

Оценка стоимости интеллектуального капитала компаний “Luxoft” и “Eram Systems” как комплекса с использованием модели EVA и коэффициента Тобина

© 2016 Ямченко Юрий Владимирович

© 2016 Андрусенко Александр Сергеевич

© 2016 Карпенко Анатолий Павлович

доктор физико-математических наук

© 2016 Соколянский Василий Васильевич

кандидат медицинских наук, доцент

Московский государственный технический университет им. Н.Э. Баумана
105005, г. Москва, 2-я Бауманская ул., д. 5, стр. 1

E-mail: yamchenko.y.v@mail.ru, andrusenko1@mail.ru, apkarpenko@mail.ru,
sokolyansky63@mail.ru

Изложены методики оценки стоимости интеллектуального капитала как комплекса для компаний IT-сферы экономики.

Ключевые слова: интеллектуальный капитал, модель EVA, коэффициент Тобина, стоимость интеллектуального капитала.

Современные тенденции развития мировой экономики, усиление роли интеллектуальных и информационных ресурсов для производства конкурентоспособной продукции привели к необходимости создания новых способов оценки потенциала компаний, учитывающих не только их материальные активы, но и так называемые неосвязаемые факторы: знания и опыт работников компании, организационную структуру компании, информационные сети и базы данных, патенты, лицензии, имидж и т.д.¹ Изначально эта проблема возникла в информационно насыщенных компаниях, у которых объем материальных активов невелик, а интеллектуальный потенциал высок. Инвесторы не были склонны вкладывать средства в подобные компании, и перед менеджерами встала задача расчета величины их неосвязаемых активов и доведения ее до инвесторов для создания более адекватной картины деятельности компании, ее перспектив. Таким образом, в мировой экономической литературе было введено и в последнее время стало широко использоваться понятие “интеллектуальный капитал” (ИК). Существует множество определений интеллектуального капитала, но в общем случае его можно определить как знание, которое может быть конвертировано в стоимость².

Проблема оценки интеллектуального капитала наиболее актуальна для компаний IT-сектора экономики, так как успешность компаний этого сектора в большей степени зависит от их нематериальных активов.

Наиболее динамичным сегментом мирового рынка ИТ является ПО, ежегодный рост которого в последние несколько лет превышал 6 %. Свыше половины совокупного объема сегмента формируют различные категории приложений, остальное приходится на системное ПО и средства разработки. Быстрее всего развивается категория приложений для организации совместной работы, в особенности, решений для внутрифирменных социальных сетей и совместного доступа к файлам: ежегодно их объем увеличивается более чем на 20 %. Также динамично развивается категория решений для управления базами данных и аналитики с ежегодным ростом более 8 %. Неизменно высокий спрос сохраняется на решения для управления ресурсами предприятия и отношениями с клиентами, а также на решения для обеспечения безопасности³.

В данной работе будет выполнена оценка стоимости интеллектуального капитала двух конкурирующих ИТ-компаний, специализирующихся на разработке ПО: *EramSystems* и *Luxoft*.

EramSystems - американская ИТ-компания, производитель заказного программного обеспечения, специалист по консалтингу, резидент Беллорусского парка высоких технологий. Штаб-квартира компании расположена в Ньютауне (США, штат Пенсильвания), а ее отделения представлены в 25 странах мира. Выручка компании в 2014 г. составила 730,0 млн долл. Компания входит в 10 крупнейших ИТ-компаний России, по версии РИА Рейтинг в 2014 г.⁴

Таблица 1. Расчет коэффициента *q*-Тобина для компаний *EramSystems* и *Luxoft*

Компания	Показатель	2012	2013	2014	2015
<i>Luxoft</i>	Капитализация, млн	665,18	1244	1265	2537
	Активы, млн	155,22	206,2	285,08	365,27
	Коэффициент Тобина	4,29	6,03	4,43	6,95
<i>EramSystems</i>	Капитализация, млн	804,41	1629	2307	3944
	Активы, млн	350,81	432,88	594,03	778,54
	Коэффициент Тобина	2,29	3,76	3,88	5,0

Примечание. Составлено авторами.

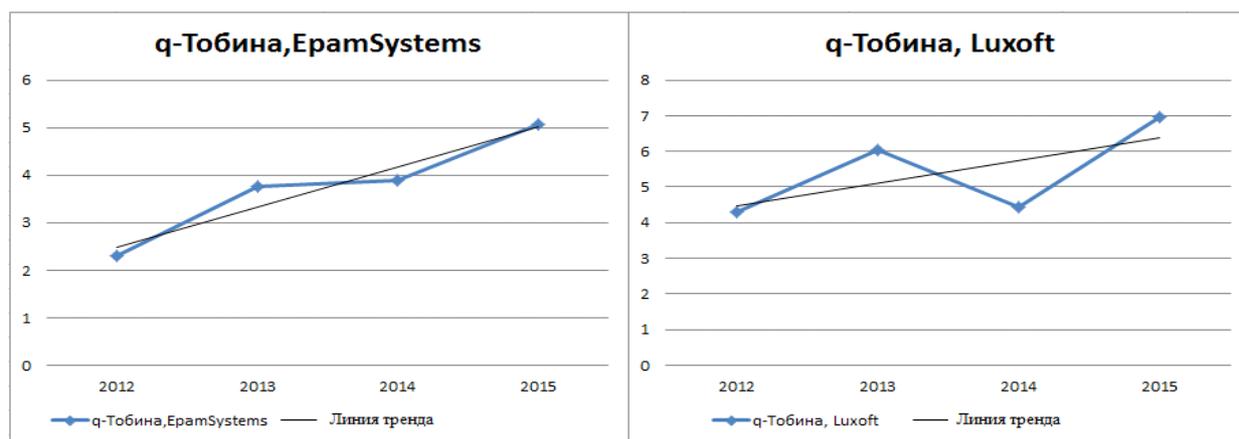


Рис. 1. Динамика изменения коэффициента Тобина для компаний *EramSystems* и *Luxoft*

Примечание. Составлено авторами.

Luxoft - международная компания, занимающаяся разработкой программного обеспечения и экспортом ИТ-услуг. *Luxoft* предоставляет широкий спектр услуг, связанных с программным обеспечением для различных платформ и технологий. Компания имеет 27 офисов в 15 локациях во всем мире с центрами разработки в Центральной и Восточной Европе, а также в Северной Америке и Азии и является ближайшим конкурентом *EramSystems*.

Существует ряд методов оценки стоимости интеллектуального капитала как комплекса. В работе будут рассмотрены методы оценки интеллектуального капитала компании с использованием модели *Economic Value Added (EVA)*, а также коэффициента Тобина и проанализирована деятельность выбранных компаний в соответствии с данными показателями.

Для начальной оценки интеллектуального капитала компаний воспользуемся коэффициентом Тобина (*q-ratio*), который связывает рыночную стоимость фирмы с восстановительной стоимостью ее активов:

$$q = \frac{P}{C},$$

где *P* - рыночная стоимость активов фирмы (обычно определяется по курсу акций);

C - восстановительная стоимость активов фирмы, равная сумме расходов, необходимых для приобретения активов фирмы по текущим ценам.

Данный метод, благодаря своей простоте и доступности, является одним из наиболее известных способов оценки ИК компании. Идея коэффициента Тобина основывается на том, что если рыночная оценка стоимости фирмы превышает ее восстановительную стоимость (*q-ratio* > 1), то это означает: фирма получает или ожидается, что она будет получать экономическую прибыль. Таким образом, в основе коэффициента Тобина лежит предположение об эффективности финансового рынка. Далее представлены результаты вычисления коэффициента Тобина (табл. 1) на основе данных, взятых с платформы исследования финансовых данных *Y-Charts*⁵ на 31 декабря каждого года (в долларах).

По данным, приведенным в табл. 1 и на рис. 1, можно сделать следующие выводы:

1. Коэффициент Тобина в рассматриваемый промежуток времени оказался положительным для обеих компаний. Это значит, что активы обоих предприятий стоят больше, чем за них было заплачено, т.е. активы предприятий можно считать прибыльными.

2. Увеличение значения коэффициента Тобина на всем рассматриваемом промежутке для компании *EramSystems* говорит о стабильном увеличении эффективности использования ее инвестиционных ресурсов.

3. Компания *Luxoft* в период 2012-2013 гг. и 2014-2015 гг. также показывала положитель-

ную динамику изменения коэффициента Тобина, но в период 2013-2014 гг. у компании наблюдается снижение эффективности использования ее инвестиционных ресурсов. В целом, к концу 2015 г. компания вышла на наибольший показатель за весь рассматриваемый период, что говорит о положительной тенденции ее развития.

4. На рис. 1 можно также заметить, что линия тренда для компании *Luxoft* имеет больший наклон, что говорит о меньшей эффективности деятельности данной компании по сравнению с компанией *EramSystems* за рассматриваемый период времени.

Далее рассмотрим модель оценки деятельности компании *EVA* и попытаемся оценить деятельность компаний с точки зрения данной модели (см. табл. 2).

Таблица 2. Возможные цели использования модели *EVA**

Пользователи	Цели использования
Акционеры/ Собственники	Оценка экономической добавленной стоимости, анализ основных факторов ее формирования, повышение привлекательности компании для инвесторов
Топ-менеджеры	Оценка экономической добавленной стоимости предприятия и разработка управленческих задач, регламентов, планов и нормативов для повышения данного показателя
Стратегические инвесторы	Оценка эффективности использования предприятием своего капитала, осуществление слияния и поглощения перспективных компаний

* Экономическая добавленная стоимость - *EVA*. Формула. Анализ и пример расчета для ОАО "АЛРОСА".

Модель *EVA* была представлена консалтинговой компанией *Stern Stewart* как всесторонняя модель оценки эффективности деятельности компании, которая отражает различные категории деятельности предприятия: инвестиционную привлекательность, конкурентоспособность, финансовую устойчивость, платежеспособность, устойчивость развития и рентабельность. Большие значения *EVA* свидетельствуют о высокой норме добавочной прибыли на капитал. Данной моделью активно пользуются зарубежные акционеры, топ-менеджеры, инвесторы, которые оценивают изменение *EVA* как интегрального критерия экономической привлекательности и эффективности развития предприятия⁶.

Предприятие с наибольшим показателем *EVA* является более привлекательным для инвести-

ций. *EVA* представляет собой разницу между чистым операционным доходом после уплаты налогов и стоимостью капитала, как акционерного, так и долгового.

Формула для расчета *EVA* представлена ниже:

$$Economic\ Value\ Added = NOPAT - WACC \cdot CE, \quad (1)$$

где *NOPAT* (англ. *Net Operating Profit Adjusted Taxes*) - прибыль от операционной деятельности после уплаты налогов, но до процентных платежей; *WACC* (англ. *Weight Average Cost Of Capital*) - средневзвешенная стоимость капитала, представляет собой стоимость собственного и заемного капитала, т.е. норма прибыли, которую хочет получить собственник (акционер) на вложенные деньги;

CE (англ. *Capital Employed, Invested Capital, Capital Sum*) - инвестиционный капитал, является суммой совокупных активов (*Total Assets*) из расчета

на начало года за вычетом беспроцентных текущих обязательств. В балансе инвестиционный капитал представляет собой сумму строк "Капитал и резервы" и "Долгосрочные обязательства"⁷.

Также формулу (1) можно представить в виде

$$EVA = (ROI - WACC) \cdot CE,$$

где *ROI* = *NOPAT* / *CE*, *ROI* (англ. *Return On Investment*) - финансовый коэффициент, иллюстрирующий уровень доходности или убыточности бизнеса с учетом суммы сделанных в этот бизнес инвестиций.

Чтобы проследить динамику показателей *EVA* и сделать более точные выводы, исследования проводились за периоды деятельности компаний с 2012 г. по 2015 г. Статистический материал был взят из открытых финансовых отчетов компаний и при использовании портала *Y-Charts*.

Таблица 3. Расчет показателя *Eva* для компаний *EramSystems* и *Luxoft*

Компания	Показатель	2012	2013	2014	2015
<i>EramSystems</i>	<i>WACC</i> , %	18,64	16,14	13,45	12,71
	Чистая прибыль, млн руб.	54,48	61,99	69,64	84,46
	<i>ROI</i> , %	19,03	16,48	15,01	14,5
	<i>Economic Value Added (EVA)</i>	111,65	127,89	723,77	1042,64
<i>Luxoft</i>	<i>WACC</i> , %	26,46	28,18	27,44	19,96
	Чистая прибыль, млн руб.	37,54	51,6	64,5	64,7
	<i>ROI</i> , %	39,1	38,42	35,1	26,47
	<i>Economic Value Added (EVA)</i>	1213,57	1375,28	1407,61	1591,22

Примечание. Составлено авторами.

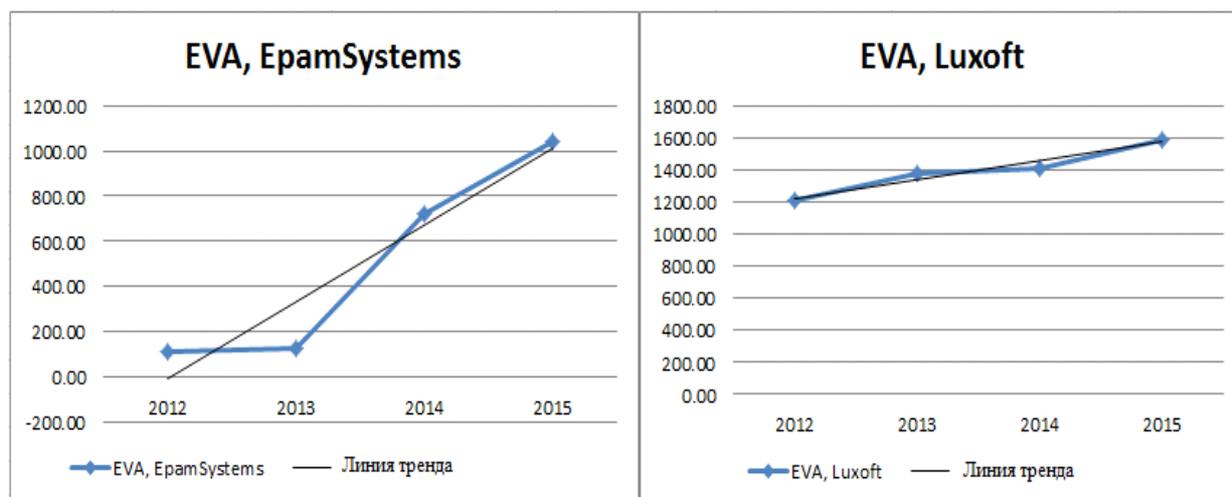


Рис. 2. Динамика показателя EVA для компаний EpamSystems и Luxoft

Примечание. Составлено авторами.

По данным, приведенным в табл. 3 и на рис. 2, можно сделать следующие выводы:

1. Значения показателей EVA для обеих компаний находятся в положительной области, это говорит о приросте рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в предприятие.

2. Линии тренда показателей EVA имеют восходящий характер для обеих компаний, что означает эффективное использование этими компаниями интеллектуального капитала в своей деятельности и показывает положительную тенденцию их деятельности в рассматриваемый промежуток времени.

3. Наклон линии тренда компании Luxoft больше, чем у компании EpamSystem, что означает более высокую скорость прироста рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов компании EpamSystems.

4. Следует также заметить, что значение показателя EVA у компании Luxoft на 2012 г. было значительно выше, чем у EpamSystems. К 2015 г. EpamSystems удалось приблизиться к значению показателя EVA компании Luxoft.

Подводя итог всему вышесказанному, можно сделать вывод о том, что, с точки зрения

оценки показателя EVA и коэффициента Тоби-на, обе компании, эффективность деятельности которых была рассмотрена в данной работе, достаточно эффективно используют инвестированный капитал, что оправдывает занимаемые ими высокие позиции в рейтингах среди компаний – разработчиков ПО. Однако компания Luxoft показала более высокие значения рассматриваемых параметров, что делает ее более привлекательной для инвесторов.

¹ Лукичева Л.И., Еленева Ю.А., Егорычева Е.В. Менеджмент интеллектуального капитала: теория и практика : учеб. для магистров. Москва, 2014.

² Там же.

³ Обзор и оценка перспектив развития мирового и российского рынков ИТ. URL: <https://habrahabr.ru/company/moex/blog/250463>.

⁴ Рейтинг крупнейших ИТ-компаний России. URL: <http://www.riarating.ru/infografika/20150602/610657244.html>.

⁵ Финансовый портал. URL: <https://ycharts.com>.

⁶ Экономическая добавленная стоимость - EVA. Формула. Анализ и пример расчета для ОАО "АПРОСА".

⁷ Экономическая добавочная стоимость - EVA. URL: <http://finzz.ru/ekonomicheskaya-dobavlennoy-stoimost-eva.html>.

Поступила в редакцию 05.02.2016 г.