

Исследование влияния инвестиций в интеллектуальный капитал компании на ее стоимость при помощи модели EVA и показателя FGV на примере компаний АО “ИСС” имени академика М.Ф. Решетникова” и “Thales Alenia Space”

© 2016 Титов Александр Юрьевич
© 2016 Соколянский Василий Васильевич
кандидат медицинских наук, доцент
© 2016 Рыбина Галина Алексеевна
кандидат экономических наук, доцент

Московский государственный технический университет имени Н.Э. Баумана
105005, г. Москва, 2-я Бауманская ул., д. 5, стр. 1
E-mail: alexandertitov@outlook.com, sokolyansky63@mail.ru, galina_rybina@mail.ru

Исследуется связь между объемом инвестиций в интеллектуальный капитал компании и изменением стоимости компании на примере АО “ИСС” имени академика М.Ф. Решетникова” и “Thales Alenia Space”, производится оценка эффективности деятельности данных предприятий. Исследование будет интересно специалистам в области экономической теории, финансового анализа, инвесторам.

Ключевые слова: интеллектуальные активы, интеллектуальный капитал, инвестиции, модель EVA, показатель FGV.

В начале XXI в. среди экономистов все больший интерес возникает к такому специфическому термину, как интеллектуальный капитал (ИК) компании. Это во многом обусловлено тем, что инвестиции в нематериальные активы способны максимизировать стоимость компании¹.

На сегодняшний день под ИК понимают интеллектуальную составляющую компании: профессиональные и иные знания, опыт, умения, навыки, деловую репутацию, имидж, деловые связи, интеллектуальную собственность².

В связи с возросшим интересом к интеллектуальным активам (ИА), составляющим ИК компании, становится востребованным анализ связи между динамикой изменения ИК компании и экономическими результатами ее деятельности. В настоящее время разработано несколько десятков методов оценки стоимости ИК как комплекса. Большое количество конкурирующих оценоч-

ных подходов является следствием факта значительной сложности и ограниченной возможности использования традиционных методов для оценки неосязаемых активов³.

В нашей работе рассматривается метод оценки стоимости ИК как комплекса с помощью модели EVA (Economic Value Added). Эта модель была представлена консалтинговой компанией Stern Stewart как всесторонняя модель оценки эффективности деятельности компании, которая использует переменные бюджетирования капитальных расходов, финансового планирования, постановки целей, коммуникации с акционерами, механизма вознаграждения менеджеров и т.д. Достоинством данной модели является простота методических основ, недостатками - агрегированность оценки ИК, отрицательные эмпирические результаты.

Ранее была предложена схема анализа ИК с использованием модели EVA (рис. 1).

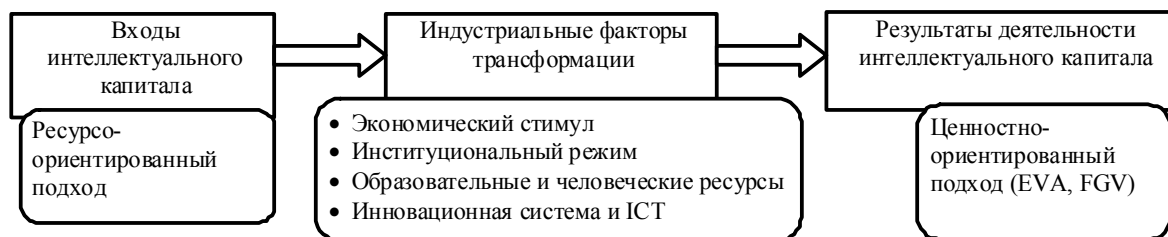


Рис. 1. Схема анализа интеллектуального капитала

Источник. Шакина Е.А., Барахас А. Взаимосвязь между качеством интеллектуального капитала и корпоративной производительностью: эмпирическое исследование российских и европейских компаний // Экономический вестник. 2012. Т. LVII, № 192 / Январь - Март. С. 79-97.

В представленной схеме предлагается проанализировать влияние входа ИК (инвестиций в ИК) на результаты его деятельности, которые проявляются в виде изменения экономической добавленной стоимости EVA и изменения стоимости будущего роста FGV (Future Growth Value).

Согласно данной схеме в настоящей работе проводится анализ динамики результатов деятельности ИК на примере ведущих российских и европейских предприятий в аэрокосмической отрасли (что позволит получить некоторые представления о состоянии и функционировании этой отрасли в различных государствах): АО «Информационные спутниковые системы» имени академика М.Ф. Решетнёва» и «Thales Alenia Space».

Акционерное общество «Информационные спутниковые системы» имени академика М.Ф. Решетнёва» (АО «ИСС» имени академика Решетнёва) - российский лидер по созданию космических аппаратов связи, телевидения, ретрансляции, навигации, геодезии. Предприятие выступает головным исполнителем по ключевым проектам в рамках приоритетных государственных программ в области космической деятельности. Компания создана на основании Указа Президента Российской Федерации № 574 от 9 июня 2006 г. путем преобразования ФГУП «Научно-производственное объединение прикладной механики имени академика М.Ф. Решетнёва» в открытое акционерное общество и является правопреемником ФГУП «НПО ПМ» по всем его обязательствам; 100 % акций ОАО «ИСС» имени академика М.Ф. Решетнёва» находится в федеральной собственности. Численность персонала компании по состоянию на 2013 г. составила 14 500 чел. Чистая прибыль АО «ИСС» имени академика М.Ф. Решетнёва» за этот же период времени достигла 13,4 млн долл.⁴ (величины переведены из российских рублей в доллары США по среднему номинальному курсу за 2013 г.)⁵.

«Thales Alenia Space» - крупнейший производитель спутниковых систем и орбитальной инфраструктуры. Компания «Thales Alenia Space» является совместным предприятием французской Thales (67 %) и итальянской Finmeccanica (33 %) и вместе с компанией Telespazio выступает частью «Космического Альянса» этих двух промышленных групп. «Thales Alenia Space» - законодатель стандартов для решений в области космической связи, дистанционного зондирования Земли и навигации. Численность персонала компании по состоянию на 2013 г. составила 7500 чел. Чистая прибыль компании за этот же период времени составила 787 долл. (приводятся

экономические показатели «Thales Group», а не только подразделения «Thales Alenia Space»)⁶.

Следует отметить, что на данный момент нет четкого понимания того, как происходит трансформация ИК (как именно из входа ИК получается результат), поэтому в данной статье мы решили ограничиться рассмотрением инвестиций в ИК компаний и анализом результатов деятельности ИК⁷.

В соответствии с рассуждениями, изложенными в⁸, ИА компании целесообразно разделить на три составляющие:

- научно-производственные ИА: промышленные образцы и модели, проведение научно-исследовательских, опытно-конструкторских и экспериментальных работ (НИОКР);
- организационно-управленческие ИА: патенты, лицензии, «ноу-хау», авторские права; оказание услуг в социальной сфере; оказание услуг в сфере торговли;
- информационно-инфраструктурные ИА: программное обеспечение предприятия.

При попытке распределения инвестиций в каждую из составляющих ИА мы столкнулись с проблемой наличия соответствующих сведений в открытом доступе. Поэтому было принято решение рассматривать в качестве инвестиций в ИА средства, направляемые на развитие производства, НИОКР и социальное обеспечение работников, данные о которых приведены в годовых отчетах рассматриваемых компаний.

Дополнительной трудностью при определении инвестиций в ИК явилось отсутствие годового отчета АО «ИСС» имени академика М.Ф. Решетнёва» за 2012 г. (рассматривается период 2009-2013 гг.). Однако известно, что в 2009-2011 гг. доля инвестиций составила 90 % от чистой прибыли компании, в 2012 г. - 94,5 %, в 2013 г. - 100 %, поэтому мы полагаем, что для определения тенденции изменения инвестиций в ИК предприятия в течение времени можно принять инвестиции в ИК в 2011 г. (именно по ним отсутствует информация) на уровне 95 % от чистой прибыли.

Инвестиции в ИК рассматриваемых компаний приведены в табл. 1 и на рис. 2.

Расчет показателя EVA производился в соответствии с методикой, изложенной в⁹. Данный показатель отражает эффективность использования предприятием своего капитала, показывает превышение рентабельности предприятия над средневзвешенной стоимостью капитала. Чем выше значение экономической добавленной стоимости, тем выше эффективность использования капитала у предприятия.

Таблица 1. Инвестиции в ИК АО “ИСС” имени академика М.Ф. Решетнёва” и “Thales Alenia Space” в 2009-2013 гг.

Инвестиции в ИК, млн долл.	2009	2010	2011	2012	2013
ИСС	28,40	22,50	18,74	13,39	9,25
Thales	768,66	808,66	801,43	910,46	924,84

Примечание. Составлено авторами.

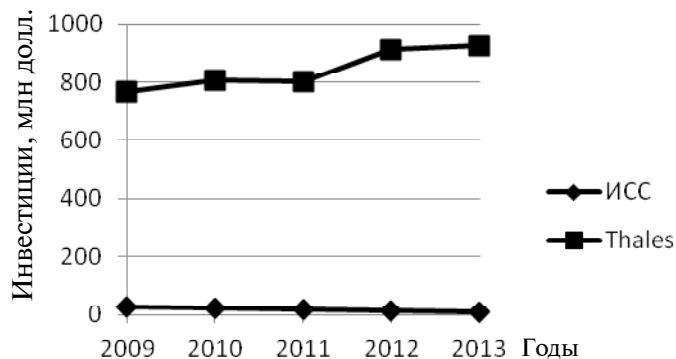


Рис. 2. Динамика инвестиций в ИК

Примечание. Составлено авторами.

Для расчета EVA использовалась зависимость:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot CE,$$

где NOPAT - прибыль от операционной деятельности после уплаты налогов, но до процентных платежей;

WACC - средневзвешенная стоимость капитала;

CE - инвестиционный капитал, является суммой совокупных активов из расчета на начало года за вычетом беспроцентных текущих обязательств (кредиторской задолженности поставщикам, бюджету, полученных авансов, прочей кредиторской задолженности).

В расчетах в связи со сложностью определения средневзвешенной стоимости капитала была принята WACC на уровне 8,5 %, что соответствует среднему значению данного показателя по отрасли.

Результаты расчета показателя EVA для рассматриваемых компаний приведены в табл. 2 и на рис. 3 (здесь и далее значения без скобок -

для положительных значений соответствующих величин, в скобках - для отрицательных).

Также для данных компаний был произведен расчет показателя FGV по методике, представленной в¹⁰. Этот показатель был разработан Б. Стюартом и Дж. Стерном как развитие EVA. FGV представляет собой приведенное к настоящему моменту времени изменение показателя экономической добавленной стоимости. Однако данный показатель имеет недостатки: рыночная стоимость компании подвержена постоянным колебаниям, которые не всегда объясняются изменениями интеллектуального капитала; сомнительность точности оценки рынка из-за наличия на нем спекуляций, несовершенства информации либо низкой ликвидности акций компании.

Не вдаваясь в методику расчета, отдельно хотелось бы подчеркнуть, что расчет произведен с предпосылкой о равенстве рыночной и балансовой стоимостей заемного капитала, так как расчет данного показателя трудоемок и требует всестороннего анализа. В нашей же работе мы стре-

Таблица 2. Расчет показателя EVA для ИК АО “ИСС” имени академика М.Ф. Решетнёва” (ИСС) и “Thales Alenia Space” (Thales)

Год	ИСС				Thales			
	NOPAT, млн долл.	WACC, %	CE, млн долл.	EVA, млн долл.	NOPAT, млн долл.	WACC, %	CE, млн долл.	EVA, млн долл.
2009	31,55	8,5	170,03	17,10	(281,5)	8,5	7547,6	(923,0)
2010	25,00	8,5	496,84	(17,23)	(142,1)	8,5	6755,9	(716,4)
2011	19,72	8,5	554,02	(27,37)	662,0	8,5	7279,8	43,3
2012	14,17	8,5	676,76	(43,36)	776,2	8,5	5830,6	280,6
2013	13,35	8,5	953,32	(67,68)	787,3	8,5	7529,4	147,3

Примечание. Составлено авторами.

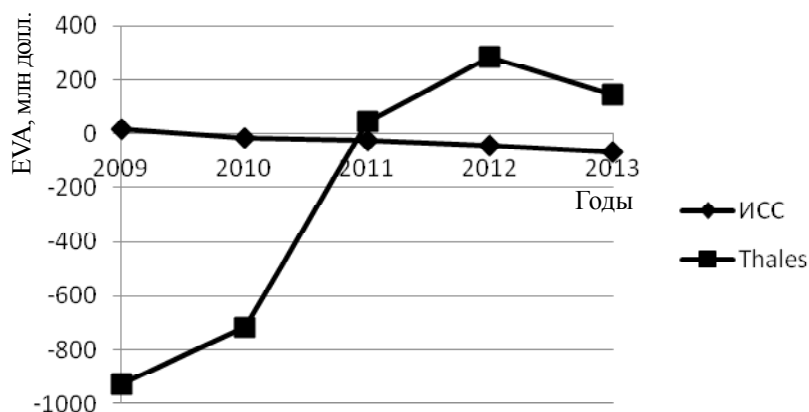


Рис. 3. Динамика показателя EVA

Примечание. Составлено авторами.

мимся получить лишь качественную зависимость изменения этого показателя во времени.

Результаты расчета показателей FGV для рассматриваемых компаний приведены в табл. 3 и на рис. 4.

На основании проведенного исследования можно сделать следующие выводы:

1. Суммарное значение показателя EVA за пятилетний промежуток составляет (138,54) млн

долл. для АО “ИСС” имени академика Решетникова” и (1168,2) млн долл. для “Thales Alenia Space”, что демонстрирует невысокую эффективность использования ИК компаниями. Однако следует отметить, что у зарубежного предприятия начиная с 2011 г. значения показателя EVA находятся в положительной области. Это говорит о приросте рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов,

Таблица 3. Расчет показателя FGV для ИК АО “ИСС” имени академика М.Ф. Решетникова” (ИСС) и “Thales Alenia Space” (Thales)*

Год	ИСС				Thales			
	EV, млн долл.	BV, млн долл.	EVAcap, млн долл.	FGV, млн долл.	EV, млн долл.	BV, млн долл.	EVAcap, млн долл.	FGV, млн долл.
2009	1102,5	1190,3	201,2	(289,0)	20667	16039	(10859)	15487
2010	1402,9	1715,0	(202,7)	(109,4)	19063	16935	(8428)	10556
2011	1700,0	2037,9	(322,0)	(15,9)	19415	18370	509	536
2012	1798,0	2062,8	(510,1)	245,3	21677	19347	3301	(971)
2013	2139,7	2514,9	(796,2)	421,0	26738	18923	1733	6082

* EV - рыночная стоимость компании; BV - балансовая стоимость компании; EVAcap - капитализированная EVA.

Примечание. Составлено авторами.

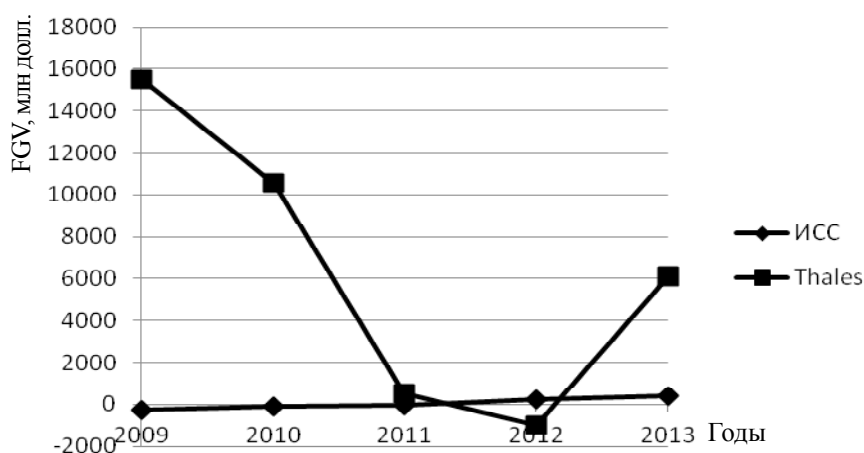


Рис. 4. Динамика показателя FGV

Примечание. Составлено авторами.

что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в предприятие.

2. Сравнение показателей EVA свидетельствует о том, что компания “Thales Alenia Space” является более инвестиционно-привлекательной и конкурентоспособной, чем компания АО “ИСС” имени академика Решетнёва”.

3. Суммарное значение показателя FGV за пятилетний промежуток составляет 251 млн долл. для АО “ИСС” имени академика Решетнёва” и 31 690 млн долл. для “Thales Alenia Space”. Источниками будущего роста, с точки зрения инвестиций, могут служить совершенствования выпускаемого продукта, внутренний темп роста компании. Исходя из этого, можно сказать, что компания “Thales Alenia Space” более динамично развивающееся предприятие, чем АО “ИСС” имени академика Решетнёва”, что в конечном итоге определяет ее лидирующее положение в космической отрасли.

На основании сделанных выводов можно дать следующие рекомендации: для повышения стоимости компаний такой наукоемкой отрасли, как космическая, необходимо увеличивать объем инвестиций в ИК, как это показывает пример компании “Thales Alenia Space”. Зачастую такой тип инвестиций не дает мгновенного результата, но в долгосрочной перспективе они имеют одно из наибольших влияний на экономические показатели деятельности компании.

В данной работе было исследовано возможное влияние инвестиций в ИК на показатели EVA и FGV, оценивающие прибыль, генерируемую ИК компаний ракетно-космической отрасли. По итогам проведенного сравнения было выявлено преимущество компании “Thales Alenia

Space” над АО “ИСС” имени академика Решетнёва” по вышеприведенным показателям. Рассмотренные методы оценки стоимости компаний не всеобъемлющи, а рекомендации не категоричны, однако могут быть использованы для улучшения экономической стратегии представленных компаний.

¹ Шакина Е.А., Блинов С.С. Оценка доли интеллектуального капитала в стоимости компании // Корпоративные финансы. 2010. □ 2. С. 47-61.

² Лукичева Л.И. Управление интеллектуальным капиталом. Москва, 2009.

³ Быкова А.А., Молодчик М.А. Влияние интеллектуального капитала на результаты деятельности компании // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8, Менеджмент. 2011. □ 1. С. 27-55.

⁴ АО “ИСС” имени академика М.Ф. Решетнёва” : [Официальный сайт]. URL: <https://www.iss-reshetnev.ru>.

⁵ Центральный банк Российской Федерации : [Официальный сайт]. URL: <http://www.cbr.ru>.

⁶ “Thales Alenia Space” : [Официальный сайт]. URL: <https://www.thalesgroup.com>.

⁷ Kianto A., Andreeva T., Pavlov Y. (2013) The impact of intellectual capital management on company competitiveness and financial performance. *Knowledge Management Research and Practice*, vol. 11, 2, pp. 112-122.

⁸ Особенности институционального подхода к изучению стоимости интеллектуального капитала компаний космической отрасли / Д.Т. Брегвадзе [и др.] // Вопросы экономических наук. 2016. □ 2. С. 15-20.

⁹ Обозов Р.А. Оценка стоимости компании на основе показателя EVA и моделирование значений EVA через влияющие факторы // Экономические и гуманитарные науки. 2011. □ 7. С. 110-112.

¹⁰ “Stern Stewart & Co” : [Официальный сайт]. URL: <http://www.sternstewart.com>.

Поступила в редакцию 04.05.2016 г.