менеджеров, которые принимают инвестиционные решения. Во-первых, для компании важно следовать стратегии развития инновационной составляющей, которая будет предоставлять компании некие конкурентоспособные преимущества, которые позволят компании быть успешной. С другой стороны, менеджеры компании должны следовать предпочтениям инвесторов компании, мнение которых они не могут игнорировать. Если менеджеры не в силах сбалансировать достижение двух целей одновременно, то они столкнутся с проблемой принципала-агента: в случае противоречивых целей, менеджеры должны либо не вкладывать средства в потенциально прибыльные нематериальные активы, либо игнорировать ожидания инвесторов. Независимо от принятого менеджерами решения, компания может попасть в одну из ситуаций: 1) компания лишается возможности, получить конкурентные преимущества в связи с отказом от инвестирования в интеллектуальные ресурсы;

) отрицательное влияние на доступность капитала, падение рыночной стоимости компании.

В первой части работы также было выделено возможное решение проблемы асимметрии информации, заключавшееся в совмещении функций управления компанией и владения акциями компании: при наличии в собственности акций интересы менеджера должны приближаться к интересам акционеров компании. Также было отмечено, что именно такое решение в России было основным для агентской проблемы: акционеры не доверяли управление компанией людям «со стороны», оставляя данные функции за собой.

Для того, чтобы провести правильную интерпретацию полученных далее результатов, необходимо учесть, какую долю в выборке занимают компании, в которых присутствует совмещение функций управления и владения (Рис. 1).

Рис.1. Распределение компаний выборки по признаку совмещения функций управления компанией и владения акций

Согласно диаграмме (Рис. 1) чуть более трети российских компаний управляются собственниками, что не согласуется с выводом автора, приведенным ранее (Долгопятова, 2011) о том, что в большинстве компаний роль управленца в компании играет собственник. Однако, этот же автор в более поздней работе (Долгопятова, 2016) указал на то, что, начиная с середины 2000-х гг.,начался отход функции управления от собственников к наемным менеджерам, что уже согласуется с распределением компаний в исследуемой выборке.

Так как большую часть выборки, используемой в данном исследовании, занимают компании с привлечением наемного менеджмента, то результаты, полученные при построении модели не будут искажены фактом, что были рассмотрены компании с превалированием доли с совмещением функций, где эффект дуальности можно было бы не увидеть в связи с совпадением целей инвестирования в интеллектуальные ресурсы.

Логику собранной информации и модели, построение которой будет представлено далее, можно отобразить в виде схемы (Рис. 2), отображающей связи между инвестиционными решениями, принимаемыми в компании относительно интеллектуальных ресурсов, и результатами принятых решений, выраженных в EVAи MVA.

Сплошными линиями выделены связи, играющие в данном исследовании ключевую роль. Важно понять, какое решение принимают менеджеры российских компаний при инвестировании в интеллектуальный капитал: следование целям, приводящим к максимизации благосостояния собственника, или следование собственным целям, приводящим к извлечению личных выгод. Первый выбор согласно графику (Рис. 2) приведет к положительным значениям MVA, второй — EVA.

Пунктирными линиями выделены связи, которые интересны в рамках исследования во вторую очередь: 1) проверка связи между показателями EVAи MVA, рассмотренной ранее множеством авторов (O’Byrne, 1997; Irala, 2007; Misra, Kanwal, 2007); 2) роль контрольных переменных — внешних факторов, оказывающих влияние на зависимые переменные.

Рис. 2. Визуализированная модель исследования

Исходя из визуализированной модели исследования можно выделить основные гипотезы исследования:: для российских компаний существует дуальность инвестиционных решений менеджеров при выборе ими между стратегией повышения конкурентоспособности компании или повышения привлекательности компании для инвесторов.

Такая гипотеза согласуется с исследованиями, подтверждающими, что в большинстве случаев при оппортунистическом поведении менеджер может быть охарактеризован следующими факторами: направленность на текущие результаты деятельности компании, неприятие риска (Ben-Zion, 1984; Bhagat, Welch, 1995; Kotharietal., 2002), а также нежелание инвестировать в сложные инновационные проекты (Thakor, 1993; Graham, Harvey, Rajgopal, 2005). Данные характеристики работы наемного топ-менеджмента лишь подтверждают различие целей менеджеров, следующих целям собственников, то есть добросовестных менеджеров, и менеджеров, извлекающих собственные выгоды. : менеджеры российских компаний при принятии решений об инвестировании в ИК склонны в большей степени к повышению показателя EVA, то есть к повышению конкурентоспособности компании, нежели MVA, следованию интересам собственников, инвесторов.

Таким образом, в данной главе были выбраны зависимые переменные модели, построена визуализированная модель, отражающая логику исследования и на основе проведенного теоретического обоснования выдвинуты гипотезы исследования. Далее будут приведены обоснование выбора индикаторов интеллектуального капитала, предварительный анализ данных, на которых будет построена модель, и описан метод исследования.

3. Методология исследования

Для того чтобы проверить выдвинутые ранее гипотезы необходимо решить один из ключевых вопросов данного исследования — выбор показателей интеллектуального капитала и его измерения. В данной работе будет использоваться классификация предыдущих исследований, но с некоторыми изменениями. Авторы Molodchik, Shakina, Barajas (2014) представили шесть элементов нематериальных активов и установили, что, из-за их сложного характера, трудно выразить нематериальные активы с точки зрения одного показателя. В связи с этим появляется необходимость преобразования отдельных показателей в индикаторы, отвечающие за качество интеллектуальных ресурсов компаний.

В данном исследовании будет использована стандартная

-компонентная структура интеллектуального капитала, предлагаемая ранее в следующих исследованиях (Edvinsson, Malone, 1997; Stewart, 1997; Bontis, 2001). Такая структура предполагает разделение интеллектуального капитала компании на три компоненты: человеческий капитал, структурный капитал и отношенческий капитал. Каждая компонента будет собрана из отдельных переменных. Переменные, которые использованы для построения модели исследования, представлены в таблице (Таблица 2).

Таблица 2

Переменные, относящиеся к трем компонентам интеллектуального капитала

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Отношенческий капитал | Структурный капитал | Человеческий капитал |
| Коммерческие расходы Привлечение иностранного капитала Участие в ассоциациях Качество сайта компании | Наличие систем управления ресурсами (ERP, Oracle, SQL и др.) Стоимость НМА по балансу Наличие стратегии относительно интеллектуального капитала или управления знаниями Количество патентов | Квалификация членов Совета директоров Затраты на персонал Продуктивность персонала |

Переменные характеризуются следующим образом:

Коммерческие расходы — непрерывная переменная, измеряющаяся в млн евро, представляющая расходы компаний, связанные с реализацией производимой продукции, предоставляемых услуг.

Привлечение иностранного капитала — бинарная переменная, принимающая значение 1 в случае, если компания в деятельности привлекает иностранный капитал, 0 — в обратном случае.

Участие в ассоциациях — бинарная переменная, отражающая участие компании с ассоциациях, 1 — компания принимает участие в каких-либо ассоциациях, 0 — нет.

Качество сайта компании — категориальная переменная, показывающая уровень сайта компании: переменная принимает значения от 0 до 4, каждый балл присуждался компании за такие критерии, как количество страниц сайта, наличие переключения языка сайта, использование анимированных изображений и наличие отдельного раздела с информацией для инвесторов.

Наличие систем управления ресурсами — бинарная переменная, отражающая применение компанией интегрированных систем, основанных на информационных технологиях для управления ресурсами.

Стоимость НМА по балансу — непрерывная переменная, измеряющаяся в млн евро, отражающая общую стоимость нематериальных активов компании согласно финансовой отчетности.

Наличие стратегии относительно интеллектуального капитала или управления знаниями — бинарная переменная, принимающая значение 1 в случае, если компания имеет сформированную стратегию относительно интеллектуальных ресурсов.

Количество патентов — непрерывная переменная, отвечающая за патенты компании.

Квалификация членов Совета директоров — данная категориальная переменная принимает значения от 0 до 2, квалифицированным совет считается, если более 1/3 директоров имеют степень PhD, либо долгий опыт работы в данной отрасли.

Затраты на персонал — непрерывная переменная, измеряющаяся в млн евро.

Продуктивность персонала — непрерывная переменная, измеряющаяся в млн евро, отражающая размер операционной прибыли компании EBIT, приносимый одним сотрудником.

Данные по перечисленным переменным, а также другие данные, используемые в текущем исследовании взяты из базы данных, которая является результатом проекта «Исследование конкурентных преимуществ и драйверов стоимости компаний, интенсифицирующих интеллектуальные ресурсы», выполненного в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2014 году.

База данных представляет собой базу панельных данных российских компаний за 11-летний период времени с 2004-го по 2014 год. База включает в себя данные о 1096 российских компаний,содержит различные показатели деятельности фирмы: принадлежность к отрасли, городу-миллионеру или городу-столице региона, биржевые данные, показатели финансовой отчетности, размер компании, измеряемый количеством сотрудников, а также показатели, характеризующие интеллектуальную составляющую компаний.

Для корректного построения модели необходимо было привести базу данных к конкретному виду, а именно использовать данные лишь тех компаний, данные по которым содержатся в полной мере, помимо этого было проведено логарифмирование показателя рыночной добавленной стоимости в связи с сильным разбросом данных, вследствие чего выборка вновь сократилась. Таким образом, размер выборки будет существенно сокращен, и составит 113 российских компаний за период времени с 2004 года по 2014 год.

Все компании, данные о которых используются в исследовании, можно разбить по отраслям деятельности на 6 групп: строительство и недвижимость, обрабатывающие производства, группа, объединяющая энергетику, химическую промышленность и отрасли, связанные с добычей и обработкой полезных ископаемых, услуги, оптовая и розничная торговля и финансовая деятельность. Распределение компаний можно увидеть на Рисунке 2. Наибольшую долю рассматриваемых компаний занимают промышленные компании, а также компании, занятые в энергетическом секторе и химической промышленности.

При переходе от теории к практике необходимо провести анализ данных, представленный в виде описательной статистики выбранных переменных. В Таблице 3 представлена описательная статистика непрерывных переменных (Таблица 3).

Рис.3.Распределение выборки компаний по группам отраслей

Обращая внимание на минимум и максимум представленных показателей, важно выделить, что российские компании выборки довольно сильно разбросаны по уровню экономической добавленной стоимости и рыночной добавленной стоимости. Минимальные значения рыночной добавленной стоимости принимают отрицательные значения, что может говорить о том, что компании неэффективно распределяют капитал и не в состоянии получать дополнительную прибыль, инвестируя в него, то есть ценность действий и инвестиционных решений менеджмента ниже, чем ценность капитала, инвестированного в компанию.

Средние значения по показателямEVAи MVA не являются высокими, что может говорить о том, что большинство российских компаний, вошедших в выборку, не являются успешными, так как и по конкурентоспособности, выраженной в EVA, и по привлекательности компаний для инвесторов, выраженной в MVA, среднее значение по выборке является достаточно низким.

Таблица 3

Описательная статистика переменных (в млн евро)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Переменная | Среднее | Ст.отклонение | Минимум | Максимум |
| Рыночная добавленная стоимость | -76,28 | 5878,59 | -141586,6 | 109820,7 |
| Рыночная добавленная стоимость (логарифм) | 3,93 | 2,28 | -4,17 | 11,61 |
| Экономическая добавленная стоимость | 69,11 | 937,18 | -5524,15 | 19417,08 |
| Коммерческие расходы | 137,89 | 1344,24 |  |  |
| Коммерческие расходы (логарифм) | 0,91 | 2,36 | -10,65 | 10,34 |
| Стоимость НМА по балансу | 54,20 | 335,65 |  | 6047,67 |
| Производительность сотрудников | 0,04 | 0,52 | -3,09 | 20,13 |
| Затраты на персонал | 61,45 | 185,52 | 0,0003 | 2107,05 |
| Количество патентов | 36,42 | 175,05 |  | 3273 |

Что касается статистики переменных, отвечающих за уровень интеллектуального капитала, то важно отметить, что по количеству патентов анализируемые компании сильно разнятся: есть компании, не имеющие патентов вовсе, есть компании с максимальным количеством патентов, превышающим 3 тысячи штук, при этом среднее значение переменной на достаточно низком уровне — 36, что может говорить о превалировании компаний с низким показателем количества патентов.

Стоимость нематериальных активов компании также имеет высокий уровень разброса при низком среднем значении — 54,2 млн евро, что вновь говорит о том, что в выборку вошло большое количество компаний с низкой стоимостью или отсутствием нематериальных активов.

Касаемо бинарных переменных, в описательной статистике представлено процентное соотношение компаний по попаданию в ту или иную категорию (Таблица 4):

Таблица 4

Описательная статистика бинарных переменных

|  |  |
| --- | --- |
| Переменная | Распределение |
| Наличие ERP систем | 0 — 78,7% 1 — 21,3% |
| Наличие стратегии относительно интеллектуального капитала или управления знаниями | 0 — 92,7% 1 — 7,3% |
| Привлечение иностранного капитала | 0 — 64,6% 1 — 35,4% |
| Участие компании в ассоциациях | 0 — 57,9% 1 — 42,1% |

Такая переменная как привлечение иностранного капитала говорит о связи компании с иностранными инвесторами. Как видно из таблицы, 35,4% компаний выборки привлекают иностранный капитал, в то время как 64,6% компаний не имеют связей с иностранными инвесторами. Такое соотношение говорит о том, что российские компании не являются в большинстве случаев привлекательными для иностранных инвесторов, они не могут привлечь иностранный капитал.

Вывод об отставании российских компаний в применении интеллектуальных ресурсов можно сделать по статистике, полученной по переменной наличие систем управления ресурсами. Лишь 21,3% компаний выборки используют данные системы, позволяющие оптимизировать все уровни производства и связи между сотрудниками предприятия. Данное соотношение показывает, что компании не используют основные методы оптимизации производства, что может привести к снижению производительности, сокращению выручки и других финансовых показателей.

Лишь около 7,3% российских компаний имеют стратегии относительно интеллектуального капитала или управления знаниями. Это говорит о том, что в российских компаниях еще не сформирована система работы с инновационными составляющими: отсутствуют стратегии, цели, соответственно и результаты по их достижению.

Последним видом используемых переменных являются категориальные переменные: квалификация членов Совета директоров и качество сайта компаний.

Таблица 5

Описательная статистика категориальных переменных

|  |  |
| --- | --- |
| Переменная | Количество наблюдений/Распределение |
| Квалификация членов Совета Директоров |  |
| 0 1 2 | 26,9% 50,0% 23,1% |
| Качество сайта компании |  |
| 0 1 2 3 4 | 4,0% 13,1% 29,7% 33,9% 19,3% |

Основная масса компаний — 50% — по переменной, отвечающей за квалификацию членов Совета директоров, относится к компаниям, в которых члены Совета директоров имеют высшее образование, однако количество обладателей PhD в данных компаниях не превышает 1/3. Это говорит о том, что в российских компаниях уровень человеческого капитала нельзя назвать высоким, однако в более чем 73% компаний в Совет директоров входят квалифицированные кадры.

Что касается статистики по качеству сайта, то ярко выраженного преимущества не имеет ни одна из категорий. Однако 4% компаний не имеют сайта, что является достаточно высоким значением в связи с тем, что интернет в современном мире играет большую роль и наличие качественного сайта — это один из показателей успешности компании, ее открытости для акционеров, клиентов и инвесторов. Лишь 19,3% компаний выборки обладают данным преимуществом.

Описательная статистика по бинарным и категориальным переменным так же показывает, что большинство российских компаний не использует или использует неэффективно возможности привлечения интеллектуального капитала в свою деятельность, то есть ведут консервативную политику в отношении интеллектуальных ресурсов.

Далее будет описан метод исследования. Для того чтобы достигнуть цели исследования в работе будет использован метод SEM (StructuralEquationModeling). Данный метод является некой комбинацией двух методов анализа: множественного регрессионого и факторного. Метод применяется для установления связей между наблюдаемыми переменными и латентными переменными. Данный метод является широко используемым в исследовательских кругах, так как он включает в себя сложные вычислительные методы и при этом требует минимум расчетных затрат.

Выделяются два типа моделей: 1) Measurementmodel — показывает, как набор наблюдаемых переменных объясняют зависимую переменную;

) Structuralmodel — показывает связи между латентыми переменными, наблюдаемыми переменными и между комбинацией данных видов переменных.

Выбор данного метода был не случайным: многие исследователи при решении вопросов, касающихся интеллектуальных ресурсов компании, выбирали методом исследования метод SEM (Wu, Tsai (2005); Tseng, Goo (2005); Cabrita, Bontis (2008); Hsu, Fang (2009); Maditinosetal. (2010); Jardon, Martos (2012); Mention, Bontis (2013)). Так, например, Bontis (1998) использовал данный статистический метод для построения компонент интеллектуального капитала: структурного, отношенческого и человеческого. Кроме того, результат построения данной модели позволил автору определить, что отношенческий и структурный капитал оказывают положительное влияние на результаты деятельности компании, в то время как человеческий не имеет прямого влияния, он лишь положительно связан с другими компонентами интеллектуальных ресурсов. В последующих работах Bontis (2001) вновь прибегал к использованию данного метода.

В работе авторов Chenetal. (2004) данный метод используется с целью создания системы индексов интеллектуального капитала для более эффективного управления им. Авторам Kimetal. (2012) метод SEM позволил определить структурные связи между компонентами интеллектуального капитала (латентные переменные) и деятельностью компаний.

Таким образом, анализ предыдущих исследований показывает, что выбранный метод соответствует поставленной цели исследования.

Для достижения цели данного исследования будет построена следующая модель:

, (1)

где:- экономическая добавленная стоимость,- рыночная добавленная стоимость,- человеческий капитал,- структурный капитал,- отношенческий капитал,- отрасль,- возраст,- затраты на персонал,продуктивность сотрудников,- квалификация членов Совета директоров,- наличие ERP систем,- количество патентов компании,наличие стратегии относительно интеллектуального капитала или управления знаниями,- стоимость НМА по балансу,участие компании в ассоциациях,количество сайта компании,коммерческие расходы,- привлечение иностранного капитала.

Для получения результатов построения данной модели будет применен вышеупомянутый метод SEM. Он позволит построить латентные переменные — компоненты интеллектуального капитала, определить связь между EVA и MVA, между построенными латентными переменными и конкурентоспособностью и привлекательностью компании для инвесторов, кроме того, результат построения модели позволит определить, существует ли дуальность инвестиционных решений менеджеров относительно интеллектуальных ресурсов в российских компаниях.

Подводя итог данной главы, важно отметить, что была выбрана

-компонентная структура интеллектуального капитала, в связи с чем будут построены три латентные переменные, отвечающие соответственно за человеческий, отношенческий и структурный капиталы. Описательная статистика переменных показала, что уровень интеллектуальных ресурсов рассматриваемых компаний нельзя назвать высоким: присутствуют компании с высокими показателями, однако большинство компаний не используют интеллектуальные ресурсы в деятельности, либо используют неэффективно. Выбор метода SEM в качестве метода построения исследовательской модели оправдан: теоретический обзор исследований по теме интеллектуальных ресурсов показал широкое использование данного метода исследователями для построения компонент интеллектуального капитала и их связи с результатами деятельности компании.

. Результаты построения модели

В моделировании структурных уравнений существуют два основных типа переменных: наблюдаемые (индикаторные) переменные и скрытые (конструктивные) переменные. Скрытые переменные не могут быть непосредственно наблюдаемы или измерены, скорее они наблюдаются или косвенно измеряются, и, следовательно, они выводятся на основе наблюдаемых переменных, которые выбираются для определения скрытой переменной.Первым этапом метода SEM является формирование таких латентных переменных. Стоит отметить, что построенные латентные переменные являются независимыми, так как строятся на основе только наблюдаемых переменных. В случае данного исследования должны быть сформированы такие латентные переменные, как человеческий капитал, отношенческий капитал и структурный капитал. Каждая из компонент будет состоять из нескольких индикаторов, отвечающих за интеллектуальные ресурсы компании (Рис. 4).

Построение латентных переменных дало результаты, представленные в Таблице 6: вклад переменных, отвечающих за интеллектуальные ресурсы компании, в латентные переменные, отражающие 3 компоненты интеллектуального капитала.Соотношения между наблюдаемыми переменными и скрытыми переменными обозначаются факторными нагрузками. Такие нагрузки дают информацию о том, в какой степени каждая из наблюдаемых переменных способна объяснить латентную переменную.

Рис. 4. Формирование латентных переменных

Таблица 6

Построение латентных переменных

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Латентная переменная | Конструкты | Коэффициент (Ст.отклонение) |
| Человеческий капитал | Затраты на персонал | 0,785 (0,076) |
|  | Продуктивность персонала | 0,257 (0,024) |
|  | Квалификация членов Совета Директоров | 0,121 (0,091) |
| Отношенческий капитал | Участие в ассоциациях | 0,418 (0,014) |
|  | Качество сайта компании | 0,536 (0,027) |
|  | Привлечение иностранного капитала | 0,358 (0,014) |
|  | Коммерческие расходы (логарифм) | 0,585 (0,074) |
| Структурный капитал | Стоимость НМА по балансу | 0,494 (0,012) |
|  | Количество патентов | 0,282 (0,037) |
|  | Наличие ERP систем | 0,0008 (0,00007) |
|  | Наличие стратегии относительно интеллектуального капитала или управления знаниями | 0,0007 (0,00005) |

Согласно данным таблицы 6, в большей степени человеческий капитал объясняется такой переменной, как затраты на персонал. Такой результат поддается логическому обоснованию: чем больше компании готовы инвестировать в развитие потенциала, знаний и навыков своих сотрудников, тем выше человеческий капитал компании.

Что касается отношенческого капитала, то все наблюдаемые переменные имеют высокий уровень измерения латентной переменной: участие в ассоциациях отражает взаимосвязь компании с государственными органами, другими компаниями, бизнес-сообществами; качество сайта компании влияет на отношения компании с потребителями, покупателями, а также действующими и потенциальными инвесторами. Привлечение иностранного капитала отражает способность компании налаживать связи с иностранными инвесторами. Коммерческие расходы отражают связь компании с такими агентами рынка как поставщики, рекламные агентства, СМИ, логистические компании. Таким образом, в латентную переменную, отвечающую за отношенческий капитал вошли все возможные отношения компании.

Последняя построенная латентная переменная — структурный капитал, который в большей степени может быть объяснен такими переменными как стоимость НМА по балансу и количеством патентов компании, данный факт подтверждается в том числе тем, что определение структурного капитала в том числе включает в себя патенты и различные виды нематериальных активов компании.

После того, как построены латентные переменные, далее согласно методу,следует построение регрессионных связей между латентными переменными и зависимыми переменными (EVA, MVA), отражающими конкурентоспособность компании и добавленную рыночную стоимость.

Таблица 7

Результаты построения модели

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | EVA | MVA |
| EVA | — | 0,057\*\* (0,044) |
| Человеческий капитал | 0,627 (0,277) | -0,199 (0,074) |
| Структурный капитал | 0,850\*\*\* (0,066) | -0,109\*\* (0,046) |
| Отношенческий капитал | -0,318\*\* (0,058) | 0,093\*\* (0,072) |
| Возраст компании | 2,25\*\* (0,108) | 0,020\*\*\* (0,06) |
| Сфера деятельности компании: Услуги | -0,453 (0,802) | -0,202 (0,081) |
| Промышленность | -0,210 (0,101) | 0,234\* (0,134) |
| Энергетика и химическая промышленность | 0,739 (0,159) | 0,042 (0,135) |
| Строительство и недвижимость | 0,796 (0,076) |  |
| Константа | 6,407 (0,029) | 0,09 (0,120) |

Что касается первого уравнения, зависимой переменной которого является экономическая добавленная стоимость, то значимыми значениями коэффициентов стали перед такими переменными как структурный капитал, отношенческий капитал и возраст компании.

Возраст компании положительно значимо (на 5% уровне) влияет на значение показателя EVA: увеличение возраста компании на 1 год приводит к увеличению экономической добавленной стоимости на 2,25 млн евро при прочих равных условиях.

Латентная переменная, отвечающая за структурный капитал, положительно значимо (на 1% уровне) влияет на показатель экономической добавленной стоимости: при инвестировании в структурный капитал 1 тысячи евро EVA компании вырастет на 850 евро при прочих равных условиях.

В свою очередь латентная переменная, отвечающая за отношенческий капитал, отрицательно значимо (на 5% уровне) влияет на EVA компании: при инвестировании в отношенческий капитал компании 1 тысячи евро EVA компании упадет на 318 евро.

Такие переменные как латентная переменная — человеческий капитал, а также переменные, отвечающие за принадлежность компании к конкретной отрасли, оказались незначимы. Это, во-первых, говорит о том, что инвестирование в человеческий капитал компании не оказывает влияния на показатель EVA, во-вторых, принадлежность компании к конкретной отрасли не имеет влияния на решение менеджера об инвестировании в интеллектуальные ресурсы.

Второе уравнение показывает, что значимыми оказались влияния на MVA таких показателей как EVA, инвестирование в отношенческий и структурный капиталы, возраст компании, а также принадлежность к отрасли — промышленность. Остановимся на каждом значении подробнее.

Экономическая добавленная стоимость компании имеет положительное значимое влияние (на 5% уровне) на рыночную добавленную стоимость: при росте EVAна 1 тысячу евро рыночная добавленная стоимость компании растет на 57 евро. Такой результат является ожидаемым, в связи с тем, что рассмотренные работы в теоретическом блоке исследования подтверждали тесную связь между данными двумя показателями: Stewart(1991) утверждал, что MVA можно объяснить, как способность компании создавать сверхприбыль, выраженную в EVA; в другом исследовании автор O’Byrne (1997) при исследовании промышленных компаний показал, что изменения в EVA статистически в большей степени влияют на изменения в MVA, а также автор Irala (2007) в исследовании пришел к выводу, что EVA имеет лучшую прогностическую мощность относительно традиционных мер бухгалтерского учета. Таким образом, полученный результат относительно связи данных переменных находит подтверждение в предыдущих исследованиях и не является неожиданным.

Латентная переменная, отвечающая за инвестирование в отношенческий капитал, оказывает значимое положительное влияние (на 5% уровне) на рыночную добавленную стоимость компании: увеличение инвестирования в отношенческий капитал на 1 тысячу евро приводит к повышению показателя MVA на 93 евро.

Латентная переменная, отвечающая за инвестирование в структурный капитал, имеет значимое отрицательное влияние (на 5% уровне) на рыночную добавленную стоимость компании: при увеличении инвестирования в структурный капитал на 1 тысячу евро, значение MVA падает на 109 евро.

Также необходимо отметить влияние таких переменных как возраст компании и принадлежность компании к отрасли — промышленность. Возраст компании, как и в первом уравнении, оказывает значимое положительное влияние (на 1% уровне) на MVA, как и показатель, отвечающий за принадлежность к промышленности (на 10% уровне).

Для проверки качества построенной модели, была проведена проверка с использованием статистических показателей и индексов, отвечающих за хорошую подгонку модели (Таблица 8).

Таблица 8

Оценка качества построенной модели

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| RMSEA | 0,068 | Значение <= 0,08 (0,06 по некоторым источникам) указывает на приемлемую модельную подгонку |
| CFI (Comparative fit index) | 0,774 | Значения варьируются от 0 до 1, при этом большие значения указывают на лучшую подгонку |
| TLI (Tucker-Lewis index) | 0,733 | Значения варьируются от 0 до 1, при этом большие значения указывают на лучшую подгонку |
| SRMR (standardized root mean square residual) | 0,051 | Значения варьируются от 0 до 1, при этом значение <=0,08 указывает на приемлемую модель |

Все показатели индексов говорят о том, что подгонка модели в данном исследовании является приемлемой, то есть результатам, представленным выше можно доверять.

Таким образом, была построена модель SEM, результаты которой могут показать наличие дуальности решений менеджеров российских компаний при решении об инвестировании в интеллектуальный капитал. Далее будет представлена более конкретная интерпретация полученных результатов с сопоставлением с предыдущими исследованиями.

Построенная модель дает возможность ответить на вопрос, существует ли дуальность инвестиционных решений в разрезе российских компаний. Под дуальностью решений менеджера в данной работе понималась ситуация, при которой решение об инвестировании в интеллектуальные ресурсы приводит к разным результатам, выраженным в таких показателях как EVAи MVA. То есть если инвестирование в интеллектуальный капитал направлено на повышениеее конкурентоспособности, то такое решение скажется ровным счетом наоборот на благосостоянии акционеров, привлекательности компании для инвесторов.

Результаты построения разработанной модели показали, что решение об инвестировании в отношенческий капитал и структурный капитал оказывают противоположное влияние на показатели компании — EVAи MVA. Подобные противоположные знаки подтверждают гипотезу 1 о существовании дуальности инвестиционных решений менеджеров российских компаний при выборе ими между стратегией повышения конкурентоспособности компании или повышения привлекательности компании для инвесторов.

Согласно полученным результатам инвестирование в человеческий капитал не оказывает влияния ни на EVA, ни на MVA. Такой результат не является непредвиденным в связи с тем, что большинство авторов приходят к выводу, что человеческий капитал не оказывает прямого влияния на результаты деятельности компании (Bontis, 1998; Wang,Chang (2005): человеческий капитал влияет на интеллектуальный лишь через положительное влияние на другие компоненты интеллектуальных ресурсов. С экономической точки зрения это тоже легко подтвердить: инвестирование в человеческий капитал компании приводит к повышению общего уровня знаний, компетенции и навыков сотрудников, которые в свою очередь способствуют появлению новых разработок, продуктов, патентов, систем управления компанией, налаживают связи с другими агентами рынка, то есть уровень человеческого капитала связан с уровнем отношенческого и структурного капиталов компаний.

Инвестирование в структурный капитал приводит к повышению показателя EVA, в то время как оказывает отрицательное влияние на MVA. Структурный капитал — это организационная структура, программное обеспечение, патенты, технологии, системы управления бизнес-процессами компаний, а также ее нематериальные активы. Без сомнений повышение уровня данных компонент приводит к повышению конкурентоспособности компании, выраженной в данном исследовании показателем EVA, такое влияние является часто встречаемым результатом в исследованиях интеллектуального капитала (Bontiset. al, 2000; F-Jardons, Martos, 2009; Ling, 2013). Однако отрицательное влияние на рыночную добавленную стоимость является спорным вопросом среди исследователей, так как предыдущие исследования интеллектуального капитала компаний стран с развивающимся рынком капитала, в том числе России,приходят к разным выводам относительно влияния интеллектуальных ресурсов, в том числе структурного капитала, на рыночную стоимость компании, то есть на привлекательность для инвесторов, акционеров (Firer, Williams, 2003; Гаранина, 2010; DanielPitelliBritto, ElianeMonetti, JoaodaRochaLimaJr, 2014).

Отрицательное влияние инвестирования в структурный капитал компании на интересы собственников и привлекательность для инвесторов, выраженные в MVA, может быть также связано с тем, что собственники, инвесторы не видят в структурном капитале драйвер для развития компании или не до конца понимают его ценность для компании. Так как структурный капитал включает в себя такие сложные компоненты как патенты, технологии, то для решения такой проблемы и повышения понимания акционеров о необходимости развития структурного капитала менеджменту компании необходимо раскрывать информацию, предоставлять отчеты о структурном капитале для собственников и инвесторов, разъясняя необходимость развития данной компоненты интеллектуальных ресурсов в том числе.

Относительно инвестирования в отношенческий капитал наблюдается прямо противоположная ситуация. Связь между инвестированием в отношенческий капитал и экономической добавленной стоимостью компании является отрицательной, то есть принимая решение об инвестировании относительно отношенческого капитала менеджеры компаний склонны к цели по повышению привлекательности компании для инвесторов, повышению уровня благосостояния акционеров, а не для появления конкурентоспособных преимуществ. Отношенческий капитал компании отражает ее связи с другими агентами рынка: инвесторами, клиентами, поставщиками, конкурентами и другими. При построении индикатора, отвечающего за отношенческий капитал, были учтены 4 направления отношений компании: с иностранными инвесторами, ассоциациями, связи компании, складывающиеся при реализации продукции, услуг компании, а также со всеми пользователями сайта компании: инвесторами, акционерами, потребителями и другими. Несомненно, наличие устойчивых связей компании с данными видами агентов рынка повышает стоимость компании для акционеров и является положительным сигналом для потенциальных инвесторов: в сравнении со структурным капиталом для акционеров данный вид интеллектуального капитала является более понятным, и они видят преимущества компании при наличии связей с разными агентами рынка.Однако отрицательное влияние на конкурентоспособность является спорным моментом. Возможно, данный факт связан с тем, что управленцы российских компаний при условии более явного эффекта влияния отношенческого капитала на деятельность компании предпочитают использовать его с целью привлечения инвесторов, отказываясь от повышения конкурентоспособности компании.

Таким образом, результаты относительно связи инвестирования в отношенческий и структурный капиталы компаний на EVAи MVA, лишь частично могут подтвердить гипотезу 2 о том, что менеджеры российских компаний при принятии решений об инвестировании в ИК склонны в большей степени к преследованию повышения конкурентоспособности компании, то есть повышения показателя EVA, нежели MVA, так как цели при инвестировании раздельно в отношенческий и структурный капиталы компаний носят равно противоположный характер.

Резюмируя приведенные результаты и их интерпретацию, можно выделить основные моменты, которые удалось изучить благодаря построенной модели:

Дуальность решений относительно инвестирования в интеллектуальные ресурсы подтвердилась. Такой результат согласуется с выводами, полученными исследователями Barajas, Molodchik, Shakina (2017), которые на примере данных о европейских компаниях, обнаружили дуальность при инвестировании в такие компоненты интеллектуального капитала компаний, как NetworkingCapability, включающего такие индикаторы как субсидии, привлечение иностранного капитала и участие в ассоциациях, что близко в данной работе к отношенческому капиталу, и InnovationCapability, включающего такие переменные как патенты, расходы на НИОКР, стоимость НМА компании и награды за инновации, что близко в данной работе к струткурному капиталу. Также в исследовании авторов использовался индикатор, отвечающий за человеческий капитал, исследователи получили положительное влияния данного индикатора на оба показателя — EVA и MVA. Что касается влияния компонент интеллектуального капитала на MVA и EVA в данном исследовании, можно увидеть, что структурный капитал положительно значимо (на уровне 1%) влияет на EVA, в то время как влияние данного капитала на MVA значимо уже на более низком уровне (5%), и оно отрицательно. Латентная переменная, отвечающая за отношенческий капитал, оказывает отрицательное значимое (на уровне 5%) влияние на EVA и положительное значимое (на уровне 5%) влияние на MVA. Человеческий капитал оказался незначимой переменной в обоих уравнениях.

Однозначного подтверждения или опровержения гипотезы о преследовании менеджерами в первую очередь повышения конкурентоспособности компании, получить не удалось.

Заключение

В современной экономике компании не могут игнорировать общую тенденцию по инвестированию в интеллектуальный капитал. Интеллектуальные ресурсы на сегодняшний день являются одними из ключевых факторов конкурентоспособности, развития, роста и повышения рыночной стоимости компании. Однако решение об инвестировании в интеллектуальные ресурсы сопровождается выбором управленцев компании одной из стратегий: инвестировать в интеллектуальные ресурсы с целью повышения конкурентоспособности компании либо с целью привлечения инвесторов и следования предпочтениям акционеров компании. В условиях, когда цели наемного менеджера и собственников не совпадают, возникает проблема принципала-агента, где собственники, инвесторы выступают в качестве принципала, передающего обязанности по управлению компанией, в том числе их денежными средствами, менеджеру — агенту, который в силу асимметрии информации может действовать в интересах собственных целей. В идеальной ситуации необходимо преследование обеих целей одновременно, но в реальности не всегда происходит так.

Цель данной работы-выявить наличие дуальности решений относительно инвестирования в интеллектуальные ресурсы на примере российских компаний. В ходе исследования данная цель была достигнута, поставленные задачи были решены.

Теоретический обзор показал, что отношения собственников и наемного топ-менеджмента могут быть рассмотрены в разрезе агентской проблемы, где собственник — агент передает функции управления принципалу — менеджеру. Менеджер в виду асимметрии информации может вести себя оппортунистически, вкладываясь в проекты, приносящие выгоды не компании в целом, а ему лично. Для контроля действий менеджера существуют различные методы, рассмотренные ранее, однако несмотря на это поведение наемного топ-менеджмента может быть охарактеризовано неприятием риска, краткосрочной направленностью, нежеланием вкладываться в сложные инновационные проекты. Для российских компаний характерна структура собственности, при которой имеется крупный акционер — блокхолдер, появление которого обусловлено историческими событиями и слабой правовой защитой собственности. Такой собственник в большинстве случаев сохраняет за собой функции управления, однако начиная с середины 2000-х гг. доля компаний с разделением функций начала увеличиваться. Что касается исследований, посвященных интеллектуальному капиталу, то влияние интеллектуальных ресурсов на создание стоимости и конкурентоспособность компании в развивающихся странах, в том числе в России, не является однозначным — авторы в исследованиях разных стран приходили к разным результатам, в некоторых случаях — противоречивым.

Эмпирическая часть работы показала, что для российских компаний существует положительная связь между экономической добавленной и рыночной добавленной стоимостями. Такой результат подтверждается рядом предыдущих исследований, рассматривающих EVA в качестве ключевого драйвера рыночной добавленной стоимости (Irala (2007); Misra, Kanwal (2007)). Что касается влияния компонент интеллектуального капитала на MVA и EVA, можно увидеть, что влияние является полностью противоположным. Структурный капитал положительно значимо влияет на EVA, в то время как влияние данного капитала на MVA значимо уже на более низком уровне, и оно отрицательно. Латентная переменная, отвечающая за отношенческий капитал, оказывает отрицательное значимое влияние на EVA и положительное значимое влияние на MVA. Человеческий капитал оказался незначимой переменной в обоих уравнениях. Таким образом, дуальность решений относительно инвестирования в интеллектуальные ресурсы подтвердилась, однако, однозначного подтверждения или опровержения гипотезы о преследовании менеджерами в первую очередь повышения конкурентоспособности компании получить не удалось.

Результатом также могут послужить ограничения, выявленные при проведении анализа. Во-первых, это ограничения примененного метода SEM, при построении необходимо следовать жестким ограничениям для получения репрезентативных результатов: 1. SEM использует метод максимального правдоподобия, который предполагает многомерное нормальное распределение. Небольшие изменения в многомерной нормальности распределения могут привести к большой разнице в тесте хи-квадрат.

. Линейность: между эндогенными и экзогенными переменными предполагается линейная связь. 3. Отсутствие выбросов.

. Последовательность: необходимо наличие причинно-следственной связи между эндогенными и экзогенными переменными. Во-вторых, ограничением также выступает использование узкого набора показателей интеллектуального капитала, в который вошли: коммерческие расходы, привлечение иностранного капитала, участие в ассоциациях, качество сайта компании, наличие систем управления ресурсами (ERP, Oracle, SQL и др.), стоимость НМА по балансу, наличие стратегии относительно интеллектуального капитала или управления знаниями, количество патентов, квалификация членов Совета директоров, затраты на персонал, продуктивность персонала. Предполагается, что при выборе более широкого набора показателей результаты могли бы быть получены другие.

Исходя из ограничений, можно выделить основные возможные направления дальнейших исследований: расширение базы данных (количества компаний, отраслей); анализ связи различных мер влияния на поведение менеджера с его инвестиционными решениями; сравнение компаний с разным видом управления; построение отличных от представленных латентных переменных, отвечающих за интеллектуальные ресурсы.

Результаты данного исследования имеют как практическую, так и теоретическую ценность. Практическая ценность состоит в привлечении внимания акционеров и инвесторов компании к мотивам инвестиционных решений менеджера. Для акционеров компаний -для понимания возможных целей, преследуемых наемными менеджерами относительно инвестиционных решений, а также возможных путей решения агентской проблемы. Для инвесторов — при их решении вкладывать капитал в ту или иную компанию. Инвесторы должны учитывать тот факт, что существует дуальность инвестиционных решений менеджера: информации о факте инвестирования компанией средств в интеллектуальный капитал должно быть недостаточно для инвестора, ему необходимы прозрачность и понимание целей вложения средств в интеллектуальные ресурсы. Теоретическая ценность заключается в новизне рассматриваемого вопроса: темы, касающиеся интеллектуальных ресурсов и отношений собственник-менеджер ранее рассматривались обособленно, в данном исследовании была проведена попытка объединения таких вопросов для решения одной цели исследования.

Список литературы

Ageel A., Shaari N., Abu Hassan Md. Isa, Khalique M. (2011), “Challenges Faced by the Small and Medium Enterprises (SMEs) in Malaysia: An Intellectual Capital Perspective” // International Journal of Current Research, Vol.3, Iss.:6, pp.398-401.P., Mehralian G., Rasekh H.R., Sadeh M.R. (2012), “The Impact of Intellectual Capital Efficiency on Market Value: An Empirical Study from Iranian Pharmaceutical Companies” // Iranian Journal of Pharmaceutical Research, Vol.11 (1), pp.195-207S., (2011), “Towards an enlightened shareholder value: The tension between shareholder and stakeholder models in modern corporate governance” // ELASM 8th Workshop on Corporate Governance; Brussels: Working paper.B., Greenbaum S, and Thakor A.,(1993), “Reputation and Discretion in Financial Contracting” // American Economic Review 83: pp. 1165-1183., G (2007), “Value-based management, EVA and stock price performance in Canada” // Management Decision, Vol. 45 No. 9, pp. 1397-1411.Alonso A. A., Shakina E. A., Molodchik M. A., (2017), “Endogenous Value Creation: Managerial Decisions on Intangibles” // Management Research Review. 2017. Vol. 40. No. 4. pp. 1-20., V. and Thomson, S.J. (2007), “Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures” // Accounting Forum, Vol. 31 No. 2, pp. 129-163. Zion, U., (1984), “The R&D and Investment Decision and its Relationship to the Firm’s Market Value: Some Preliminary Results, in ZviGriliches, (ed.), R&D, Patents and Productivity” // Chicago: University of Chicago Press, pp. 299-314., A., Means, G. (1932), “The modern corporation and private property” //New York: Macmillan.A.A., Estrin S., Kuznetsov B., Schaffer M.E., Angelucci M., Fennema J., Mangiarotti G. (2001), “The Determinants of Privatized Enterprise Performance in Russia” // William Davidson Institute Working Paper №452., G. C., Bowen, R. M. and Wallace, J. S. (1999), “Evidence on EVA” // Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 12, pp. 8-18.S., Welch I., (1995), “Corporate research & development investments international comparisons” // Journal of Accounting and Economics, Vol. 19, Issues 2-3, pp. 443-470., S., Bolton, B. (2008), “Corporate governance and firm performance” // Journal of Corporate Finance, 3(14), pp. 257-273., N. (1998), “Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models” // Management Decision, Vol. 36 No. 2, pp. 63-76., 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.N., Chua Chong Keow, Richardson S. (2000), “Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries” // Journal of Intellectual Capital, Vol.1, Iss:1, pp. 85-100. , S., (2015), “The Risk Preferences of U.S. Executives” // Management Science Vol. 61, Issue 6, ISSN: 0025-1909., Monetti, Joao da Rocha Lima Jr (2014),“Intellectual Capital in Tangible Intensive Firms: The Case of Brazilian Real Estate Companies” // Journal of Intellectual Capital, Vol.15, No.2, pp.333-348. , Francois, Maria Loumioti, and George Serafeim,(2015), “Speaking of the Short-Term: Disclosure Horizon and Managerial Myopia” // Review of Accounting Studies 20 (3): pp. 1122-1163.M., Bontis N. (2008), “Intellectual capital and business performance in the Portuguese banking industry” // International Journal of Technology Management, Vol.43, Issue 1-3. , L., Covarsi, M.G.A. and Sanchez, M.P. (1999), “The value relevance and managerial implications of intangibles: a literature review” // paper presented at International Symposium: Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues and Prospects, Amsterdam., D. and Pereira, P. (2015),“A compensation scheme for optimal investment decisions” // Finance Research Letters.C., Wang W.-Y. (2005), “Intellectual Capital and Performance in Causal Models: Evidence from the Information Technology Industry in Taiwan” // Journal of Intellectual Capital, Vol. 6. No. 2, pp. 222-236., S.J. (2003), “Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea” //Academy of Management Journal, 2(46), pp. 238-253., J., Zhu, Z. and Hong, Y.X. (2004), “Measuring intellectual capital: a new model and empirical study” // Journal of Intellectual Capital, Vol. 5 No. 1, pp. 195-212.S., Wong H.T., Kok, S.C. (2006), «Is a Company’s Intellectual Capital Performance and its Market Valuation Related? Evidence from Public Listed Companies from the Finance Sector of Bursa Malaysia» // Malaysian Finance Association 8th Annual Conference Proceeding., G. (2010), “Diversification, Refocusing, and Firm Value” // European Financial Management, Vol. 16, №3, pp.422-448. L., Malone M. (1997), “Intellectual Capital: Realizing Your Company’s True Value by Finding Its Hidden Roots” // New York: HarperCollins Publishers.E., AnantadjayaS. PD (2014), “Value Creation of Intellectual Capital: Financial Performance Analyses in Indonesian Publicly-Listed Consumer Goods Industry” // Review of Integrated Business and Economics Research, Vol. 3, Iss.:1, pp. 99-113., P. (2002), “EVA, Economic profit and Cash value added do not measure shareholders value” // IESE Research Paper No 453, Barcelona, January.S., Williams S.M. (2003), “Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance” // Journal of Intellectual Capital, Vol. 4 Issue: 3, pp.348 — 360.

F-Jardón, C.M. and Martos, M.S. (2009), “Intellectual capital and performance in wood industriesof Argentina”, Journal of Intellectual Capital, Vol. 10 No. 4, pp. 600-616.

Goo Y.-J. J., Tseng Ch.-Y. (2005), “Intellectual Capital and Corporate Value in an Emerging Economy: Empirical Study of Taiwanese Manufacturers” // R&D Management 35, 2.S., Mondal A. (2009), “Indian Software and Pharmaceutical Sector IC and Financial Performance” // Journal of Intellectual Capital, Vol.10, Iss.:3, pp.369-388., John R., Campbell R. Harvey, and Shiva Rajgopal,(2005), “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting” // Journal of Accounting and Economics 40 (1-3): pp. 3-73., R. (1996), “Toward a knowledge-based theory of the firm” // Strategic Management Journal, Vol. 17 No. S2, pp. 109-122., Darren (2006), “Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Structure: Evidence from Australia”, working paper., B. and Milgrom, P. (1991), “Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design” // Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 7, pp. 24-52., Y.-H. and Fang, W. (2009), “Intellectual capital and new product development performance: the mediating role of organizational learning capability” // Technological Forecasting and Social Change, Vol. 76 No. 5, pp. 664-677.C.J., Liu C.J. (2005), “Exploration for the Relationship between Innovation, IT and Performance” // Journal of Intellectual Capital, Vol.6. No 2, pp. 237-252., C. and Wang, M. (2008), “The Effects of Economic Value Added and Intellectual Capital on the Market Value of Firms: An Empirical Study” // International Journal of Management, Vol. 25, No.4, pp. 722-731. R., Lokanandha R. (2007), “Corporate Performance Measures in India: An Empirical Analysis” // KKC Group of Institutions.S., Anshoria M. (2007), “The Influence of Intellectual Capital to Financial Performance at Insurance Companies in Jakarta Stock Exchange (JSE)” // Proceedings of the 13th Asia Pacific Management Conference, Melbourne, Australia, pp. 1393-1399..H. de Wet, J.H.Hall (2004), “The relationship between EVA, MVA and leverage” // Meditari Accountancy Research, Vol. 12 Iss: 1, pp.39 — 59. C.M., Martos M.S., (2012) «Intellectual capital as competitive advantage in emerging clusters in Latin America» // Journal of Intellectual Capital, Vol. 13 Iss: 4, pp.462 — 481 M.C., Meckling W.H.,(1976) “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” // Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4, pp. 305-360.M.C., Murphy K.J., (1990), “Performance Pay and Top-Management Incentives” // Journal of Political Economy, Vol. 98, No.2., R. and Soenen, L. (2003), “Indicators of Successful Companies” // European Management, Journal, Vol. 21, No.3, pp. 364-369. , T., Kim, W.G., Park, S.S.-S., Lee, G. and Jee, B. (2012), “Intellectual capital and business performance: what structural relationships do they have in upper-upscale hotels?” // International Journal of Tourism Research, Vol. 14 No. 4, pp. 391-408.S. P., Laguerre T. E., Leone A. J., (2002), “Capitalization versus Expensing: Evidence on the Uncertainty of Future Earnings from Capital Expenditures versus R&D Outlays” // Review of Accounting Studies, Vol. 7, Issue 4, pp. 355-382.Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., (1998), “Law and Finance” // Journal of Political Economy, Vol. 106, No.6.Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., (1999), “The quality of government” // Journal of Law, Economics & Organization, Vol. 15, Iss.1, pp. 222-279.C.J., Huang T.T., Lin W.C. (2011), “Does Ownership Structure Affect Firm Value? Intellectual Capital across Industries Perspective” // Journal of Intellectual Capital, Vol.12, Iss: 4, pp. 552 — 570., Y.-H. (2013), “The influence of intellectual capital on organizational performance -knowledge management as moderator”, Asia Pacific Journal of Management, Vol. 30 No. 3,pp. 937-964., D., Sevic, Z. and Tsairidis, C. (2010), “Intellectual capital and business performance: an empirical study for the Greek listed companies” // European Research Studies Journal, Vol. 13 No. 3, pp. 145-167., P.J., Weir, C. (2009), “Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis” // The Quarterly Review of Economics and Finance, 2(49), pp. 139-158., A.-L. and Bontis, N. (2013), “Intellectual capital and performance within the banking sector of Luxembourg and Belgium” // Journal of Intellectual Capital, Vol. 14 No. 2, pp. 286-309.A., Kanwal A. (2007), “Economic Value Added as the most significant measure of financial performance: a study of select Indian firms” // Journal of International Business and Economics., M., Shakina, E. and Barajas, A. (2014), “Metrics for the elements of Intellectual Capital in an economy driven by knowledge” // Journal of Intellectual Capital, Vol.15, No. 2, pp. 206-226. S. (2015), “The Relationship between Intellectual Capital, Firm’s Market Value and Financial Performance” // Journal of Intellectual Capital, Vol.16, No.3, pp.587-618. ’Byrne, S. (1997), “EVA and market value” // Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9, No. 1, pp. 116-125. K., Soriya S. (2012), “IC Performance of Indian Pharmaceutical and Textile Industry” // Journal of Intellectual Capital, Vol.13, Iss.:1, pp.120-137. A. (2000), “VAIC — an Accounting Tool for IC Management” // International Journal of Technology Management, Vol.20, Issue 5. R. (1975), “Does Board Composition Really Make a Difference?” // Conference Board Record, Vol. 12, no. 10. pp. 38-41., E. & Barajas, A. (2014), “Value creation through intellectual capital in developed European markets” // Journal of Economic Studies, Vol. 41, No.2, pp. 272-291. , H.-J. (2006), “The Application of the Value Added Intellectual Coefficient to Measure Corporate Performance: Evidence from Technological Firms” // International Journal of Management, Vol.23.No.2, pp. 356-365., A., Vishny, R.W. (1986), “Large shareholders and corporate control” // Journal of Political Economy, 94(3), pp. 461-488., M., Davidson, W.N. III (2003), “Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms” // Journal of Banking and Finance, 27, pp. 793-816., J.P. (2007), “Toward an integrated strategic management” // The Journal of Interdisciplinary Economics, Vol. 18, pp. 35-69. , J.M. (2001), “The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organization” // Wiley, New York, NY. T.A. (1997),“Intellectual Capital — The New Wealth of Organizations”, Doubleday, New York, NY, p.67., G. B. (1991), “The Quest for Value: a guide for senior managers” // Harper Business,New York. , G. (1999), “The Quest for Value: A Guide for Senior Managers” // 2nd ed., Harper Collins, New York, NY. J., (2001), “Corporate Governance” //Econometrica, Vol. 69, No. 1, pp. 1-35.S. (1964), “Boards of Directors: Structure and Performance” // Eugene, OR: University of Oregon Press., M. (2001), “Is intellectual capital performance and disclosure practice related?” // Journal of Intellectual Capital, Vol. 2 No. 3, pp. 192-203. W-Y., Tsai H-J. (2005), “Impact of social capital and business operation mode on intellectual capital and knowledge management” // International Journal of Technology Management, Vol.30, Issue 1. , Ch. and Chen, T. (2010), “Evaluating the efficiency of intellectual capital management for Taiwan IC design industry” // African Journal of Business Management, Vol.4, No. 15, pp. 3366-3373.

Авдашева С. Б., Долгопятова Т. Г., (2010), «Фирма в переходной экономике: приватизация и реструктуризация. Глава 10». // В кн.: Национальная экономика / Под общ. ред.: Р. М. Нуреев. М.: ИНФРА-М, 2010. Гл. 10. с. 201-220.

Байбурина Э.Р., Головко Т.В. (2008), «Эмпирическое исследование интеллектуальной стоимости крупных российских компаний и факторов ее роста» // Корпоративные финансы, Т.6. №2, с.5-19.

Быкова А.А., Молодчик М.А. (2011), «Влияние интеллектуального капитала на результаты деятельности компании» // Вестник С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент, Вып.1, с. 27-55.

Власов М.В., Попов Е.В. (2006), «Миниэкономические институты производства новых знаний» // Екатеринбург: ИЭ УрО РАН.

Волков Д. Л., Гаранина Т. А. (2007), «Нематериальные активы:пробелмы состава и оценивания» // Вестник Санкт-Петерургского университета, Финансовый менеджмент, Сер. 8. Вып. 1.

Гаранина Т. А. (2009), «Роль нематериальных активов в создании ценности компании: теоретические и практические аспекты» // Корпоративные финансы.

Гаранина Т.А., (2010), «Нематериальные активы и интеллектуальный капитал: роль в создании ценности компании» // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. Менеджмент, № 2, с. 78-106.

Говорун А.В., Голикова В.В., Гончар К.Р. и др. (2014),«Очерки модернизации российской промышленности: поведение фирм» //Коллект. моногр. /под науч.ред. Б.В.Кузнецова; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 399с.

Гохберг Л. М., Кузнецова Т. Е. (2012), «Инновации как основа экономического роста и укрепления позиций России в глобальной экономике» // Вестник международных организаций, № 2, с. 101-117.

Гуриев С., Рачинский А. (2004),«Концентрация собственности в российской экономике» // Transition. Экономический вестник о вопросах переходной экономики. № 4. c. 11-14.

Долгопятова Т. (2007),«Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирические свидетельства)» // Вопросы экономики. № 1. c. 84-97.

Долгопятова Т. Г., (2011), «Наемные менеджеры в российских компаниях: эмпирические свидетельства на фоне кризиса» // Финансы и бизнес. № 4, с. 149-165.

Долгопятова Т. Г., (2012), «Привлечение наемного менеджмента: предпосылки и последствия» // В кн.: XII Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. В четырех книгах. Книга 4. / Отв. ред.: Е. Г. Ясин. Кн. 4. М.: Издательский дом НИУ ВШЭ, 2012, с. 67-77.

Долгопятова Т. Г., (2012), «Корпоративные конфликты и риски доминирующих собственников <https://publications.hse.ru/view/56274681>» // Журнал новой экономической ассоциации. № 1, с. 158-160.

Долгопятова Т. Г., (2016), «Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки» // Известия Уральского государственного экономического университета. № 4 (66), с. 30-39. дуальность решение менеджер интеллектуальный капитал

Капелюшников Р. И., (2015), «Мобильность и идентичность руководителей российских промышленных предприятий» // Высшая школа экономики. Серия WP3 «Проблемы рынка труда», № 07.

Масленникова М.А., Степанова А.Н. (2010), «Влияние структуры собственности на эффективностьдеятельности на примере российских и бразильских компаний» // Корпоративные финансы. № 3(15). c. 35-46.

Мильнер Б.З. (2003), «Концепция управления знаниями в современнхы организациях» // Российский журнал менеджмента, №1, с. 57-76.

Пирогов Н. К., Бобрышев Н. А (2009), «Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний» // Корпоративные финансы. Т. 10. № 2. с. 40-56.

Теплова Т.В. (2006), «Влияние интеллектуального капитала на политику компании» // Проблемы теории и практики управления, №1, с.88-100.

Теплова Т.В., Крылова М.С. (2007), «Эмпирическое исследование факторов, определяющих инвестиционную активность российских компаний» // Корпоративные финансы, №1, с.22-48.

Турова Э.Ю. (2010), «Интеллектуальный капитал как основа создания устойчивых конкурентных преимуществ фирмы» // Проблемы современной экономики, Вып.2, с. 132-135.

|  |
| --- |
| [Вернуться в библиотеку по экономике и праву: учебники, дипломы, диссертации](http://учебники.информ2000.рф/index.shtml)  [Рерайт текстов и уникализация 90 %](http://учебники.информ2000.рф/rerait-diplom.shtml)  [Написание по заказу контрольных, дипломов, диссертаций. . .](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml) |