Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет

 Институт «Высшая школа менеджмента»

**ДОБРОВОЛЬНОЕ РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ОБ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОМ КАПИТАЛЕ И РЫНОЧНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

**РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ: АНАЛИЗ ВЗАИМОСВЯЗИ**

Выпускная квалификационная работа студентки 4 курса бакалаврской программы, профиль – Финансовый менеджмент

**Козловой Анны Павловны**

*(подпись)*

Научный руководитель:

к.э.н., доцент кафедры финансов и учета

Гаранина Татьяна Александровна

*(подпись)*

 Санкт-Петербург

2017

Заявление

о самостоятельном выполнении

выпускной квалификационной работы

Я, Козлова Анна Павловна, студент 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале и рыночные показатели деятельности российских компаний: анализ взаимосвязи», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Подпись студента)

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Дата)

Оглавление

[Введение 4](#_Toc483343796)

[Глава 1. Раскрытие информации об интеллектуальном капитале 8](#_Toc483343797)

[1.1. Экономика знаний и интеллектуальный капитал 8](#_Toc483343798)

[1.2. Определение интеллектуального капитала 9](#_Toc483343799)

[1.3. Структура интеллектуального капитала 11](#_Toc483343800)

[1.4. Раскрытие информации как механизм корпоративного управления 14](#_Toc483343801)

[1.5. Особенности корпоративного управления и практики раскрытия информации в России 18](#_Toc483343802)

[1.6. Мотивы добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале 24](#_Toc483343803)

[1.7. Анализ исследований и выдвижение гипотез 31](#_Toc483343804)

[1.8. Выводы 42](#_Toc483343805)

[Глава 2. Методология исследования и эмпирическое тестрирование моделей 43](#_Toc483343806)

[2.1. Методология исследования 43](#_Toc483343807)

[2.2. Метод контент-анализа и индекс добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале 47](#_Toc483343808)

[2.3. Формирование выборки и описательная статистика 50](#_Toc483343809)

[2.5. Тестирование моделей и результаты исследования 59](#_Toc483343810)

[2.6. Анализ полученных результатов 64](#_Toc483343811)

[2.7. Примеры практик раскрытия информации об интеллектуальном капитале российскими компаниями 66](#_Toc483343812)

[Заключение 77](#_Toc483343813)

[Список литературы 79](#_Toc483343814)

[Приложение 1. Элементы добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале 86](#_Toc483343815)

[Приложение 2. Тестирование моделей 89](#_Toc483343816)

[Приложение 3. Элементы отчетности GRI 96](#_Toc483343817)

# Введение

Возрастающая роль знаний, развитие информационных технологий, важность инноваций и другие составляющие интеллектуального капитала на сегодняшний день во многом определяют конкурентное положение компаний, а вместе с тем формируют для них ряд новых задач. Одной из таких задач является широкое информирование стейкхолдеров о деятельности компании, о ее преимуществах и о соответствии постоянно изменяющимся требованиям общества.

С развитием экономики знаний нематериальные активы все больше привлекают внимание инвесторов, взаимодействие компании с которыми в первую очередь интересует автора данной работы. Рост их значимости в формировании ценности бизнеса отмечен в работах многих исследователей, например, [Edvinsson, 1997; Sveiby, 1997; Lynn, 1998]. По словам Нила Стивенсона, исполнительного директора по вопросам глобального внедрения Международного Совета по интегрированной отчетности, сегодня до 80% ценности бизнеса может приходиться на нематериальную сферу.[[1]](#footnote-1) Подтверждением также служит значительное увеличение доли нематериальных активов в создании рыночной ценности компаний с 1975г по 2015г, входящих в корзину фондового индекса S&P 500 согласно исследованию, проведенному Комитетом по международным стандартам интегрированной отчетности. Поскольку развитие интеллектуального капитала и управление им способны создавать ценность, то инвесторы заинтересованы в получении информации о нем. По результатам доклада 2012г, представленного комитетом Королевского проекта «Отчетность для устойчивости», 80% респондентов-инвесторов считают необходимой для принятия решений нефинансовую информацию, которая, между тем, не публикуется в обязательной годовой отчетности. Нил Стивенсон подтверждает, что финансовая отчетность не может в полной мере объяснить, каким образом организация достигает экономического эффекта.

Поскольку б*о*льшая часть информации, отражающая интеллектуальный капитал компании, не входит в обязательное раскрытие согласно законодательству, добровольные стандарты раскрытия подобной информации появились относительно недавно, а также сложна оценка самих нематериальных активов, то добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале сопровождается определенными издержками, к числу которых присоединяются и косвенные, представляющие собой риски раскрытия информации в связи с возможным ее использованием конкурентами [Vergauwen, Alem, 2005].

Однако несмотря на вышеперечисленные издержки, существует ряд мотивов к ее раскрытию и преимуществ данной практики. По словам многих исследователей [Lang, Lundholm, 2000; Brown et al, 2004] отсутствие информации об интеллектуальном капитале ведет к информационной асимметрии, в то время как ее раскрытие может способствовать снижению риска вложений в компанию и взвешенным решениям инвесторов. Меньший риск, в свою очередь, приводит к большей ликвидности акций компании [Leuz, Verrecchia, 2000]. В работе [Ashton, 2005] также указывается на ценность раскрытия интеллектуального капитала, как способа декларировать о будущих планах компании, ее ожидаемых денежных потоках, меняя вместе с тем представления стейкхолдеров. Несмотря на то, что существует лишь небольшое количество исследований, посвященных анализу взаимосвязи уровня добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночных показателей деятельности компаний, большинство из них подтверждает ее наличие и положительное направление.

Данная проблематика особенно актуальна для российского рынка. Поскольку раскрытие информации об интеллектуальном капитале также является элементом корпоративного управления, то стоит обратиться к его специфике в стране. Несмотря на развитие законодательства по корпоративному управлению, практика российских компаний ему не соответствует и характеризуется высокой концентрацией собственности и низким уровнем прозрачности бизнеса. Однако, в таком случае, следование более высоким стандартам корпоративного управления формирует конкурентные преимущества фирм на рынке капитала. [Бухвалов, 2005] отмечает, что, следуя исследованиям, например, [Durnev, Kim, 2005], корпоративное управление в развитых странах не создает преимуществ в следствии его однородности, в то время как на развивающихся рынках наблюдается значительная премия. Согласно [McKinsey and Company, 2002], в России ее размер составляет в среднем 38% к стоимости акций. Кроме того, как упоминалось ранее, большинство российских компаний характеризуются низким уровнем раскрытия информации. Однако в последние годы как с помощью законодательного регулирования, так и мерами, принимаемыми бизнес-сообществом, уровень раскрытия информации увеличивается, о чем свидетельствуют исследования корпоративной прозрачности, проводимые Российской Региональной Сетью по интегрированной отчетности (РРС). Интересно, что значительная часть новых публикуемых категорий информации относится к интеллектуальному капиталу компаний. Однако стоит отметить, что на российском рынке не было найдено исследований, устанавливающих взаимосвязь между добровольным раскрытием информации об интеллектуальном капитале и рыночными показателями деятельности компаний для выявления преимуществ их большей транспарентности.

Целью данной работы является выявление взаимосвязи между уровнем добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночными показателями деятельности российских компаний. Для достижения поставленной цели в работе решаются следующие задачи:

* На основе обзора отечественной и зарубежной литературы проанализировать понятие и структуру интеллектуального капитала, а также методы измерения уровня раскрытия информации об интеллектуальном капитале
* Провести обзор отечественных и зарубежных исследований, посвященных установлению взаимосвязи уровня добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночных показателей деятельности компаний
* Собрать данные для проведения исследования
* Сформулировать гипотезы исследования и осуществить их проверку при помощи эконометрических методов
* Проанализировать полученные результаты и на их основе дать практические рекомендации

Объектом исследования являются российские торгуемые компании, принимавшие участие в исследованиях РРС по корпоративной прозрачности, а также входящие в рейтинг «Эксперт 400». Предметом исследования является взаимосвязь между уровнем добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночными показателями деятельности российских компаний. Структура работы отображает последовательность сформулированных и выполняемых в ходе исследования задач. Работа состоит из введения, двух основных глав, заключения, списка литературы и приложений.

Первая глава посвящена изучению понятий интеллектуального капитала и раскрытия информации как механизма корпоративного управления. В рамках данной главы также проведен анализ отечественных и зарубежных исследований в области изучения взаимосвязи уровня раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночных показателей деятельности компаний. На основании представленного обзора литературы выдвигаются гипотезы исследования.

Вторая глава содержит в себе практическую часть выпускной квалификационной работы. Данная глава представляет собой эмпирическое исследование, основанное на выборке из 54 торгуемых российских компаний. В начале главы описана методология исследования: модель и используемые переменные, метод контент-анализа и построение индекса добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале. Затем выполнен анализ собранных данных и проведено построение эконометрических моделей, иллюстрирующих взаимосвязь между исследуемыми показателями. На основе полученных результатов тестирования сделаны выводы по проведенному исследованию и даны практические рекомендации. Кроме того, в работе рассмотрены примеры использования практики раскрытия информации об интеллектуальном капитале некоторыми российскими компаниями.

Данные для проведения исследования были получены из следующих источников:

* База данных Thompson Reuters EIKON
* База данных DATASTREAM
* Официальный сайт ММВБ
* Годовые отчеты компаний
* Официальные сайты компаний
* Электронные средства массовой информации

# Глава 1. Раскрытие информации об интеллектуальном капитале

## Экономика знаний и интеллектуальный капитал

Исторически концепция экономики знаний представляет собой следующий после информационного, а вместе с тем и текущий этап развития постиндустриального общества, которое начало формироваться в развитых странах в 1970х годах, когда многими учеными был отмечен переход от ведущего промышленно-производственного сектора экономики к сфере услуг [Powell, Shellman, 2004]. Появление понятия об экономике знаний связано с исследовательскими проектами ОЭСР, к проведению которых подтолкнуло появление в начале 90х годов XX века новых наукоемких секторов экономики, развитие глобальной конкуренции, широкое распространение информационных технологий, а также заметный рост занятости в таких отраслях, как телекоммуникационные, транспортные и профессиональные услуги. Таким образом, было установлено, что знания и инновации стали играть решающую роль в экономическом развитии, а потому концепция экономики знаний в первую очередь определяет ведущий драйвер экономического роста [Миндели, Пипия, 2007].

Термин «экономика знаний» впервые был введен в 1962г, однако трактовался лишь как новый сектор экономики. В настоящее время он определяет тип экономики, где распространение знаний и их производство играют определяющую роль. Теории, призванные объяснить происхождение и концепцию современной экономики, зачастую выделяют ее пять отличительных характеристик [Макаров, 2003]: инвестиции в информационные технологии, человеческие ресурсы, коммерциализация знаний (их производство и эффективное использование), предпринимательство (формирование позитивного отношения к рискам и инновационности), структурные изменения (организационная форма предприятия как благоприятная среда для развития инновационности).

Большинство из данных факторов связаны с непосредственной ролью бизнеса в формировании современной экономики и отражают внутренние преобразования компаний для адаптации к изменившимся внешним условиям, что также способствует получению и удержанию конкурентного преимущества на рынке. В рамках фирмы экономика знаний сводится к понятию «управление знаниями», разработанному в одном из проектов ОЭСР [OECD, 1996]. В данном проекте изучается, как различные виды знаний используются в организации, какие инструменты управления ими существуют и как это сказывается на эффективности компании. Таким образом, знания рассматриваются как ведущий ресурс современной организации, а в центре внимания оказывается человек, как носитель интеллекта и уникальных способностей. В результате, интеллектуальный капитал фирмы, как совокупность ее интеллектуальных ресурсов, определяет возможность долгосрочного развития компании [Edvinsson, Malone, 1997], становится главным источником конкурентного преимущества, экономического роста и стоимости предприятия на рынке [Седова, 2012; Bontis, 2001]. Организации, инвестиции которых в нематериальные активы превосходят инвестиции в основные фонды, считаются интеллектуальными. Интеллектуальная организация является развитием самообучающейся организации и ориентирована на постоянное приращение интеллектуального капитала и его эффективную реализацию. Таким образом на современном предприятии появляется новая функция - управление интеллектуальным капиталом.

## Определение интеллектуального капитала

Поскольку сущность интеллектуального капитала рассматривается авторами с разных точек зрения, то единой признанной трактовки интеллектуального капитала не существует, однако есть возможность выделить основные подходы к его определению. В данном разделе предлагается рассмотреть суть данных подходов и ввести понятие интеллектуального капитала (ИК) в рамках текущей работы.

Традиционно появление термина «интеллектуальный капитал» принято связывать с именем Дж. К. Гэлбрейта, который впервые употребил его в 1969 году в своем письме к экономисту Майклу Калецки: «Интересно, понимаешь ли ты, сколь многим обязан окружающий мир тому интеллектуальному капиталу, который ты дал за последние десятилетия» [Bontis,2001], где ИК понимается как «интеллектуальная деятельность». Поскольку интеллектуальная деятельность напрямую зависит от обладателя, то ей можно управлять. Так, мы приходим к объектному подходу при трактовке понятия, который характеризуется возможностью непосредственного контроля и управления ИК.

Широкое же распространение термин ИК получил в начале 1990х годов, когда ряд ученых (Н. Бонтис, Т. Стюарт, Л. Эдвиссон, К. Свейби, Й. Руус, Б. Лев и др) приступили к исследованиям в данной области, что положило начало развития теории ИК. Среди этих авторов следует выделить Т. Стюарта, [Stewart, 1997], кто одним из первых подробно обосновал понятие ИК в рамках теории организации. Он представил ИК как сумму знаний работников компании, что дает конкурентные преимущества фирме на рынке. В данном определении речь идет уже не просто об объекте управления, но о взаимодействии интеллектуального капитала персонала и стратегии компании, в рамках которой он может получить свое развитие. Это говорит о начале формирования системного подхода. Автор работы [Brooking, 1996] также подчеркивает, что компания не может усиливать свое конкурентное положение без ИК.

 В тот же период появилась новая трактовка термина, выделяющая важность ИК в формировании прибыли компании. Авторы работы [Edvinsson, Mallone, 1997] определили ИК как знание организации, которое может быть конвертировано в стоимость. Немногим позже эту точку зрения поддержали Л. Прусак и Г. Петраш. [Sullivan, 2000] также говорит об ИК, как о знании, которое может быть использовано для получения прибыли. Таким образом, в 2000х годах начал формироваться процессный подход к понятию ИК.

В результате анализа значительного числа трактовок можно говорить об эволюции теории ИК. Если изначально под ИК понимался лишь набор умений сотрудников, то позже возникло осознание взаимодействия интеллектуальных ресурсов с деятельностью организации и вследствие этого связь ИК с преимуществами компании на рынке.

В исследовании, проведенном НИЦ Сыктывкарского государственного университета по вопросу трактовки понятия ИК, было установлено, что как зарубежные, так и российские ученые зачастую пытаются дать определение интеллектуального капитала как нематериального актива (НМА). По поводу соотношения данных понятий также нет устоявшегося мнения. Ряд авторов [Brooking, 1997; Bouteiller, 2002; Лев, 2004] считают термины синонимичными. В то же время имеются работы, [Marr, 2003], где приводятся различия между данными понятиями, и авторы приходят к выводу о более широком определении интеллектуального капитала в сравнении с нематериальными активами. В частности, это основывается на принятии нематериальных активов как понятия в рамках бухгалтерского учета и структурной составляющей бухгалтерской отчетности компании.

В данной работе автор придерживается позиции, выраженной в [Волков, Гаранина, 2007], где нематериальные активы понимаются шире установленных критериев российских стандартов учета [ПБУ 14/2000] «принятия к бухгалтерскому учету активов в качестве нематериальных». Прежде всего это связано с трактовкой понятия «активы». Следуя [Волков, Гаранина, 2007] под активом понимается любая возможная экономическая выгода, получаемая организацией, как результат прошлых событий. Другое дело, какие из всех возможных активов попадают под стандарты бухгалтерского учета. Таким образом, к нематериальным активам следует относить «признаваемые и не признаваемые в бухгалтерском учете и отчетности НМА» [Волков, Гаранина, 2007], а понятия интеллектуальный капитал и нематериальные активы принято считать синонимичными. О взаимозаменяемости рассматриваемых терминов писал [Лев, 2004], говоря, что разница состоит лишь в сферах привычного употребления данных понятий (НМА – в бухгалтерском учете; ИК – в юридической литературе и управлении).

 Суммируя вышесказанное, автор определяет интеллектуальный капитал в соответствии с [Волков, Гаранина, 2007], как совокупность принадлежащих организации или контролируемых ею активов, не имеющих материальной или финансовой формы, но способных приносить экономические выгоды в будущем.

##  Структура интеллектуального капитала

Единого мнения относительно состава и структуры ИК среди ученых также не существует.

Одной из первых является классификация Свейби [Sveiby, 1997], которая разделяет ИК на *внешнюю* структуру компании (взаимоотношения с покупателями и клиентами, которые сказываются на имидже фирмы и могут быть отражены в такой интеллектуальной собственности, как бренд или торговая марка), *внутреннюю* структура (патенты, компьютерные системы, а также личные компетенции управленческого персонала компании и ее корпоративный дух) и *персональные навыки* сотрудников.

Также, одной из первых попыток развить категорию ИК, а вместе с тем наиболее известной и распространенной, является модель интеллектуального капитала, представленная в работе [Edvinsson, Malone, 1997], где авторы выделяют две его составляющие: *человеческий* капитал (компетенции и навыки сотрудников, а также ценности и культура фирмы) и *структурный* (торговая марка, патенты, организационная структура, отношения с клиентами). Структурный капитал в свою очередь подразделяется на организационный и клиентский, и может быть объяснен, как активы, которые остаются в организации даже после ухода сотрудников. В то время как человеческий капитал компании не принадлежит. Организационный капитал состоит из капитала инноваций (защищенные коммерческие права и интеллектуальная собственность) и капитала процессов (деятельность, создающая добавленную ценность продукту – системы производства, сервисное обслуживание и др.) На основе данного подхода была создана модель навигатора для шведской страховой компании Скандия – матрица, позволяющая планировать ИК в подразделениях [Skandia, 1994]. Как видно из описания элементов, существует некая параллель между подходами Свейби и Эдвинсона (организационному капиталу соответствует внутренняя структура, потребительскому капиталу – внешняя структура, а человеческому капиталу – внутренняя компетенция).

Продолжая идею Эдвинсона и сужая понятие ИК автор работы [Roos, 1997] разделяет ИК на 2 категории: человеческий и структурный. Такому же принципу следует [Petty, Guthrie, 2000], кто разделяет ИК на *человеческий* и *организационный*.

Напротив, расширяя понятие, Э. Брукинг рассматривает в составе ИК *человеческий капитал* (совокупность знаний и компетенций сотрудников), *рыночные активы* (торговая марка, лояльность потребителей), *интеллектуальную собственность* (ноу-хай, патенты и др.) и *инфраструктурные активы* (процессы, базы данных, корпоративная культура) [Брукинг, 2001]. В работе [Андриссен, Тиссен, 2004] авторы выделяют 5 подгрупп нематериальных активов: ценные ресурсы и приобретения, навыки и неформализованные знания, первичные процессы и процессы управления, технология и формализованные знания, общие моральные ценности и нормы. Среди наиболее современных исследований можно выделить [Gupta, Azzopardi, 2013], где авторы описывают модель 5C: человеческий капитал, структурный, клиентский, организационная культура и креативность.

Изучив некоторые существующие подходы к структуре ИК можно говорить о том, что от автора к автору компоненты ИК остаются относительно стабильными, изменения претерпевает лишь их категоризация. Причем, несмотря на это, есть возможность выделить наиболее общие категории.

Традиционным считается подход, предложенный в 1997г Т. Стюартом, где основными элементами ИК он выделяет *человеческий*, *структурный* и *отношенческий* капитал [Стюарт, 2007]. Данная концепция находит свое отражение и в работах других авторов [Saint-Onge H.,1996; Bontis, 1998; Bornemann,1999]. Кроме того, рассматриваемая структура нематериальных активов соответствует классификации [IFAC, 1998]. (рис.1)



1. Структура интеллектуального капитала

 [Источник: Волков, Гаранина, 2006]

Итак, *человеческий капитал,* согласно [Edvinsson, Malone, 1997; Sveiby, 1997], является наиболее важным элементом ИК, играющем решающую роль в обретении устойчивого конкурентного преимущества, что связано со сложностью его внутреннего развития и невозможностью имплементации со стороны конкурентов. Суммируя изученные подходы и делая акцент на поправках, внесенных в работе [Волков, Гаранина, 2006] по отношению к устоявшимся традиционным определениям, человеческий капитал определяется как способность организации извлекать экономические выгоды из набора знаний, опыта, способностей и профессиональных компетенций сотрудников организации, которые неотделимы от его обладателей.

*Отношенческий капитал*, следуя традиционному подходу, – это совокупность долгосрочных и взаимовыгодных отношений фирмы с ее клиентами, поставщиками и другими контрагентами. Он выражается в развитых сетях поставок, каналах сбыта, брендах, и т.п. В рамках данной работы, согласно подходу [Волков, Гаранина, 2006] клиентский капитал определяется как как способность организации извлекать экономические выгоды из внешних отношений фирмы.

*Структурный капитал* – способность организации извлекать экономические выгоды из внутренних ресурсов фирмы, созданных или приобретенных ей с течением времени. В рамках структурного капитала выделяют инновационный капитал (патенты, лицензии и прочие объекты интеллектуальной собственности) и инфраструктурные активы (корпоративная структура, стратегия, управленческие процедуры и др.) Стоит отметить, что вышеперечисленные ресурсы принадлежат организации и остаются с ней, когда персонал «уходит» [Edvinsson and Malone, 1997; Bontis, 1998]. Таким образом, организационный капитал тесно связан с человеческим. В данной работе структурный капитал определяется как способность фирмы извлекать экономические выгоды из знаний, остающихся внутри организации.

В заключение следует отметить, что интеллектуальный капитал не является простой суммой его составляющих, а создается в результате их взаимодействия с наличием синергетического эффекта.

## Раскрытие информации как механизм корпоративного управления

Корпоративное управление (КУ) – один из ведущих разделов менеджмента организации, который рассматривает систему как внутренних, так и внешних взаимоотношений корпорации, а его суть в широком смысле заключается в поиске баланса между интересами ее участников. Поэтому качественное корпоративное управление способствует росту ценности компании для стейкхолдеров.

Несмотря на то, что термин «корпоративное управление» возник в середине 1970х годов ХХ века, его единое понятие на сегодняшний день отсутствует. В данной работе будет использоваться следующее определение:

*«корпоративное управление» - система экономических и юридических отношений и норм, в рамках которых осуществляется распределения корпоративного контроля и прав на денежные потоки между акционерами, менеджерами и другими стейкхолдерами компании. [Бухвалов и др., 2012]*

Теория КУ появилась в 1970х годах и наиболее полно представлена в работе [Jensen, Meckling 1976]. Основой рассмотрения проблемы КУ становится теория агентских издержек, которая сосредоточена на модели взаимоотношений «принципал-агент» (собственник-менеджер, соответственно) и их разнонаправленных интересов. Так, главный интерес собственника заключается в повышении капитализации компании, однако он участвует в капиталах нескольких фирм и, соответственно, банкротство одной из них нанесет ему значительно меньший ущерб, чем топ-менеджеру данной организации. Менеджер, в свою очередь, также заинтересован в ценности фирмы, однако нацелен не на ее рост, а на недопустимость падения. В виду готовности принятия меньшего риска управленец будет действовать в противоречии с интересами собственника, чья цель – долгосрочная ценность компании. Кроме того, управленец склонен к оппортунистическому поведению, т.е. к действиям, которые направлены на увеличение его частных выгод (например, карьерный рост) в ущерб выгодам собственников путем преднамеренного нарушения контрактных обязательств [Williamson, 1985]. Для разрешения данного конфликта акционерам приходится нести агентские издержки на контроль, вознаграждение и остаточные потери.

Существуют различные механизмы уравновешивания возникшего конфликта и одним из них является создание эффективной системы корпоративного управления, элементы которой прописаны в кодексе КУ страны. Развитая система КУ способствует улучшению процесса принятия решения органами управления, повышает репутацию фирмы, облегчает доступ к рынкам капитала и снижает затраты на его привлечение. Согласно исследованию [McKinsey & Co., Investor Opinion Study, June 2000] «свыше 80% инвесторов заявляют о своей готовности платить больше за акции компаний с хорошим качеством корпоративного управления».[[2]](#footnote-2)

Один из основополагающих принципов КУ - прозрачность и максимально возможное отсутствие информационной асимметрии. Под раскрытием информации понимается «обеспечение ее доступности всем заинтересованы лицам независимо от целей получения данной информации в соответствии с процедурой, гарантирующей ее нахождение и получение».[[3]](#footnote-3) Если компания в должной степени раскрывает информацию, акционеры имеют возможность оценить ее деятельность и перспективы в рамках своих интересов.

Раскрытие информации снижает уровень неопределенности и риска инвестора, и, соответственно, стоимость привлекаемого капитала [Botosan, 1997; Leuz, Verrecchia, 2000]. Так, [Elliott et al, 1994] писали, что низкий уровень раскрытия сказывается на более высокой премии за информационный риск. Цена капитала складывается из безрисковой ставки и премии за экономический риск. Последний включает в себя информационную составляющую. Поэтому какой бы не был характер раскрываемой информации – позитивный или негативный, - это позволяет избежать платы за информационный риск, а рост стоимости капитала при негативных публикациях не обязательно будет являться следствием раскрытия, а скорее элементом экономической составляющей. [Lambert et al., 2007] рассматривает не только реакцию потенциального инвестора на информацию, но и говорит о снижении оппортунистического поведения менеджмента и принятии им эффективных управленческих решений, что также сказывается мнении инвесторов. Кроме того, наблюдается положительная взаимосвязь между степенью раскрытия информации и ценностью фирмы [Balakrishnan et al., 2014]. Снижение информационной асимметрии отражается на повышении ликвидности акций и, соответственно, на ценности компании. Предполагается, что цена акций такой компании в большей степени соответствует ее реальному состоянию, что помогает инвесторам быстрее принимать взвешенные решения. Существуют также исследования, раскрывающие негативную взаимосвязь между раскрытием информации и волатильностью доходности акций компании [Kothari et al., 2009].

Таким образом, приобретая собственные выгоды (более подробная схема представлена на рис.2), фирмы одновременно выказывают свое ответственное отношение к инвесторам. Именно принципы открытости, честности и прозрачности формируют репутацию фирмы, доля стоимости которой в общей стоимости западных фирм возросла с 18% до 82% за последние 15 лет [Кальницкая, 2011].



1. Влияние информационной прозрачности

[Источник: Лисицкая, 2016]

Стоит сказать, что в конце XX века реальностью стали гигантские денежные потоки, генерируемые глобальными корпорациями, поэтому проблемы КУ стали выходить на государственный уровень. Также это время ознаменовалось крахом таких европейских и американских корпораций, как Worldcom[[4]](#footnote-4), Enron, Parmalat, что в том числе было вызвано низким контролем над раскрытием информации. Это привело к регулированию КУ посредством законодательства, однако после кризиса 2008 года оно показало свою неэффективность, а потому дополнительно были введены рекомендательные стандарты КУ – кодексы корпоративного управления, которые стимулируют участников принимать на себя добровольные обязательства [Кальницкая, 2011]. В том числе речь идет и о добровольном раскрытии информации для построения доверительных взаимоотношений с инвесторами.

Рассмотрим критерий обязательности. Обязательная к раскрытию информация предусмотрена в законодательных актах стран и прочих регуляторах, и ее опубликование является мерой их соблюдения. Согласно [Starita, Malafronte, 2014] цель обязательного раскрытия состоит в обеспечении минимально необходимого объема информации, который должен быть доступен рынку. Добровольно раскрываемой информацией будем считать существенные данные, которые предоставляются сверх того, что предусмотрено законом. Данная информация может включать политику акционерного общества в области деловой этики, корпоративной культуры, общественной деятельности и пр.

Стоит обратить внимание и на принципы раскрытия информации, к которым относится достоверность, доступность, оперативность, полнота и регулярность, баланс между открытостью Общества и его коммерческими интересами, нейтральность предоставления.[[5]](#footnote-5)

Основываясь на вышесказанном можно говорить о том, что формальное наличие информации не представляет интереса с точки зрения получения конкурентного преимущества, где на первый план выходит объем данных, их доступность, релевантность и ценность для стейкхолдеров. Таким образом, мы говорим не просто о раскрытии информации, но о прозрачности и транспарентности фирмы, которая определяется как воспринимаемое качество намеренно распространенной информации по уровню ее раскрытия, ясности и точности предоставления [Schnackenberg, Tomlinson, 2014].

## Особенности корпоративного управления и практики раскрытия информации в России

Процесс формирования практик корпоративного управления в России начался гораздо позже западных стран. Несмотря на приватизацию в начале 1990х годов 50% акций до сих пор принадлежали государству, что затем способствовало появлению доминирующих частных собственников. Реальное развитие КУ получило к началу 2000х годов. В связи с нехваткой собственных средств на развитие бизнеса компаниям требовалось использование внешних источников финансирования путем листинга как на российских, так и на зарубежных биржах. Так, только в 2005г состоялось 13 IPO с привлечением 4,5 млрд долларов, из которых 94% составлял иностранный капитал [Калицкая, 2011]. Несмотря на сохранение высокой концентрации собственности, российские компании начинают понимать, что для привлечения капитала и повышения рыночной оценки необходимо улучшение репутации и корпоративного управления компании. [Бухвалов, 2005] отмечает, что, следуя западным исследователям, КУ в развитых странах не создает преимуществ компании в следствии его высокого уровня и однородности, в то время как на развивающихся рынках наблюдается значительная премия. Согласно [McKinsey and Company, 2002], в России ее размер составляет в среднем 38% к стоимости акций.[[6]](#footnote-6) Таким образом, развитие финансовых рынков стимулировало создание корпоративного права.

Подобная история развития является причиной несоответствия качества КУ в России и уровня законодательства. Российский Кодекс корпоративного управления (2002г) был основан на передовом зарубежном опыте и получил признание международного делового сообщества. Однако практика КУ во многом отстает от прописанных норм, на что указывают рейтинги КУ российских компаний, присваиваемые рейтинговым агентством Standard & Poor’s [Бухвалов, 2005]. Недостатки системы КУ выявил кризис 2008г, когда собственники, ранее отошедшие от оперативного управления, вновь вернулись к непосредственному контролю бизнеса из-за слабой власти советов директоров.

Таким образом, можно выделить следующие особенности КУ в России:

* Высокая концентрация собственности

Факт высокой концентрации собственности подтверждает исследование [Долгопятова, 2007], где в результате опроса 822 российских ОАО было получено, что 70% компаний имеют мажоритарного акционера с долей акций более 50%; в 18% компаний крупнейший акционер владеет от 25 до 50% акций; в 13% компаний – менее 25% акций. В результате данного явления зачастую возникает нарушение прав миноритарных акционеров. Стоит также отметить, что в связи с историческим развитием, доминирующим акционером крупнейших российских компаний является государство.

* Недостаточное разграничение функций собственности и контроля

Мажоритарный акционер зачастую является генеральным директором фирмы или же состоит в совете директоров, что в особенности характерно для среднего и малого бизнеса.

* Высокий уровень непрозрачности

В работе [Бочарова, 2011] говорится, что при анализе российских компаний часто отмечается неполнота раскрытия финансовой отчетности и низкая транспарентность бизнеса в целом. Это во многом объясняется вышеперечисленными особенностями практик КУ.

Прежде всего стоит отметить факт высокой концентрации собственности. Существует обширный обзор исследований по роли собственности в практике раскрытия информации. [напр.: Fama and Jensen, 1983; Jiang et al., 2011; Chau et al, 2002]. При большой доле акций в руках одного или нескольких инвесторов наблюдается б*о*льшая степень контроля за деятельностью менеджмента, что уменьшает информационную асимметрию. Соответственно, у компаний нет стимула к раскрытию информации, которая к тому же может привести к усилению риска конкуренции или политического контроля [Jensen, Meckling, 1992]. Отрицательная взаимосвязь между степенью раскрытия информации и уровнем концентрации собственности наблюдается также в случаях добровольного раскрытия [Chau et al, 2002].

Роль государства в политике раскрытия информации подробно рассматривается в работе [Дурнев, Гуриев, 2007]. Данный фактор является существенным для России в силу высокого контроля бизнеса со стороны государства, замещая тем самым неопределенность институциональной среды и несовершенство рынка [Ружанская, 2009; Lazareva et al., 2008]. Так, в вышеупомянутом исследовании анализируются компании 51 страны из различных отраслей в период 1990-2005гг на предмет прозрачности и ее соотношения с показателем «хищничества», который определяет угрозу экспроприации прибылей государством. Взаимосвязь данных показателей рассматривается в контексте ресурсной зависимости стран. Результаты, к которым приходят авторы, говорят о том, что если компания в добывающей отрасли получает прибыль в период роста цен на сырье, то данная рента привлечет внимание государства и увеличит риск экспроприации (чрезмерное регулирование и налогообложение, конфискация активов и др.) Ярким примером служит дело компании «ЮКОС». Вследствие этого, компании промышленных и ресурсозависимых отраслей склонны оставаться менее прозрачными по сравнению с другими секторами экономики, особенно в странах со слабой защитой прав собственности. [Дурнев, Гуриев, 2007].

Кроме того, российский бизнес характеризуется частотой недружественных поглощений и захватов, в связи с чем транспарентность фирм также снижается. Так, согласно [Касьяненко, 2009], с 2004г по 2007г в России отмечено около 1260 рейдерских захватов, большинство из которых произошло в нефтегазовой отрасли, что подтверждает выводы [Дурнев, Гуриев, 2007].

Несмотря на вышеперечисленные сдерживающие факторы, на российском рынке наблюдаются положительные тенденции к раскрытию информации согласно отчету S&P за 2010г. Так, в период 2002-2010гг уровень раскрытия увеличивается по всем рассматриваемым элементам, за исключением операционной информации. Меньше всего раскрывается вознаграждение членов совета директоров и топ-менеджеров. Эта тенденция сохраняется и сегодня, о чем говорит [Исследование Российского института директоров, 2015].

Ведущим фактором положительной динамики раскрытия информации S&P называет практику IPO, в особенности на зарубежных площадках, что связано не только с требованиями иностранных бирж, но и необходимостью повышения имиджа в глазах иностранных инвесторов. Так, при подготовке к IPO «Детский мир» внедрил в 2015г практику нефинансовой отчетности; при совершении листинга на NYSE в 2004г «Мечел» увеличил прозрачность с 29 до 70 пунктов [Зинкевич, 2007]. Действительно, согласно [Исследование корпоративной прозрачности крупнейших российских компаний, 2015] российские компании, одновременно листингуемые как на ММВБ, так и на зарубежных биржах, имеют самый высокий уровень прозрачности. Среди 36 таких компаний 14 готовят публичную отчетность по международным стандартам, в то время как фирмы без листинга составляют 99% всей группы малопрозрачных компаний.

Повышение уровня прозрачности российских компаний связано также с законодательным регулированием и инициативами профессионального сообщества, что представлено в таблице 1.

*Таблица 1*

**Меры профессионального сообщества и законодательного регулирования в сфере раскрытия информации**

|  |  |
| --- | --- |
| Профессиональное сообщество | Законодательное регулирование |
| С 1997 - Всероссийский конкурс РСПП «Лидеры российского бизнеса: динамика и ответственность»;С 1998 - Ежегодные конкурсы годовых отчетов ММВБ, РЦБ, Эксперт РА | 1995 г Федеральный Закон № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» Статья 92. Обязательное раскрытие обществом информации |
| С 2003 - Интерфакс и АК&М проводит ежегоднуюПремию "За активную корпоративнуюполитику в сфере раскрытия информации" | 04.04. 2002 Кодекс корпоративного поведения |
| С 2003 - Ежегодное исследование S&P информационной прозрачности российских компаний | 02.07.2003 Постановление о раскрытии информации эмитентами |
| С 2006 - Ежегодный «Национальный рейтинг прозрачности закупок»  | 21.11.2011 ФЗ № 325 "Об организованных торгах" Ст. 22. Предоставление информации и документов организатором торговли |

*Продолжение таблицы 1*

|  |  |
| --- | --- |
| C 2013 - Ежегодное исследование РРС корпоративной прозрачности крупнейших российских компаний. | 13.02.2014 – новая редакция Кодекса Корпоративного Управления |
| Рейтинги, проводимые в 2014 г. Transperency Int.: «Прозрачность в корпоративных отчетах»;«Прозрачность корпоративной отчетности и антикоррупционная политика российских частных компаний». | 10. 04.2014 – часть А: принципы КУ, раскрытие информации об обществе, информационная политика общества |
| С 2014г – индексы РСПП по устойчивому развитию, корпоративной ответственности и отчетности: «Ответственность и открытость» и «Вектор устойчивого развития». | 04.06. 2014. Правила листинга Московской биржи. ст.20 «Мониторинг требований раскрытия информации «Правил листинга.» |

[Составлено на основе: Исследование корпоративной прозрачности крупнейших российских компаний, 2014]

Несмотря на то, что согласно исследованиям, российские компании склонны увеличивать транспарентность только в рамках законодательства и до определенного уровня, позволяющего получить листинг на иностранных биржах [Зинкевич, 2007; Бочарова, 2011], а 2014-2015гг характеризуется снижением заинтересованности иностранных инвесторов к российским компаниям [Быркова, 2016], и с 31 декабря 2013г только 3 российских компании провели IPO («Лента», «Объединенная вагонная компания», «Московский кредитный банк»), агентствами S&P и Эксперт РА установлено повышение прозрачности компаний в области добровольного раскрытия информации за последние 3 года. В практику внедряются международные стандарты отчетов GRI[[7]](#footnote-7) (руководство по отчетности в области устойчивого развития) и IR (интегрированная отчетность, ИО). По данным 2014г среди 68 наиболее прозрачных компаний руководству GRI соответствует 20,6% компаний, а IR – 26,4% [Галушкина, 2015]. В обзоре [Эксперт РА, 2015] говорится, что стандарт GRI повышает качество российской годовой отчетности, о чем может свидетельствовать международный рейтинг Annual report on annual reports, в котором в 2015 году оказалось 18 российских компаний против 12 прошлого года, при этом 3 из них заняли места в топ-100, что происходит впервые.[[8]](#footnote-8) На относительно высоком уровне продолжает раскрываться информация об управлении персоналом и стратегических результатах. Увеличение раскрытия информации наблюдается в категории «описание рынка», «описание компании», «бизнес-модель», и «устойчивое развитие». Однако стоит отметить, что эти тенденции наблюдаются среди компаний-лидеров, в то время как ежегодно порядка 30% фирм выборки являются непрозрачными.[[9]](#footnote-9) Несмотря на это существуют стимулы соответствия подобным стандартам: составители рейтинга РРС отмечают положительную взаимосвязь между уровнями измеренной прозрачности и рейтингом кредитоспособности, Московская биржа выявила более высокую доходность ценных бумаг участников индекса РСПП по сравнению со средним показателем компаний по индексу ММВБ, а индекс корпоративного управления, рассчитанный НАКД для лидирующих компаний, опережает рынок на 20%.[[10]](#footnote-10)

 Государство принимает меры по повышению прозрачности российских компаний. В 2016г продолжилась работа над проектом «Концепция развития публичной нефинансовой отчетности в РФ» группой Минэкономразвития, который предполагает создание к 2020г требований по раскрытию информации об устойчивом развитии для госкорпораций, системообразующих компаний и фирм топ-500 по выручке.[[11]](#footnote-11)

Также стоит обратить внимание на то, что российское правительство принимает меры по улучшению качества корпоративного управления в целом. Распоряжением от 25 июня 2016 года была утверждена дорожная карта «Совершенствование корпоративного управления», задачей которой является защита прав миноритариев и привлечение иностранных акционеров. Реализация данной «дорожной карты» позволит повысить позиции страны в международном рейтинге Doing Business. В 2016г Россия заняла 51е место среди 183 стран [Таранин, 2016]. Документ содержит указания, которые будут реализованы в законопроекты до 2018г.[[12]](#footnote-12)

Таким образом, компании, не предпринимающие добровольные меры в области корпоративного управления, а в частности в сфере раскрытия информации, «сегодня», рискуют потерять время на выстраивание систем управления данными практиками, и «завтра» могут столкнутся с ужесточением требований регулирующих органов.

Возвращаясь к факту раскрытия информации, стоит отметить, что б*о*льшая часть изменений, наблюдаемых в наполнении годовой отчетности российских компаний в период 2013-2015гг, подпадает под категорию интеллектуального капитала, что говорит о заинтересованности бизнес-среды в его раскрытии. Об этом также свидетельствует проведенная 22-23 сентября 2016г 12-я международная конференция «Intangibles, Intellectual Capital and Extra-Financial Information» на площадке кампуса НИУ ВШЭ в г. Санкт-Петербурге. Большое количество докладов было посвящено анализу ИК в рамках сводной отчетности.

## Мотивы добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале

Если некоторая деятельность компании может оказывать существенное влияние на ее ценность, то инвесторы заинтересованы в том, чтобы своевременно получать полную и исчерпывающую информацию о ней [Найденова, 2015]. В соответствии с данным ранее определением, интеллектуальный капитал компании способен приносить экономические выгоды и создавать ценность. В работе [Kaplan, Norton, 2005] также сказано, что «нематериальные активы – это основной источник устойчивого создания ценности фирмы» [Гаранина, 2009].

Об этом свидетельствует ряд исследований, в которых была установлена взаимосвязь между различными источниками интеллектуального капитала фирмы и ее ценностью. Например, с точки зрения развития человеческого капитала, [Lin, Lin 2006] обнаружили, что тренинги и обучение сотрудников являются основными драйверами для создания потребительской ценности фирмы. Относительно внутреннего капитала фирмы, [Xu et al., 2007] обнаружил, что биотехнологические компании, которые занимаются более широкой разработкой лекарственных препаратов получают более высокую прибыль и, соответственно, обладают большей рыночной ценностью. Если говорить об отношенческом капитале, исследования [Ittner, Larcker, 1998; Anderson et al, 2004] показывают, что высокое удовлетворение потребностей клиентов и лояльность потребителей способны оказывать влияние на будущие финансовые результаты компании.

Поскольку деятельность менеджмента в области развития ИК фирмы создает дополнительную ценность, то раскрытие информации о ней удовлетворяет интерес инвестора в контроле над ее осуществлением, а также способствует его справедливой оценке. Данная рыночная оценка нематериальных активов в свою очередь является важной причиной различия балансовой и рыночной стоимости компании [Schiuma, Lerro, 2008].

В исследовании [Lev, Feng, 2001] говорится, что 40% - 50% рыночной ценности компании не отражено в балансовых показателях, и генерируется за счет нематериальных активов. Доказательством может служить исследование [Cazavan-Jeny, 2004], основанное на анализе 63 торгуемых французских компаний. Автор приходит к выводу о взаимосвязи интеллектуальных ресурсов и разницы между рыночной и балансовой стоимостью компании, поскольку была выявлена статистическая взаимосвязь между капитализированной стоимостью деловой репутации (гудвилл) и соотношением «цена/балансовая стоимость». [Chen et al., 2005] проводят эмпирическое исследование по выявлению наличия взаимосвязи между ИК (по методу VAIC[[13]](#footnote-13)), рыночной ценностью фирмы и финансовой результативностью. Итогом явилось установление положительной взаимосвязи в обоих случаях.

В результате выявленных выгод как от раскрытия информации, так и непосредственно от обладания интеллектуальными ресурсами, можно говорить о вероятном преимуществе фирм, раскрывающих информацию о нематериальных активах.

Как упоминалось ранее, становление ИК ведущим источником конкурентного преимущества фирмы привлекло внимание к нему инвесторов и прочих заинтересованных лиц. В исследовании [Taylor and Associates, 1998] указывается, что раскрытие информации об ИК входит в топ-10 информационных нужд инвесторов. В работе [Beattie, 1999] говорится о том, что пользователи корпоративной информации отмечали нехватку данных о факторах риска и качестве менеджмента фирмы. Согласно [García-Meca, Martínez, 2007] наблюдается рост спроса на нефинансовую информацию со стороны аналитиков. [Breton, Taffler, 2001] исследуют 105 отчетов аналитиков и приходят к выводу, что последние проявляют особый интерес к информации о менеджменте фирмы и ее стратегии. Подтверждением также служит изменение в структуре рыночной ценности компаний индекса S&P 500, представленное на рис.3



1. Структура рыночной ценности компаний индекса S&P500 (красным обозначена доля нематериальных активов)

[Источник: Discussion Paper Integrated Reporting, 2015]

Согласно докладу [«The value of extra-financial disclosure. What investors and analysts said», 2012] 80% респондентов-инвесторов считают необходимой для принятия решений нефинансовую информацию, которая, между тем, не публикуется в обязательной годовой отчетности. В связи со специфичностью нематериальных активов существуют сложности с их раскрытием, и МСФО 38 не признает данную информацию обязательной для опубликования. Обязательная финансовая отчетность раскрывает информацию лишь о части нематериальных активов компании, которые попадают под установленные законодательством критерии их признания в рамках бухгалтерского учета (гудвилл, лицензии, патенты). В РФ раскрытие информации регулируется рядом нормативных актов: Законом об акционерных обществах 1995 г., Законом о рынке ценных бумаг 1996 г. и Положением о раскрытии информации эмитентами ценных бумаг 2006г.

Таким образом, существует проблема недостаточного раскрытия информации об ИК компании в рамках обязательной отчетности, что создает информационный разрыв между внутренними и внешними по отношению к фирме заинтересованными лицами.

Существует немалое количество дискуссий по поводу обязательного и добровольного раскрытия информации о НМА.

В работе [Lambert, 1998] ИК назван «мягкими» активами, которые достаточно сложно структурировать и стандартизировать. Формат добровольного раскрытия будет более подходящим из-за постоянных изменений, которые претерпевает ИК [Grojer, Johanson, 1999]. Стоит также отметить, что именно добровольное раскрытие информации подчеркивает ответственность компании перед стейкхолдерами и формирует ее репутацию [Lombardi et al, 2015]. По мнению авторов работы [Mangena et al., 2010], дополнительно раскрытая информация воспринимается фондовым рынком как сигнал о качестве фирмы, когда обязательная не дает возможности инвесторам выделить более перспективные компании. На основе интервью датских компаний в исследовании [Schaper et al, 2017] было выяснено, что в связи с существующими рисками фирмы вряд ли будут раскрывать действительно актуальную и ценную информацию в обязательном порядке. Кроме того, обязательные стандарты раскрытия не учитывают специфики отдельной организации.

Тем не менее при необязательном раскрытии информации ее количество существенно снижается [La Rosa, Liberatore, 2014]. Негативное отношение к добровольному раскрытию высказано в работе [Hopwood, 2009], где предполагается, что компании могут использовать добровольное раскрытие информации, чтобы избежать дополнительной заинтересованности общества о деятельности фирмы и тем самым напротив снижают уровень прозрачности.

Несмотря на последние комментарии, на сегодняшний день информация об ИК в своем большинстве раскрывается фирмами добровольно. Однако в таком случае встает вопрос о необходимости существования модели добровольного раскрытия в связи с большим количеством возможных вариантов опубликования данной информации. Сегодня компании могут прибегнуть к добровольному раскрытию информации путем ее презентации на конференциях, частных встречах менеджеров компании с инвесторами, веб-сайте, в годовых отчетах, пресс-релизе и других источниках коммуникаций [Beattie, 1999; Guthrie, 2012].

Возникает много дискуссий по поводу разграничения понятий «reporting» и «disclosure». Согласно [Dumay, 2016; Schaper, 2017] «reporting» определяется как периодичная отчетность компании, «disclosure» - опубликование новых значимых фактов о компании. Действительно, исследование [Корпоративная прозрачность российских компаний, 2015] показало, что несмотря на рост показателей в период 2014-2015гг, только 5,2% из 656 крупнейших российских компаний указывают на взаимодействие со стейкхолдерами при составлении отчетности.[[14]](#footnote-14) Хотя все виды информации могут распространяться посредством различных средств коммуникации, поскольку акцент в разграничении понятий сделан именно на релевантности данных, согласно [Schaper, 2017] к понятию «disclosure» относятся такие средства коммуникации, как веб-сайты, личные встречи менеджеров с инвесторами и аналитиками, к «reporting» - годовые отчеты, проспекты эмиссии ценных бумаг и прочие традиционные каналы. Несмотря на строгую периодичность и ориентацию на прошлые данные последние источники также имеют преимущества - достоверность, контекстное содержание, относительная сравнимость. Автор текущей работы придерживается точки зрения, выраженной в [Giacosa, 2017]. По мнению исследователей, выбор источника размещения информации должен быть осознанным, учитывать цели публикации и мнение заинтересованных сторон. Предлагается комбинировать такие измерения, как периодичность опубликования, содержание новостей и средства донесения информации. С такой позиции допускается выбор любого из источников коммуникаций данных об ИК при его соответствии преследуемым целям.

Кроме данных дискуссий внимание также привлекло появление в 2013г формата интегрированной отчетности (ИО). Данный документ критикуется [Dumay, 2016], так как не решает проблемы своевременности информации и вновь является попыткой «узаконить» раскрытие ИК, однако он представляет собой полноценный анализ фирмы и обладает большей надежностью по сравнению с отдельно публикуемым документом по ИК. Относительно текущего исследования анализ данных источников не представляется возможным из-за их ограниченного распространения и малого временного охвата, поскольку стандарт интегрированной отчетности ИО был выпущен в декабре 2013 года. Согласно [Исследование корпоративной прозрачности крупнейших российских компаний, 2014] в год опубликования лишь 2% из анализируемых 721 российских компаний имели интегрированную отчетность.

По ряду вышеупомянутых причин (легитимность, контекст, доступность, полнота, возможность анализа и сравнения) в текущем исследовании внимание будет уделено годовым отчетам компаний. Годовые отчеты являются наиболее распространенным средством коммуникации [Dumay, 2016], и инвесторы полагаются на них для получения как финансовой, так и нефинансовой информации о фирме [Patten, 1992; Giacosa, 2017]. Согласно [Исследование корпоративной прозрачности крупнейших российских компаний, 2014] 67% из рассматриваемых 721 фирм публикуют годовые отчеты. Изучение годовых отчетов, как источников информации об ИК, встречается достаточно часто, о чем говорит проведенный обзор исследований. Среди прочих, можно отметить работы [Guthrie, Petty, 2000; Brennan, 2001; Olsson, 200; Bozzolan et al., 2003; Goh, Lim, 2004; Байбурина, Гребцова, 2012].

Сложности с созданием и использованием стандартов предоставления публичной информации об ИК вызвано также отсутствием единого подхода к его измерению. Согласно «Sveiby Knowledge Associates», существует 42 способа оценки ИК. Таким образом, добровольное раскрытие информации об ИК приносит фирмам затраты на ее сбор, обработку, интерпретацию, размещение [Vergauwen, 2007], и к тому же несет косвенные издержки:

* Издержки конкуренции

Информация, которая представляет собой важные стратегические аспекты для получения фирмой конкурентного преимущества на рынке (например, R&D) может быть использована другими игроками рынка в собственных целях. [Vergauwen, Alem, 2005]

* Политические издержки

Согласно [Deegan, Samkin, 2009] политические издержки накладываются на фирму группами внешних стейкхолдеров (например, государство, торговые союзы) в виде дополнительных налоговых платежей, увеличения размера з/п и др. Добровольное раскрытие ИК может привлечь нежелательное внимание данных лиц.

* Потенциальные судебные издержки

Поскольку данные об ИК не входят в обязательное раскрытие информации и не регулируются контролирующими органами, то их достоверность остается под вопросом. Если реализация ИК не совпадают с полученной ранее информацией инвесторами, то это может привести к возбуждению судебного процесса. [Vergauwen, Alem, 2005]

* Издержки на аудит

Отдельным вопросом является аудит нефинансовой отчетности. При заверении информации аудиторы должны руководствоваться строгими стандартами процесса аудита. Это отражает консерватизм аудиторской деятельности, целью которого является защита репутации и избежание потенциального судебного риска [Clarkson et al, 2003]. В связи с отсутствием стандартов к опубликованию ИК, заверение информации о нем не находится в интересах аудитора [Vergauwen, Alem, 2005]. Следовательно, компания несет дополнительные транзакционные издержки, чтобы решить вопрос проверки добровольного раскрытия данных об ИК [Vergauwen, Alem, 2005]. Основными механизмами заверения в России являются заключение службы внутреннего аудита, общественное заверение, которое предоставляет Совет по нефинансовой отчетности РСПП[[15]](#footnote-15), а также заключение независимого профессионального аудитора. Согласно исследованию [Корпоративная прозрачность российских компаний, 2015] лишь 28 российских организаций из 729 проанализированных применяют независимое заверение отчетной нефинансовой информации. Стоит отметить, что число таких компаний сократилось относительно предыдущего года.

В связи с вышеупомянутыми факторами возникает вопрос о целесообразности ведения практики добровольного раскрытия информации об ИК.

Однако следуя проведенным исследованиям, в том числе и на развивающихся рынках капитала, уровень раскрытия подобной информации увеличивается из года в год [Байбурина, Гребцова, 2012]. Это свидетельствует о получении компаниями выгод, которые превышают издержки на раскрытие информации об ИК фирм сверх требуемых норм, а также о наличии мотивов к раскрытию.

В современных исследованиях выделяют четыре основные теории, объясняющие причины добровольного раскрытия информации об ИК компаний [An и др, 2011].

* Агентская теория

Описанный ранее конфликт менеджеров и акционеров имеет место в условиях информационной асимметрии, что особенно проявляется в вопросах добровольного раскрытия информации. В виду специфичности раскрываемой информации контроль коснется именно процессов ведения бизнеса, а не итоговых результатов, что повышает ценность добровольного раскрытия информации об ИК. О снижении информационной асимметрии как об одном из драйверов добровольного раскрытия информации об ИК пишут в своих работах [Garcı´a-Meca et al.,2005; Oliveira et al. 2006]

* Теория стейкхолдеров

Данная теория является расширением теории агентского конфликта и говорит об ответственности компании перед всеми заинтересованными лицами, к которым относится государство, кредиторы, инвесторы, работники и др. Поскольку спрос на информацию об ИК компаний со стороны стейкхолдеров продолжает возрастать, но все еще остается неудовлетворенным как в количественном, так и в качественном выражении [Whiting, Miller, 2008], то подобный социальный конфликт имеет место. Стремление к его преодолению является стимулом к добровольному раскрытию информации, поскольку последнее может отразится на благосостоянии компании (например, снижение лояльности потребителей). Теория заинтересованных лиц используется в работах [Guthrie, 2006; Vergauwen, Alem, 2005].

* Сигнальная теория

Сигнальная теория подразумевает, что компания может информировать рынок о своих преимуществах перед конкурентами. Данные сигналы влияют на оценку стейкхолдеров и могут стимулировать к принятию благоприятных для компании решений [Whiting, Miller, 2008]. Наглядным примером может послужить покупка качественного продукта по высокой цене [Morris, 1987]. В особенности, добровольное раскрытие информации об ИК может быть эффективным способом для компании сигнализировать о возможностях создания богатства в будущем [Guthrie, Petty, 2000; Whiting, Miller, 2008]. Из-за асимметрии информации инвесторы не могут справедливо оценить фирму относительно конкурентов в результате чего она несет деловые потери. Сигнальную теорию как один из мотиваторов в своих работах рассматривали [Garcı´a-Meca et al, 2005; Oliveiras, 2008], обращая внимание, что она соблюдается несмотря на способ раскрытия информации об ИК компании.

* Теория легитимности

Теория основывается на концепции «корпоративного гражданства», которая подразумевает существование некого социального контракта между организацией и обществом. В соответствии с ним деятельность компании должна подпадать под нормы и ограничения, установленные в среде ее функционирования, учитывая требования и ожидания не только инвесторов, но и всего окружения в целом [Pfeffer, Salancik, 1978]. Только в случае соответствия данным нормам общество «позволит» организации продолжать деятельность. Поскольку следовать постоянно меняющимся ожиданиям общественности достаточно сложно, то существуют и другие меры уменьшения угрозы несоответствия. Одной из подобных практик является привлечение внимания общественности к дополнительным аспектам деятельности компании, таким как корпоративная социальная ответственность и управление интеллектуальным капиталом. [Deegan, Samkin, 2009]

Также хочется отметить такой мотив к раскрытию ИК, как использование подобной практики в качестве инструмента внутреннего управления с целью оценки и развития текущего уровня ИК [Per, Bukh, Marr, 2004].

 Данные теоретические мотивы к раскрытию информации об ИК должны быть подкреплены практической выгодой, которую могут получить фирмы. О вероятности существования выгод раскрытия ИК говорилось также ранее в контексте анализа исследований о взаимосвязи самого интеллектуального капитала с рыночными показателями деятельности фирм и общего раскрытия информации с аналогичными показателями.

## Анализ исследований и выдвижение гипотез

Согласно [Bismuth, Tojo, 2008; Bruggen, 2009] предоставление рынку регулярной и достоверной нефинансовой информации улучшает процесс принятия решений инвесторами, снижает их неопределенность и риски, способствуя меньшей волатильности цен акций компании, увеличивая ликвидность ценных бумаг и позволяя компаниям привлекать более дешевый капитал. Более того, взвешенная оценка инвесторов и позитивные ожидания относительно будущего роста компании могут поднять цену акций фирмы и, соответственно, ее рыночную капитализацию [Williams, 2001]. Так, один из центральных вопросов в практике раскрытия ИК – приносит ли это фирме некие экономические выгоды, и если да, то существенны ли они.

В данном разделе рассмотрим работы, посвященные взаимосвязи раскрытия информации об интеллектуальном капитале с рыночными показателями деятельности компаний, и на их основе сформулируем гипотезы текущего исследования с учетом контекста российского рынка.

Стоит сказать, что количество подобных работ невелико по сравнению с теми, что исследуют детерминанты раскрытия информации об ИК или же тенденции данного раскрытия в различных странах. Для удобства рассмотрения, сгруппируем интересующие нас исследования по результирующим показателям.

Во-первых, ряд работ посвящен выявлению взаимосвязи уровня раскрытия информации об интеллектуальном каптале и рыночной ценности компании.

В работе [Abdolmohmmadi, 2005] проводится исследование 58 компаний США из рейтинга Fortune 500 на протяжении 1993-1997гг (284 годовых отчета). Данный временной промежуток выбран с учетом нестабильности рынка в конце 1990х годов, что могло сказаться на политике фирм. Одной из целей данного исследования было установление наличия взаимосвязи раскрытия ИК и капитализации фирмы, не проводя различий между добровольным и обязательным раскрытием. Результатом работы явилась значительная положительная взаимосвязь.

В работе [Orens et al, 2009] с той же целью исследуются веб-сайты 267 компаний из четырех европейских стран – Бельгия, Франция, Германия, Нидерланды. В качестве показателя стоимости компании рассматривается Tobin’s Q. По результатам работы наблюдается положительная взаимосвязь раскрытия информации об ИК и данного показателя. Также интересно отметить, что фирмы с меньшим значением рентабельности активов в большей степени склонны раскрывать информацию о НМА, в то время как в работе [Abdolmohmmadi, 2005] наблюдается высокая положительная корреляция между индексом раскрытия ИК и превышением показателя рентабельности отдельной компании над его средним значением по отрасли. Данное противоречие объясняется в работе [Inchausti, 1997] с точки зрения теорий добровольного раскрытия информации. Так, сигнальная теория предполагает, что фирма с более высокими показателями деятельности склонна к большему раскрытию, чтобы дополнительно проинформировать стейкхолдеров о своих преимуществах. В то время как теория агентских издержек объясняет подобную практику со стороны менее прибыльных компаний как способ «перекрыть» низкие финансовые показатели.

Авторы работы [Citron et al., 2005], проводя исследование на выборке компаний Великобритании, так же обнаруживают положительную взаимосвязь между уровнем раскрытия ИК в годовых отчетах и рыночной ценностью фирм.

Ограниченное число работ посвящено изучению компаний развивающихся стран. Первые публикации датируются 2011г. Так, исследование [Anam et al., 2011] проведено на выборке 91 компании Малайзии в 2002 и 2006гг, что объясняется проведением стимулирующих мероприятий и введением новых норм отчетности незадолго до указанных дат. По итогам анализа данных было выявлено, что уровень раскрытия ИК за указанные годы увеличился, а также установлена его значимая положительная взаимосвязь с капитализацией фирм.

Аналогичная проблема рассматривается в [Байбурина, Гребцова, 2012] на выборке 38 нефинансовых компаний стран БРИКС (в том числе 5 российских), где авторы приходят к выводу о положительной взаимосвязи между рыночной ценностью фирмы и раскрытием информации об ИК.

В тот же период была опубликована статья [Abeysekera, 2011] о взаимосвязи раскрытия информации об ИК 30 фирм Шри Ланки с их рыночной капитализацией. Однако основной целью работы было выявление значения политической ситуации в стране на данную взаимосвязь, в связи с чем анализировалось два временных промежутка: период гражданской войны 1998-2000гг и период временного перемирия 2002-2004гг. Интересно отметить, что информация классифицировалась как описательная, визуальная и числовая, согласно подходу [Mouritsen et al.,2001]. Однако основную роль при взаимодействии со стейкхолдерами играют текстовые/описательные сообщения, которые, к тому же, являются наиболее популярными среди компаний [Mouritsen et al., 2001; Abeysekera, 2011].. Результатом исследования явилось подтверждение гипотез о том, что в период гражданской войны инвесторы не реагируют на раскрытие информации об ИК ни одним из вышеперечисленных способов, однако во время перемирия они включают информацию, предоставленную в описательной форме в оценку фирмы. Таким образом, данная работа дает понимание эффективности практик раскрытия ИК в периоды политической нестабильности.

Кроме того, существуют исследования по установлению взаимосвязи раскрытия ИК перед выходом компании на IPO и цены акции после размещения. Данные работы представляют интерес, поскольку ранее был установлен феномен снижения цены акции после листинга компании, однако факторы, способные объяснить это явление, до сих пор не исследованы. Рассмотрим работу [Singh, Van der Zahn, 2009], где анализируются 259 фирм Сингапура, вышедшие на IPO в период с 1999г по 2005г. Динамика цен акций вычисляется на основе ежедневных доходов на акцию в течение 500 дней после размещения. В результате анализа была подтверждена отрицательная динамика (снижение цены акции на 35%, с особенно резким падением в первые 100 дней) и доказано наличие значимой отрицательной взаимосвязи раскрытия информации об ИК и динамики цен акций после размещения для компаний всех отраслей. Объясняется это тем, что акции при их первичном размещении покупают только инвесторы с оптимистичными ожиданиями, однако затем в доступ поступает дополнительная информация о компании, что может сказаться на снижении цены. Кроме того, поскольку ИК генерирует прибыль в долгосрочной перспективе, а инвесторы ориентированы на краткосрочные результаты, то возникает своего рода диссонанс, в связи с чем наблюдается значительное падение цены акции после размещения.

Противоположный результат был получен в работе [Garanina, Dumay, 2017], где исследовалась взаимосвязь динамики цены акций и уровня раскрытия данных об ИК при выходе компании на IPO на выборке высокотехнологичных компаний с листингом на NASDAQ в период 2002-2013гг. Несмотря на то, что была установлена положительная зависимость исследуемых показателей, авторы отмечают, что в течение первых 100 дней после листинга акции компаний с наиболее высоким уровнем раскрытия ИК оцениваются инвесторами на том же уровне, что и акции других фирм в выборке. При этом раскрытие информации об ИК положительно влияет на стоимость акций компаний в долгосрочном периоде. Это может свидетельствовать о качестве управления теми компаниями, которые в большей степени раскрывают информацию об интеллектуальном капитале в своих отчетах.

Полученные результаты исследований говорят о том, что в краткосрочной перспективе раскрытие информации не дает компании дополнительных преимуществ, однако в долгосрочной - нематериальные активы способны принести ценность фирме.

В статье [Orens et al, 2009] исследуется взаимосвязь раскрытия информации об ИК и стоимости финансирования. В качестве последнего показателя выступают три меры – уровень информационной асимметрии, предполагаемая стоимость собственного капитала и стоимость заемного капитала. В ходе анализа авторы сделали вывод о снижении стоимости финансирования при большем раскрытии ИК во всех трех случаях.

Стоит отметить работу [Singh, Van der Zahn, 2007], посвященную поиску наличия взаимосвязи между уровнем раскрытия ИК и степенью недооценки фирмы на выборке 334 торгующихся компаний Сингапура[[16]](#footnote-16) с 1997 по 2004гг. Несмотря на ряд работ, доказывающих отрицательную взаимосвязь добровольного раскрытия информации и недооценки компании [Schrand, Verrecchia, 2004; Béjar, 2006] вследствие снижения ex-ante неопределенности инвестора, результаты данного исследования противоположны, причем наиболее сильная зависимость наблюдается среди компаний сферы услуг. Одним из объяснений может служить судебный и репутационный риск, когда фирма заведомо устанавливает низкую цену, боясь не оправдать ожидания инвесторов из-за сложности в оценке интеллектуальных активов и их долгосрочного воздействия. Также существует версия, что согласно сигнальной теории фирмы с большим потенциалом будут устанавливать цены на акции приблизительно равные их слабым конкурентам, с одновременным раскрытием ИК. Это снизит риск ценовой конкуренции и привлечет большее число инвесторов.

По итогам проведенного обзора исследований можно сделать вывод о существовании взаимосвязи между уровнем раскрытия ИК и поведением инвесторов на рынке. Приступая к практике добровольного раскрытия информации о нематериальных активах, менеджер ищет более точных и благоприятных прогнозов инвестиционного сообщества относительно будущего фирмы, а соответственно, снижения стоимости привлечения капитала, более высокой ликвидности акций на рынке, роста стоимости компании [Garcı´a-Meca, 2005]. Однако вышеперечисленные преимущества возможны лишь в долгосрочной перспективе в связи с особенностями интеллектуальных ресурсов. Между тем стоит отметить, что значительная часть работ посвящены анализу такого результирующего показателя, как рыночная ценность фирмы. Аналогично, текущая работа будет посвящена анализу взаимосвязи добровольного раскрытия информации об ИК с рыночными показателями деятельности компаний на российском рынке.

Для выдвижения гипотезы следует также обратить внимание на работы, посвященные раскрытию информации российскими компаниями.

[Романов, 2006] анализирует взаимозависимость между раскрытием информации и ставкой дисконтирования WACC денежного потока для 19 российских компаний за 2009г и приходит к выводу об ее отрицательном характере. [Ружанская, 2010] устанавливает, что увеличение прозрачности бизнеса в России сопровождается ростом цены акций.

Анализ существующих исследований показал, что на рынке развитых и развивающихся стран наблюдается положительная взаимосвязь как между уровнем добровольного раскрытия информации об ИК и рыночной ценностью фирм, так и в случае рассмотрения индекса общего раскрытия информации. Кроме того, стоит принять во внимание факт исторически низкого уровня КУ в России, в связи с чем инвесторы готовы платить премию к цене акций при улучшении его качества.

В связи с этим автор выдвигает следующую гипотезу:

*Существует положительная взаимосвязь между уровнем добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночными показателями деятельности компаний на российском рынке.*

Далее рассмотрим исследования, посвященные раскрытию информации об отдельных элементах интеллектуального капитала.

Согласно [Striukova et al., 2008] в большинстве работ, посвященных раскрытию информации об ИК, не только исследуется общий индекс раскрытия, но и проводится его покомпонентный анализ. Различие состоит в наборе компонентов. Часть исследований посвящены более детальному анализу с выделением от 5 до 10 элементов ИК, однако с отсутствием их постоянства, другие сконцентрированы на трех широких общепризнанных категориях ИК – отношенческий, человеческий и структурный капиталы. Прежде чем говорить о взаимосвязи отдельных компонентов с рыночной капитализацией фирмы, что рассматривается исключительно в работах, перечисленных выше, стоит провести общий обзор уровня раскрытия элементов ИК.

Одной из первых в этой области явилась работа [Guthrie et al., 1999] посвященная раскрытию информации компаниями Австралии, где в то время начали активно развиваться сектора новой экономики. Наиболее распространенной к раскрытию категорией стал отношенческий капитал (40%), затем следуют человеческий (30%) и структурный капитал (30%). Основным итогом стало обнаружение несоответствия между важностью и непосредственным раскрытием человеческого капитала фирмы. Это подтверждается и в исследовании [Ollson, 2001] при анализе годовых отчетов 18 шведских компаний. Наибольшее раскрытие информации об отношенческом капитале подтверждается в работах [Bozzolan et al, 2003; Brennan, 2001] на выборках итальянских и ирландских компаний соответственно. В исследовании [Li et al, 2008] говорится о высоком раскрытии отношенческого капитала и о низкой прозрачности человеческого в практике компаний Великобритании. Несколько отличаются результаты работы [Cerbioni, Parbonetti, 2007] по исследованию компаний европейских стран – 50% раскрытия принадлежит категории структурного капитала и лишь 18% - категории человеческого капитала.

Однако согласно [Guthrie, Petty, 2000; Brennan, 2001; Olsson, 2001] существуют значительные контекстные различия стран, которые могут привести к разным несравнимым результатам.

Среди первых работ, проведенных на рынке развивающихся стран, появилась публикация [Abeysekera, Guthrie, 2005], где исследуются 30 компаний Шри Ланки с листингом на Colombo Stock Exchange в период 1999 – 2000гг посредством контент-анализа их годовых отчетов. Наиболее раскрываемой категорией явился отношенческий капитал (бренд, корпоративный имидж и бизнес-партеры) – 44%, затем человеческий (вклад сотрудников и их предпринимательский дух, обучение) - 36%. Меньше всего информации было опубликовано в рамках структурного капитала (процессы, системы, корпоративная культура, интеллектуальная собственность) – 20%, причем со снижением уровня раскрытия в 2000г. В работе [Байбурина, Гребцова, 2012] подтверждается факт наименьшего раскрытия информации о структурном капитале, в то время как наиболее полной категорией явился человеческий. [April et al, 2003] при исследовании компаний ЮAP указывает на высокую прозрачность раскрытия отношенческого капитала, раскрытие информации о человеческом и структурном капиталах составляет по 30%. Таким образом, большинство работ сходятся на преимущественном раскрытии отношенческого капитала и наименьшей прозрачности человеческого, однако это не позволяет делать выводов о реакции инвесторов на данное раскрытие. С такой целью можно обратиться к исследованиям, основанным на отчетах аналитиков, поскольку они учитывают потребности данной категории стейкхолдеров при опубликовании информации.

Так, согласно [Garcia-Meca, 2005], наибольшее внимание аналитики уделяют раскрытию информации о стратегиях фирмы, затем – взаимоотношениям с клиентами и процессам в компании, и меньше всего – об исследованиях и разработках, и человеческом капитале. Стоит отметить, что последние категории также не раскрываются на личных встречах аналитиков и менеджеров, что может быть объяснено сложностью сбора информации, возможностью имитации конкурентами, а также угрозой хэдхантинга, соответственно [Johanson, 2003].

В работе [Arvidsson, 2003] анализируется 105 экспертных отчетов по норвежским компаниям и доказывает, что большее внимание уделено R&D и отношенческому капиталу, затем организационный и, наконец, человеческий. [Breton and Taffler, 2001] говорят о заинтересованности аналитиков в качестве менеджмента и стратегии фирмы.

Относительно взаимосвязи каждого отдельного элемента ИК и рыночной ценности фирмы не существует однозначных выводов. В статье [Wang, 2008] доказывается, что среди американских компаний существует значимая положительная взаимосвязь всех капиталов и рыночной ценностью фирм. В более поздней работе [Hsiung, Wang, 2012] авторы утверждают, что важен лишь синергетический эффект, а каждый элемент по отдельности не значим. В исследовании [Maditinos, 2011] говорится о взаимосвязи человеческого капитала как с показателем «рыночная/балансовая стоимость фирмы», так и с показателем ROE. В работе [Nimtrakoon, 2015] доказывается взаимосвязь только структурного капитала с рыночной ценностью компании, однако утверждается, что все элементы связаны с финансовой результативностью фирм.

Что касается взаимосвязи непосредственно раскрытия отдельных элементов ИК с капитализацией фирмы, то удалось найти лишь несколько работ, позволяющих установить ее наличие.

Исследование [Orens et al, 2009] доказывает, что рыночная ценность фирмы растет с увеличением раскрытия отношенческого и структурного капитала, в то время как взаимосвязи с человеческим капиталом установить не удалось. К аналогичному результату приходят авторы работы [Citron et al., 2005]. В работе [Mustafa and Mansor, 2014] на выборке 185 компаний Малайзии доказано, что взаимосвязь с рыночной капитализацией наблюдается в случае раскрытия человеческого и отношенческого капиталов.

Технически различия в результатах могут трактоваться как различными методами расчета, сбора информации, вариацией размера выборки, однако непосредственную роль также играет контекст изучаемых стран. В связи с этим стоит обратить внимание на развитие каждого из капиталов в России.

 Рассмотрим более детально работы, посвященные раскрытию информации человеческом капитале.

 Несмотря на то, что Россия отличается высоким качеством образования и его доступностью [OECD, 2012], тем не менее последние два десятилетия характеризуются экономическими изменениями, которые привели к разрыву спроса на человеческие ресурсы со стороны бизнеса и предложению, которое обеспечивает устоявшаяся система образования. Данное несоответствие возникло в отношении релевантности получаемых знаний и квалификаций (низкое качество некоторых инженерных и управленческий специальностей) [Ardichvili, Dirani, 2005], в связи с чем российским компаниям приходится создавать собственные бизнес-школы и корпоративные институты. Кроме того, существует проблема «утечки мозгов» и нехватки талантливых сотрудников [Economist, 2008]. Также в ходе исторического развития, экономической нестабильности, социальных и организационных изменений, когда проводились массовые увольнения, задержки выплат и сокращения заработных плат [Gurkov et al., 2012], мотивация и лояльность российских сотрудников снижалась и зачастую продолжает оставаться на достаточно низком уровне [May et al., 2011]. Сотрудники не желают делиться своими знаниями с организацией как из-за чувства собственности, так и из-за страха к увольнению [Michailova and Hutchings, 2006].

Учитывая вышесказанное, а также преимущественно наименьшее раскрытие информации о человеческом капитале компаниями стран всех уровней экономического развития и финансовыми аналитиками, принимая во внимание результаты исследований [Orens et al, 2009; Citron et al., 2005], автор выдвигает следующую гипотезу:

*Взаимосвязь между добровольным раскрытием информации о человеческом капитале и рыночными показателями деятельности российских компаний отсутствует*

Далее следует обратить внимание на структурный капитал.

Структурный капитал выражается объектами интеллектуальной собственности компании и ее инфраструктурой. Развитие этих аспектов достаточно проблематично в рамках российского контекста. Во-первых, институт защиты прав собственности в России находится на стадии своего зарождения. Процесс регистрации объектов интеллектуальной собственности время- и ресурсозатратен [Molodchik and Nursubina, 2012]. Механизмы менеджмента в организациях также недостаточно развиты по причинам, упомянутым в предыдущем параграфе, что сказывается на сложности аккумулирования, распространения и сохранения знаний внутри фирмы [Andreeva et al., 2015]. Кроме того, в связи с угрозами недружественных поглощений и ограничениями со стороны государства, обсуждавшимися ранее, российские компании вряд ли будут активно раскрывать информацию о данном элементе ИК. Тем не менее автор считает, что данная информация полезна для инвестора при принятии решения о вложениях, поскольку характеристики структурного капитала во многом определяют положение компании на рынке. Это подтверждает анализ упоминавшихся ранее отчетов аналитиков. Также данное суждение согласуется с выводами авторов [Orens et al, 2009; Citron et al., 2005] и поддерживается результатами, полученными [Andreeva, Garanina 2016; Garanina, 2011; Tomchuk et al., 2013; Bayburina, Golovko, 2008; Bykova, Molodchik, 2011], где устанавливается положительная взаимосвязь структурного капитала с рыночными показателями деятельности российских компаний. Таким образом, выдвигается следующая гипотеза:

*Существует положительная взаимосвязь между добровольным раскрытием информации о структурном капитале и рыночными показателями деятельности российских компаний.*

Ниже даны характеристики отношенческого капитала.

Важность данной составляющей ИК в контексте российского бизнеса не раз отмечалась в академических кругах [Ledeneva, 1998; Lonkila, 2011]. Во-первых, недостаточная развитость институциональной среды провоцирует менеджмент организаций искать иные механизмы защиты и развития бизнеса [McCarthy et al., 2012]. Во-вторых, особенности русской культуры, когда личные взаимоотношения и доверие играют решающую роль в повседневной жизни, сказываются и на способах ведения бизнеса [Michailova. Worm, 2003]. Также отношенческий капитал является наиболее раскрываемым элементом ИК, о чем свидетельствует превалирующее большинство рассмотренных работ. Данная информация также интересна инвесторам по мнению аналитиков; авторы, проводящие эмпирические исследования по анализу взаимосвязи раскрытия ИК и капитализации компаний, отмечают значимую положительную взаимосвязь ценности фирмы и ее отношенческого капитала. Авторы работы [Andreeva, Garanina, 2016] указывают, что развитый отношенческий капитал свойственен б*о*льшей части российских компаний и является пререквизитом для конкуренции на российском рынке. Несмотря на то, что собственно отношенческий капитал может не оказывать влияния на рост конкурентоспособности, однако раскрытие информации о нем представляется автору вероятным источником преимущества. Выдвигается следующая гипотеза:

*Существует положительная взаимосвязь между добровольным раскрытием информации об отношенческом капитале и рыночными показателями деятельности российских компаний.*

Далее предлагается рассмотреть практики раскрытия информации об интеллектуальном капитале в зависимости от отраслевой специфики компаний.

Такой фактор, как отраслевые различия раскрытия информации в ежегодных отчетах был использован еще в работах [Cooke, 1989; Adrem, 1999] по причине существования разных норм раскрытия [Gibbins et al., 1990]. Это подтверждает отраслевую специфику при оценке необходимости раскрытия определенной информации для стейкхолдеров. Считается, что ИК представляет б*о*льшую важность в компаниях высокотехнологичных отраслей и потому они склонны к более широкому его раскрытию, чем традиционные производственные и коммерческие организации. Кроме того, так как соотношение рыночной к балансовой стоимости фирмы в новых секторах экономики в общем случае выше, то раскрытие информации о том, что лежит в основе данного показателя помимо балансовых индикаторов вероятно представляет б*о*льший интерес. [Marvinac, Siesfeld, 1997] писали, что инвесторы и аналитики считают нефинансовую информацию крайне необходимой для оценки компаний из данных отраслей, поскольку существует высокий риск вложений.

Данное предположение согласуется с результатами исследований [Bukh et al., 2005, Cordazzo, 2007; Rimmel et al., 2009]. [Williams, 2001] проанализировал годовые отчеты 31 компании Великобритании с 1996 по 2000гг и отметил значительные различия в объеме раскрытия ИК, что было обусловлено показателями левериджа и отраслевой принадлежности. Это было поддержано результатами работы [Garcia-Meca et al.,2005]. Авторы [Guthrie, Petty, 2000] указали на значимость таких факторов, как отраслевая специфика и размер компании. [Abdolmohmmadi,2005] подтверждает, что существуют различия в раскрытии ИК между компаниями двух секторов – «новым» и «старым». В первую категорию, согласно источнику «Dun & Bradstreet Information Services’s Industry Norms and Key Business Ratios», входят такие отрасли, как IT, программное обеспечение, электроника и производство полупроводников; во вторую – банки, химическая промышленность, авиастроение, машиностроение, нефтегазовая отрасль. По итогам исследования автор приходит к выводу, что компании данных секторов различаются в раскрытии 4х компонентов ИК: сектор «старой» экономики в большей степени раскрывает информацию о партнерских связях и бренде, сектор «новой» экономики – об интеллектуальной собственности и IT технологиях, однако он не делает вывода о том, какой из секторов более прозрачен. [Guthrie et al., 1999] к новым секторам экономики относит – финансы, туризм, информационные технологии; к традиционным – сельское хозяйство и добыча полезных ископаемых. [Bruggen et al, 2009] при анализе 125 австралийских компаний доказывает количественные различия в раскрытии информации об ИК. К высокотехнологичным отраслям автор относит информационные технологии, телекоммуникации и здравоохранение. [Bukh et al, 2005] различает компании традиционных отраслей – производственные и коммерческие организации, и компании сектора высоких технологий - информационные технологии, биоинженерия, фармацевтика. [Bozzolan et al., 2006] разделяет фирмы в зависимости от сегментов итальянской биржи, на которых торгуются компании. В текущем исследовании при категоризации отраслей автор предлагает ориентироваться на международную классификацию производственных отраслей SITC. Также поскольку инвестиции в НИОКР представляют собой б*о*льшую неопределенность относительно будущих денежных потоков, чем инвестиции на модернизацию производства [Lev, 2003], то предполагается, что риск инвесторов возрастает, в связи с чем они в большей степени заинтересованы в раскрытии информации со стороны высокотехнологичных компаний. На этой основе выдвигаются следующие гипотезы:

*Компании высокотехнологичных отраслей раскрывают больше информации об интеллектуальном капитале, чем компании низкотехнологичных отраслей.*

*Существует разница в реакции рынка на добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале в зависимости от отраслевой принадлежности компании.*

## Выводы

В первой главе исследования была изучена концепция экономики знаний и установлена возрастающая роль интеллектуального капитала в создании ценности и конкурентоспособности бизнеса. Далее на основе существующих подходов к понятию интеллектуального капитала оно было введено в рамках текущей работы. Была также изучена структура интеллектуального капитала и принято решение об использовании следующих его элементов: структурный, человеческий и отношенческий капиталы в соответствии с подходами, представленными в [Стюарт, 2007; Волков, Гаранина, 2006].

Затем внимание было обращено на агентскую проблему, как одну из главных проблем в теории и практике корпоративного управления. В рамках текущей работы автора интересует такой механизм ее решения, как повышение прозрачности бизнеса и снижение информационной асимметрии. На основе изучения практики корпоративного управления на российском рынке был сделан вывод о низком уровне раскрытия информации российскими компаниями. Однако в соответствии с последними исследованиями наблюдаются тенденции к росту корпоративной прозрачности в России, в особенности в сфере добровольного раскрытия нефинансовой информации. Это повышает интерес к анализу взаимосвязи добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и финансовых показателей деятельности российских компаний для ответа на вопрос, оправдана ли подобная практика. Кроме того, были изучены мотивы, согласно которым фирмы стремятся добровольно увеличивать уровень раскрытия информации о ценных нематериальных активах и издержки, с этим связанные.

В соответствие с рядом отечественных и зарубежных работ были сформулированы гипотезы исследования, выделяя в отдельности поэлементный анализ раскрытия данных об интеллектуальном капитале и отраслевую специфику компаний.

# Глава 2. Методология исследования и эмпирическое тестрирование моделей

В данной главе проведено эмпирическое исследование, направленное на анализ взаимосвязи между уровнем добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночной ценностью российских компаний, а также рассмотрены отраслевые особенности практики раскрытия.

В результате оценки полученных моделей и анализа данных сделаны выводы о важности для российских компаний применения практики добровольной публикации информации о нематериальных активах.

## 2.1. Методология исследования

Эмпирическое исследование, целью которого является установление взаимосвязи между уровнем добровольного раскрытия информации об ИК и ценностью компаний базируется на регрессионных моделях вида:

(1)

$$Performance\_{it+1}=β\_{0}+β\_{1}Fin\_{it}+β\_{2}ICD\_{it}+u\_{it}, $$

$$i=1, 2,…, N;t=2012,…2015, $$

(2)

$$Performance\_{it+1}=β\_{0}+β\_{1}Fin\_{it}+β\_{2}ICD\_{0it}+β\_{3}Ind+β\_{4}Ind\*ICD\_{0it}+u\_{it}, $$

$$i=1, 2,…, N;t=2012,…2015, $$

где в качестве зависимой переменной $Performance\_{it+1}$ рассматриваются два показателя рыночной оценки ценности фирмы для проверки устойчивости результатов тестирования - натуральный логарифм рыночной капитализации компании и коэффициент Тобина. Переменная $ICD\_{it}$ представляет собой индекс добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале, который представлен в работе поэлементно:

* Общий индекс добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале
* Индекс добровольного раскрытия информации о структурном капитале
* Индекс добровольного раскрытия информации о человеческом капитале
* Индекс добровольного раскрытия информации об отношенческом капитале

Составляющие вектора $Fin\_{it}$ являются контрольными переменными, элементами базовой модели, и служат детерминантами финансово-экономического состояния компании в соответствии с большинством исследований; uit – случайная величина. Индекс *it* указывает на то, что анализируются данные по каждой компании выборки *i* в определенный момент времени *t.* β0, β1, β2, β3 , β4 – неизвестные коэффициенты.

Ниже представлены переменные, входящие в модели. (Таблица 2)

*Таблица 2*

**Описание переменных модели**

|  |  |
| --- | --- |
| Переменная | **Описание** |
| **Зависимые переменные (**$Performance\_{it+1}$**)** |
| lnMCap | Натуральный логарифм капитализации компании на конец 3 квартала года опубликования годового отчет |
| Tobin | Коэффициент Q Тобина рассчитывается по формуле$Q=(MV\_{equity}+BV\_{debt})/BV\_{assets}$ где MV equity – рыночная капитализация компании на конец 3 квартала года опубликования отчета, BV debt – балансовая величина долга на конец года, предшествующего опубликованию, BV assets – балансовая стоимость активов на конец года, предшествующего опубликованию |
| Независимые переменные (ICDit) |
| ICD0 | Общий индекс добровольного раскрытия информации, состоящий из 66 элементов |
| HC | Индекс добровольного раскрытия информации о человеческом капитале, состоящий из 24 элементов |
| RC | Индекс добровольного раскрытия информации об отношенческом капитале, состоящий из 20 элементов |
| SC | Индекс добровольного раскрытия информации об структурном капитале, состоящий из 22 элементов |
| Бинарная переменная |
| Ind | Дамми-переменная отрасли |
| Контрольные переменные $(Fin\_{it})$ |
| lnTA | Натуральный логарифм балансовой стоимости активов на конец года, предшествовавшего раскрытию |
| Lev | Соотношение долга к балансовой стоимости активов на конец года, предшествовавшего раскрытию |
| ROA | Показатель рентабельности активов на конец года, предшествовавшего раскрытию |

[Источник: составлено автором]

Переменные, характеризующие степень добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале, будут подробно рассмотрены в следующем разделе.

**Зависимые переменные**

***-lnMCap***

В качестве зависимой переменной $Performance\_{it+1}$ был использован показатель натурального логарифма рыночной капитализации. Ограниченное число работ посвящено проблематике взаимосвязи раскрытия информации об ИК и показателей, характеризующих результаты деятельности компании. Среди последних наиболее часто встречаются рыночная капитализация и коэффициент Тобина, в то время как не было отмечено ни одной работы, сконцентрированной на изучении бухгалтерских показателей, а работы, посвященные анализу взаимосвязи между индексом общего раскрытия информации и финансовой результативностью компаний, измеренной бухгалтерскими показателями, не приходят к единому выводу о ее наличии [Ильина и др., 2009; Bollen et al., 2006; Richardson, Welker, 2001; Удальцов, Тихонова, 2013].

Капитализация компании отражает ее рыночную ценность и измеряется как произведение количества размещенных ценных бумаг компании и фактической рыночной стоимости одной ценной бумаги на определенный момент времени. В текущем исследовании были использованы значения рыночной капитализации на конец третьего квартала года размещения годового отчета компании. Прежде всего это обусловлено нестабильной экономической ситуацией в России в конце 2014г. В кризисный период акции торгуемых компаний в своем большинстве недооценены рынком, финансовый кризис снижает инвестиционную привлекательность, что коснулось и российских компаний. Это стало причиной значительного снижения капитализации многих игроков рынка и могло бы сказаться на результатах исследования. Кроме того, необходимо время для оценки инвестором публикуемой информации. Согласно исследованиям [Garanina, Dumay, 2017; Singh, Van der Zahn, 2009] при выходе компании на IPO факт степени добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале в проспектах эмиссии ценных бумаг воспринимается инвесторами по прошествии 100 дней после размещения и отражается в более высокой доходности акций данных компаний в последующие 400 дней исследуемого периода. Рыночная капитализация компании рассматривается в качестве зависимой переменной в ряде изученных работ [Anam, 2011; Байбурина, Гребцова, 2012; Abeysekera, 2011; Abdolmohammadi, 2005].

***-Tobin’s Q***

Коэффициент Q Тобина – один из наиболее распространенных показателей, отражающих финансовые результаты деятельности компании и характеризующих ее инвестиционную привлекательность [Загороднов, 2014], часто выступает как мера успешности торгуемых публичных компаний [La Porta et al., 2002; Березинец и др., 2013].

Показатель представляет собой соотношение рыночной оценки активов компании и их восстановительной стоимости, т.е. сколько компании придется заплатить при замене данных активов на аналогичные. Поскольку существуют определенные трудности в расчете коэффициента в следствие недоступности данных в открытом доступе, авторами [Chung, Pruitt, 1994] был предложен упрощенный подход к вычислению коэффициента Тобина, представленный в таблице. Значение коэффициента более 1 дает положительный сигнал рынку об эффективном использовании компанией существующих активов, создании добавленной стоимости и таким образом указывает на возможность будущего роста, а также может характеризовать рыночную оценку нематериальных активов, не учитываемых на балансе [Naidenova, 2011]. Значение показателя меньше 1 указывает на недооценку компании со стороны рынка, либо отрицательный эффект воздействия нематериальных активов, что приводит к заниженной рыночной оценке совокупных активов компании [Молодчик, 2012]. В качестве меры рыночной ценности компании при оценке ее взаимосвязи с уровнем раскрытия информации об интеллектуальном капитале данный коэффициент использовался в работе [Orens et al, 2009].

**Контрольные переменные, входящие в вектор Fin:**

***-lnTA***

Размер компании в качестве контрольной переменной в модели оценки ценности фирмы используется во многих исследованиях [Liu, Eddie, 2007; Beaulieu et al.,2002; Березинец и др. 2013]. Прокси-переменными могут служить такие показатели, как логарифм выручки компании, логарифм численности занятых и логарифм активов компании. В данном исследовании используется показатель натурального логарифма активов компании следуя работам [Orens et al, 2009, Bozzolan et al., 2006]. Функция логарифма используется с целью избежания проблемы гетероскедастичности.

***-Lev***

Финансовый леверидж или финансовый рычаг служит характеристикой финансовой устойчивости компании. Данный коэффициент также является мерой рискованности инвестиций в активы организации, что особенно актуально в период экономического спада, когда компания может оказаться на гране банкротства из-за высокой долговой нагрузки [Ali, 2013]. Показатель определяет, насколько компания полагается на долговое финансирование, и измеряется как соотношение долга к балансовой стоимости активов организации. В моделях оценки рыночной ценности компании встречается в исследованиях [Williams et al., 2011; Abyesekera, 2011].

***-ROA***

Рентабельность активов используется в качестве показателя операционной результативности компаний и позволяет оценить эффективность вложений в активы предприятия. В работах [Cazavan-Jeny, 2004; Bouden, 2006; Casta et al., 2007] установлена положительная взаимосвязь между данным показателем и ценностью компании. Также показатель разности среднеотраслевого значения рентабельности активов и его значения для конкретной компании используется в исследовании [Abdolmohammadi, 2009]. Переменная вычисляется как соотношение операционной прибыли компании к балансовой стоимости активов.

**Бинарная переменная**

***-Ind***

Дамми-переменная, указывающая на принадлежность компании к отрасли. В следствие ограничения выборки каждая из отраслей представлена небольшим числом компаний, в результате чего становится нецелесообразным вводить показатель для каждой из 11 отраслей. Стоит сказать, что в научной среде не существует единой классификации отраслей по степени развития интеллектуального капитала. Однако большинство авторов изученных работ [Bukh et al, 2005; Bozzolan et al., 2006; Bruggen et al, 2009] склонны выделять высоко- и низкотехнологичные отрасли как показатель уровня интеллектуального капитала в компании. В текущем исследовании высокотехнологичные отрасли определялись в соответствии с международной классификацией SITC – авиастроение и космическая индустрия, фармацевтика/медицина, информационные технологии, радио- и теле оборудование, машиностроение, химическая и нефтехимическая промышленность, нефтегазовая отрасль [OECD Directorate for Science, Technology and Industry, 2011]. На основе данной переменной во второй части исследования строится кросс-переменная с индексом добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале.

Далее будут рассмотрены методы измерения уровня раскрытия информации об интеллектуальном капитале.

## 2.2. Метод контент-анализа и индекс добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале

В большинстве изученных эмпирических исследований по данной тематике применяется метод контент - анализа для сбора данных о раскрытии информации [Beattie, Thomson, 2007; Guthrie, Abeysekera, 2006; Guthrie, Petty, 2000a; Guthrie et al., 2004], что позволяет не только оценить уровень прозрачности, но и рассмотреть концепцию интеллектуального капитала на практических примерах. Существует большое количество академической литературы как в поддержку данного метода при оценке уровня раскрытия информации, так и направленных на его критику. Среди наиболее часто упоминаемых проблем применения контент-анализа стоит отметить недостаточное описание используемого подхода для внешних пользователей [Beattie, Thomson, 2007], поэтому в данном разделе будут описаны основные этапы сбора данных, а именно каким образом были определены и выделены элементы интеллектуального капитала и по какому принципу происходил расчет индекса добровольного раскрытия информации об ИК.

Поскольку не существует единого принятого метода расчета индекса раскрытия информации об ИК, то большинство авторов используют наиболее популярные в академической среде подходы с их адаптацией к собственному исследованию. Среди изученных работ можно встретить два подхода к расчету индекса:

* Частота раскрытия заранее определенных терминов, характеризующих элементы ИК в соответствующем контексте как с учетом объема раскрываемой информации (предложения, параграфы, пропорция от общего объема страницы), так и без него [Unerman et al., 2007; Abhayawansa, 2011]
* Идентификация наличия или отсутствия заранее определенной информации в источнике [Singh, Van der Zahn, 2009; Garanina, Dumay, 2017]

Поскольку годовые отчеты российских компаний не всегда предоставляются в формате, позволяющем использовать компьютерный контент-анализ, что усложняет применение первого из методов, автором работы был применен второй подход к расчету индекса раскрытия информации согласно исследованиям [Abeysekera, 2006; Beattie, Thomson, 2007; Guthrie and Petty, 2000; La Rosa and Liberatore, 2014; Singh and Van der Zahn, 2009]. Данный подход основан на применении бинарных переменных 1 – при наличии информации в отчете, 0 – при ее отсутствии. В исследовании не используются качественные показатели измерения информации, например, такие как 0 – отсутствие, 1 – раскрытие в описательной форме, 2 – раскрытие в количественных показателях (выделяют до 6 подобных категорий) поскольку среди авторов нет устоявшегося мнения о ценности раскрытия каждой из них и данный подход носит субъективный характер [Dumay, Cai, 2015]. Таким образом индекс раскрытия информации рассчитывался как процентное соотношение раскрываемых пунктов к их общему числу согласно формуле:

(3)

$Score=\frac{\sum\_{i=1}^{m}d\_{i}}{M}×100\%$,

Где M – максимальное количество элементов раскрытия информации об интеллектуальном капитале, в том числе внутри каждой из категорий; i – элемент раскрытия информации об интеллектуальном капитале; $d\_{i}$ – принимает значение «1», если элемент раскрыт, «0» - если не раскрыт.

Стоит отметить, что исследование сконцентрировано на изучении добровольного раскрытия информации [Guthrie and Petty 2000; Brennan 2001; April et al. 2003; Bozzolan et al., 2003; Singh, Van der Zahn, 2009], поскольку опубликование информации в соответствии с обязательными требованиями не учитывает инициативы менеджмента и возможно существование иной взаимосвязи между обязательным раскрытием и рыночными показателями деятельности компании [Guthrie et al. 1999], в связи с чем компоненты индекса были проверены на отсутствие обязательных элементов согласно требованиям российского законодательства (см. глава 1, пункт 1.5). Максимальное количество добровольно раскрываемых элементов ИК, представленных в работе [Singh, Van der Zahn, 2009] составляет 81 пункт. Данные элементы были взяты за основу также в следствие их тестирования на выборке датских компаний в работе [Bukh et al., 2004], поскольку теория интеллектуального капитала берет свое начало в исследованиях, посвященных скандинавским странам. Компании стран Скандинавии на сегодняшний день считаются лидерами в развитии интеллектуального капитала [Schaper et al., 2017]. Однако стоит отметить, что в связи со спецификой изучаемых годовых отчетов российских компаний некоторые составляющие индекса были консолидированы из-за сложности их идентификации (разбивка сотрудников по департаментам - разбивка сотрудников по выполняемым обязанностям и функциям; описание взаимоотношений с клиентами – описание участия клиентов в деятельности компании; рыночная доля по стране/отрасли/продукту – относительная рыночная доля, выраженная не в процентном соотношении; описание инвестиций в информационные технологии – причины данных инвестиций; описание процесса коммуникаций в компании – распространение знаний внутри компании; описание социальных программ для сотрудников – усилия, направленные на создание рабочей среды; инвестиции и НИОКР в области используемых технологий и оборудования – описание новых технологий производства; информация о стратегических альянсах фирмы – цели и причины данных стратегических альянсов), а также добавлены часто встречающиеся элементы к раскрытию (корпоративный университет компании/собственный учебный центр; участие в благотворительных программах и фондах; награды). Авторы работы [Milne, Adler, 1999] поддерживают идею объединения отдельных категорий и элементов раскрытия информации при проведении контент-анализа, поскольку это снижает субъективность исследования и корреляцию между показателями.

В результате сбора данных было выявлено, что следующие категории не раскрываются ни одной из исследуемых компаний:

* Опубликование интервью с сотрудниками
* Ключевые сотрудники
* Расходы на тренинги/обучение в расчете на одного сотрудника
* Разбивка сотрудников по национальности/гражданству
* Комментарии по поводу уровня абсентеизма
* Доля клиентов к числу сотрудников
* Повторные покупки
* Добавленная стоимость на одного клиента или по сегменту
* Удаленная работа (работа на дому)
* Измерение сбоев внешних процессов
* Описание контрактов с сотрудниками

Таким образом в итоговый индекс были включены 66 элементов добровольно раскрываемой информации об ИК.

В работе [Beattie et al., 2007] авторы также указывают на проблему с определением материалов годовых отчетов, которые в действительности анализируются: полное содержание, включая комментарии к финансовой отчетности, или же некоторые разделы, что действительно не указывается ни в одном изученном исследовании. В ходе текущей работы изучению не подлежали разделы, посвященные составу и вознаграждению совета директоров, деятельности комитетов, правлению, системе внутреннего аудита и контроля, системе управления рисками, финансовая отчетность компании, сведения о сделках с заинтересованностью, информация о существенных фактах, следование принципам Кодекса корпоративного управления, а также информация об акционерном капитале и рынке ценных бумаг, поскольку содержание данных разделов во многом регулируется законодательными требованиями к раскрытию информации эмитентами в РФ (см. глава 1, пункт 1.5.)

## 2.3. Формирование выборки и описательная статистика

Эмпирическое исследование, направленное на выявление характера взаимосвязи индекса добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночных показателей деятельности российских компаний выполнено на основе данных о российских публичных компаниях, участвовавших в исследовании по корпоративной прозрачности, проводимого агентством «Российская Региональная Сеть по интегрированной отчетности» (РРС) в 2015г[[17]](#footnote-17). Также при формировании выборки учитывалось условие, что акции данных компаний находились в списке ценных бумаг, допущенных к торгам в ЗАО "ФБ ММВБ" на конец 2013г, 2014г, 2015г и 2016г, а компании входили в рейтинг «Эксперт 400». Прежде всего, только для торгуемых компаний можно определить их рыночную ценность. Кроме того, раскрытие информации рассматривается в рамках концепции корпоративного управления, и одни из основных выделяемых причин практики раскрытия – формирование интереса инвестора к участию в капитале компании и преодоление агентской проблемы за счет снижения информационной асимметрии [Giacosa, 2012]. Рейтинг «Эксперт 400» включает крупнейшие компаний России по объему реализации продукции. В предыдущих исследованиях была установлена значимая положительная взаимосвязь между размером компании, измеряемом в том числе величиной выручки, и уровнем раскрытия информации об интеллектуальном капитале [Beattie et al, 2002; Robb et al, 2001]. Включение в выборку лишь крупных компаний позволит избежать эффекта размера, сказывающегося на разбросе значений, используемых в модели показателей, а также снизит корреляцию независимых переменных - индекса раскрытия информации и балансовой стоимости активов. Данный подход используется в большинстве изученных работ [Abdolmohmmadi, 2005; Ollson, 2001; Байбурина, Гребцова, 2012, Bozzolan et al., 2006; Guthrie, Petty, 2000].

Сбор финансовых показателей осуществлялся с помощью базы данных Eikon и Thomson Reuters DataStream, были использованы консолидированные годовые отчетности компаний. Кроме того, использовался открытый электронный портал информационного агентства Интерфакс – «Центр раскрытия корпоративной информации» и официальные сайты компаний для получения доступа к годовым отчетам. Исторические данные по капитализации были получены из архивных данных ММВБ, размещенных на официальном сайте Московской биржи. Для получения информации о торгах, даты листинга, а также отраслевой принадлежности эмитента использовался ресурс Investfunds.

Первоначальная выборка компаний, участвовавших в вышеупомянутом исследовании РРС и соответствующих упомянутым выше требованиям, состояла из 70 Российских компаний. Затем были исключены банки и иные финансовые институты ввиду наличия особенностей их функционирования. Так как ряд компаний не вели активную торговлю акциями на протяжении всего рассматриваемого временного промежутка, а также некоторые компании вышли на IPO позже 3 кв. 2013г, то необходимые данные об их капитализации отсутствовали, в связи с чем они были исключены из выборки. В итоговую выборку вошли 54 компании, принадлежащих 11 отраслям (рис.4). Б*о*льшая часть компаний принадлежит сектору электроэнергетики – 14,8%, нефтегазовой отрасли – 13% и металлургии – 13%.

1. Распределение компаний выборки по отраслям

[Источник: составлено автором]

Далее представлены результаты контент-анализа.

Прежде всего стоит обратить внимание на общий индекс раскрытия информации. В текущем исследовании его среднее значение составило 42,2%, что достаточно высоко по сравнению с результатами зарубежных работ. К примеру, в исследовании [Garanina, Dumay, 2017] данный показатель составил 24%. Однако сравнение полученных результатов не является релевантным в силу использования модифицированного индекса (максимальное число позиций – 66 против 79), а также субъективности исследователей.

В среднем раскрытие ИК по компонентам распределяется следующим образом: 36,2% - отношенческий капитал, 32,5% - человеческий и 31,1% - структурный (рис. 5). Полученные результаты сравнимы с исследованием [Guthrie et al, 2007], проведенном на выборке Гонконга (37% - отношенческий, 35% - человеческий и 28% - структурный капиталы), а также работами [Guthrie et al, 1999; April et al, 2003]. Кроме того, в большинстве ранее изученных работ наиболее распространенным к раскрытию также является отношенческий капитал [Bozzolan et al., 2006; Striukova et al., 2008], а ожидания автора относительно наименьшего раскрытия структурного капитала в том числе оправдались. В работе [Байбурина, Гребцова, 2012] на выборке компаний стран БРИКС авторы приходят к выводу о наименьшем раскрытии структурного капитала, что может частично объясняться намерением компаний сохранить свои конкурентные преимущества перед возможностью их заимствования другими игроками рынка, принимая во внимание ранее упоминавшиеся особенности инстуциональной среды развивающихся стран и института защиты прав собственности, в частности.

1. Раскрытие компонентов ИК

[Источник: составлено автором]

Внутри каждой из категорий информация раскрывается следующим образом: средний индекс добровольного раскрытия отношенческого капитала – 50,3%, человеческого – 37,7%, структурного – 39,7%.

К наиболее раскрываемым элементам отношенческого капитала относятся описание товаров и услуг, рыночная доля компании, разбивка годовых продаж по продуктам, а также участие в благотворительных программах и фондах. Меньше всего публикуют информацию о тренингах для клиентов, среднем размере покупки и данные по числу покупателей. Таким образом, компании в меньшей мере склонны делать обзор по их клиентам, однако охотно раскрывают информацию о своем положении в отрасли.

В рамках человеческого капитала лидирующие позиции занимает общая информация об обучении сотрудников, об их здоровье и безопасности, а также об используемых в компаниях системах вознаграждения и стимулирования. Наименьшее раскрытие у таких категорий, как уровень абсентеизма, общие расходы на персонал в расчете на одного сотрудника, разбивка персонала по гендерному признаку и добавленная стоимость работником, к чему относились показатели выручки и производительности на одного сотрудника.

Структурный капитал характеризуется преимущественным раскрытием экологической политики компании, наличием информации по качеству продукции, информацией о корпоративной социальной ответственности фирмы, а также описанием деятельности в области исследований и разработок. Наименьшему опубликованию подлежат – расходы на информационные технологии, отношение расходов на НИОКР к выручке, описание возможностей интеллектуального оборудования и информация по будущим патентам и лицензиям. Стоит отметить, что среди всех категорий раскрытия интеллектуального капитала превалирует раскрытие информации в описательной форме по сравнению с количественными показателями, что согласуется с результатами исследования [Abeysekera, 2011].

Также интересно обратить внимание на динамику показателей раскрытия информации (табл. 3).

*Таблица 3*

**Динамика раскрытия элементов интеллектуального капитала**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|   | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Общий индекс | 37,37% | 42,03% | 44,78% | 44,56% |
| Структурный капитал | 34,51% | 37,71% | 42,93% | 43,52% |
| Человеческий капитал | 32,79% | 39,04% | 39,81% | 39,12% |
| Отношенческий капитал  | 46,02% | 50,37% | 52,78% | 52,22% |

[Источник: составлено автором]

Можно заметить, что индекс раскрытия продолжает увеличиваться на протяжении 2012-2014гг, однако остается относительно стабильным в 2014-2015гг. Подобная динамика может быть объяснена возросшим вниманием к раскрытию нефинансовой информации в 2012-2013гг со стороны бизнес-сообщества, что характеризуется ежегодным проведением исследований и опубликованием рейтингов по качеству раскрытия нефинансовой информации российскими компаниями, а также принятием в 2013г стандартов IR и повышением уровня стандартов отчетности формата GRI. Также, подобная активность компаний могла быть вызвана посткризисным периодом, когда согласно исследованию [Garanina, Dumay, 2017] компании в большей степени склонны к добровольному опубликованию информации об ИК. Также в вышеупомянутой работе, как и в ряде других исследований [Wang et al.,2013] наблюдается незначительное снижение уровня добровольного раскрытия информации об ИК во время экономической нестабильности.

Что касается покомпонентного анализа динамики индекса раскрытия, то в период 2014-2015гг стоит отметить уменьшение уровня раскрытия количественной информации и одновременный рост прозрачности данных о социальной деятельности компании. Подробная информация по уровню раскрытия элементов ИК представлена в приложении 1.

Рассмотрим отраслевой фактор раскрытия информации.

На рисунках 6-9 представлена разбивка значений индекса раскрытия информации по компонентам ИК среди исследуемых отраслей.

1. Индекс добровольного раскрытия информации о человеческом капитале в зависимости от отрасли

[Источник: составлено автором]

1. Индекс добровольного раскрытия информации о структурном капитале в зависимости от отрасли

[Источник: составлено автором]

1. Индекс добровольного раскрытия информации об отношенческом капитале в зависимости от отрасли

[Источник: составлено автором]

1. Индекс добровольного раскрытия информации об ИК в зависимости от отрасли

[Источник: составлено автором]

Лидирующими отраслями среди всех видов раскрытия информации об ИК являются нефтегазовая промышленность, электроэнергетика, транспорт и связь/телекоммуникации. Однако если обращаться к предыдущим зарубежным исследованиям, то данное распределения не является ожидаемым. Так, авторы работы [Striukova et al., 2008] приходят к выводу о наибольшем раскрытии данных компаниями фармацевтической отрасли и информационных технологий. В исследовании [García-Meca, 2007] лидирующие позиции по величине общего индекса раскрытия информации об ИК в отчетах аналитиков занимает сфера коммуникаций, за ними следует отрасли новых технологий и сервиса. В то же время лидирующее положение телекоммуникационной отрасли по раскрытию отношенческого капитала в текущем исследовании поддерживается результатами работы [Garanina, 2011], где устанавливается значимая взаимосвязь отношенческого капитала в компаниях сектора связи и ценой акций. Данный результат оправдан, поскольку лояльность клиентов лежит в основе успешности этих организаций. Структурный капитал в первую очередь раскрывается промышленными компаниями, что соотносится с результатами работы [Bontis et al, 2000], где утверждается, что именно данный ресурс способен оказывать влияние на финансовые результаты этих фирм. Транспортная отрасль в своем большинстве представлена авиакомпаниями, что может объяснять преимущественное раскрытие информации о человеческом капитале. Обращаясь к отчету компании ПАО «Аэрофлот», руководство компании упоминает о дефиците летных кадров в отрасли, описывает политику привлечения перспективных специалистов и их развитие, а также представляет текущую структуру персонала. Острая нехватка летного состава в том числе подтверждается СМИ.[[18]](#footnote-18)

Кроме того, как было сказано в главе 1, и на чем основывалась одна из гипотез данного исследования, многие авторы приходят к выводу о наибольшем раскрытии информации высокотехнологичными и инновационными компаниями, что, однако, не подтверждается выявленной статистикой по российскому рынку. Обращаясь к результатам исследования РРС 2015г по корпоративной прозрачности [Корпоративная прозрачность российских компаний, 2015], можно отметить, что наиболее прозрачные сектора из рассматриваемых – электроэнергетика, химическая промышленность, металлургия и нефтегазовая отрасль. Интересно, что наименее прозрачные компании принадлежат к отрасли информационных технологий. Также не склонны раскрывать информацию розничная и оптовая торговля, сервисные и строительные компании. Согласно исследованию РРС в стране в целом отсутствуют сектора экономики (за исключением атомного) с коэффициентом прозрачности в высоком диапазоне, в которых была бы значительная доля компаний, раскрывающих публичную отчетную информацию в соответствии с международными стандартами.

Стоит обратить внимание на уровень раскрытия информации об ИК в зависимости от размера компании (рис. 10). Как и ожидалось, крупные игроки готовы раскрывать больше информации о нематериальных активах на добровольных началах, что вероятно связано с меньшими относительными издержками. В особенности различие касается информации о структурном капитале.

1. Раскрытие информации об ИК в зависимости от размера компании

[Источник: расчеты автора]

Описательная статистика всех переменных, входящих в модель, представлена в Таблице 4. Из выборки предварительно были исключены аномальные значения.

*Таблица 4*

**Описательная статистика переменных**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Переменная | Количество наблюдений | Среднее значение | Стандартное отклонение | Минимум | Максимум |
| lnMCap | 213 | 11,369 | 1,811 | 7,087 | 15,118 |
| Tobin | 209 | 0,893 | 0,568 | 0,164 | 2,811 |
| ROA | 213 | 0,099 | 0,084 | -0,188 | 0,403 |
| Lev | 213 | 0,311 | 0,198 | 0 | 0,897 |
| ICD | 213 | 0,421 | 0,201 | 0 | 0,803 |
| HC | 213 | 0,376 | 0,224 | 0 | 0,833 |
| RC | 213 | 0,503 | 0,228 | 0 | 0,833 |
| SC | 213 | 0,396 | 0,215 | 0 | 0,909 |

[Источник: расчеты автора]

При анализе показателя коэффициента Тобина выборка была сокращена до 209 наблюдений в следствие наличия выбросов. Средний показатель Q Тобина составляет 0,893, что меньше 1 и говорит о низком среднем инвестиционном потенциале рассматриваемых компаний. Стоимость активов и величина долга компании оцениваются рынком ниже их балансовой стоимости, что связано с периодом экономико-политической нестабильности в стране и соответственно более высокими инвестиционными рисками в следствие неопределенности будущего развития отечественных компаний. Среднее значение показателя натурального логарифма рыночной капитализации составляет 11,369.

## 2.5. Тестирование моделей и результаты исследования

В первую очередь была протестирована модель, описанная в пункте 2.1. главы 2 - (1), для натурального логарифма рыночной капитализации в качестве зависимой переменной. В таблицах 5 и 6 приведены результаты регрессионного анализа.

Изначально была построена базовая модель, устанавливающая взаимосвязь контрольных переменных, характеризующих финансово-экономическое состояние компании и результирующей переменной – натурального логарифма рыночной капитализации. Затем была добавлена переменная, представляющая индекс добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале. После проведения тестов Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана на спецификацию модели – сквозная регрессия, модель со случайными или с фиксированными эффектами, была выбрана модель с фиксированными эффектами, что также согласуется с результатами тестирования, представленными в работе [Гребцова, Байбурина, 2012].

*Таблица 5*

**Результаты регрессионного анализа для модели с переменной ICD**

**(рыночная капитализация)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Переменная | Базовая модель | Модель ICD | Предполагаемый знак коэффициента |
| ICD | - | 0,688\*\* |  |
| lnTA | 0,778\*\*\* | 0,716\*\*\* | + |
| Lev | 0,125 | 0,042 | - |
| ROA | 2,486\*\*\* | 2,510\*\*\* | + |
| cons | 1,522 | 2,019 |  |
| R^2 | 0,2995 | 0,3249 |  |
| p-value | 0,000 | 0,000 |  |

Примечание: \*, \*\*, \*\*\* обозначают значимость на 10%, 5%-, -, 1%-м уровне значимости соответственно.

[Источник: расчеты автора]

Для того, чтобы говорить об адекватности построенной модели были проведены тесты на мультиколлинеарность и парную корреляцию Пирсона. Результаты представлены в приложении 2. Значения показателя VIF для всех переменных меньше 4, что говорит об отсутствии мультиколлинеарности. Коэффициенты парной корреляции Пирсона также указывают на ее отсутствие, значения меньше 0,7. Полученная модель статистически значима (p-value <0,05), и, следовательно, может быть интерпретирована.

Была выявлена статистически значимая положительная взаимосвязь показателя индекса добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале c капитализацией. Данная переменная является статистически значимой с доверительной вероятностью 95%. Это позволяет принять гипотезу H1. При увеличении индекса добровольного раскрытия информации рыночная капитализация компании в среднем возрастает.

Следующим шагом было построение моделей в соответствии с выражением (1) на основе уже протестированной базовой для проверки 2, 3 и 4 гипотез исследования при зависимой переменной, выраженной натуральным логарифмом рыночной капитализации. Результаты представлены в таблице 6.

*Таблица 6*

**Результаты регрессионного анализа для моделей с переменными HC, SC, RC (рыночная капитализация)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Переменная | Базовая модель | Модель HC | Модель SC | Модель RC |
| HC | - | 0,173 | - | - |
| SC | - | - | 0,661\*\*\* | - |
| RC | - | - | - | 0,654\*\*\* |
| lnTA | 0,778\*\*\* | 0,768\*\*\* | 0,690\*\*\* | 0,728\*\*\* |
| Lev | 0,125 | 0,094 | 0,051 | 0,083 |
| ROA | 2,486\*\*\* | 2,525\*\*\* | 2,420\*\*\* | 2,457\*\*\* |
| cons | 1,522 | 1,594 | 2,379 | 1,829 |
| R^2 | 0,2995 | 0,3017 | 0,3355 | 0,3294 |
| p-value | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |

Примечание: \*, \*\*, \*\*\* обозначают значимость на 10%, 5%-, -, 1%-м уровне значимости соответственно.

[Источник: расчеты автора]

Каждая из вышеперечисленных моделей также была проверена на наличие мультиколлинеарности и парной корреляции, тесты показали их отсутствие. Все модели значимы, а соответственно, могут использоваться для интерпретации результатов.

В модели по тестированию взаимосвязи уровня добровольного раскрытия информации о человеческом капитале и рыночной капитализации компании был получен статистически незначимый коэффициентом перед переменными раскрытия. Таким образом нельзя говорить о наличии исследуемой взаимосвязи, и гипотеза H2 подтверждается.

При тестировании модели с показателями добровольного раскрытия информации о структурном капитале и рыночной капитализацией российских компаний была установлена их положительная взаимосвязь. Гипотеза H3 подтверждается. В среднем при увеличении индекса раскрытия информации о структурном капитале капитализация компании повышается.

В случае тестирования модели на поиск взаимосвязи между добровольным раскрытием информации об отношенческом капитале и рыночной капитализацией российских компаний, коэффициент перед изучаемой переменной оказался статистически значимым и имеет положительное значение. Следовательно, гипотеза H4 подтверждается. В среднем при увеличении индекса раскрытия информации об отношенческом капитале рыночная капитализация компании растет.

Знаки перед контрольными переменными во всех моделях сохранялись. Стоит отметить незначимый коэффициент перед переменной финансового рычага, в том числе в базовой модели.

Далее компании были разделены на две подвыборки по критерию инновационности в соответствии с их отраслевой принадлежностью согласно международной классификации SITC (глава 2, пункт 2.3.). В ходе проверки гипотезы о равенстве средних показателей раскрытия информации по t-критерию Стьюдента были получены результаты, представленные в таблице 7.

*Таблица 7*

**Результаты теста на равенство средних**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатели | Компании высокотехнологичных отраслей | Компании низкотехнологичных отраслей |
| Среднее | 0, 452 | 0, 397 |
| Дисперсия | 0,041 | 0,039 |
| Наблюдения | 87 | 126 |
| t-статистика | 1, 917 | - |
| P(T<=t) двухстороннее | 0,057 | - |
| t критическое двухстороннее | 1,971 | - |

[Источник: расчеты автора]

Поскольку t - статистика меньше двухстороннего критического значения t и попадает в область принятия решений, а p-value больше 0,05, то принимается гипотеза о равенстве средних значений индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале среди компаний высоко- и низко- технологичных отраслей. Следовательно, гипотеза H5 отклоняется.

Несмотря на равенство средних остается вопрос в реакции рынка на добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале в зависимости от отраслевой принадлежности компании. Для проверки данной гипотезы исследования использовалась модель (2), описанная в пункте 2.1. гл.2. В базовую модель были включены: показатель уровня общего добровольного раскрытия информации об ИК, дамми-переменная отрасли и перекрестная переменная Cross = Ind\*ICD. Поскольку при проведении тестов на спецификацию модели была выбрана модель с фиксированными эффектами, то в силу своей специфики она учитывает индивидуальные характеристики компаний и нацелена на выявление временных изменений. Так как показатель отрасли имеет постоянство значений в рамках каждой организации, то модель с фиксированными эффектами не позволяет ввести дамми-переменную Ind в отдельности в связи с наличием колинеарности. Результаты тестирования представлены в таблице 8.

*Таблица 8*

**Результаты регрессионного анализа для модели с кросс-переменной**

**(рыночная капитализация)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Переменная | Базовая модель | Модель с кросс-переменной |
| ICD | - | 0,981\*\* |
| Cross | - | -0,508 |
| lnTA | 0,778\*\*\* | 0,732\*\*\* |
| Lev | 0,125 | 0,033 |
| ROA | 2,486\*\*\* | 2,396\*\*\* |
| cons | 1,522 | 1,807 |
| R^2 | 0,2995 | 0,3282 |
| p-value | 0,000 | 0,000 |

Примечание: \*, \*\*, \*\*\* обозначают значимость на 10%, 5%-, -, 11%-м уровне значимости соответственно.

[Источник: расчеты автора]

Рассматриваемая модель статистически значима. Проверка на мультиколинеарность и парную корреляцию Пирсона установила их отсутствие. Поскольку коэффициент перед перекрестной переменной незначим, это позволяет сделать вывод, что рынок одинаково реагирует на раскрытие информации об интеллектуальном капитале российскими компаниями вне зависимости от их отраслевой принадлежности. Гипотеза H6 отвергается.

Затем аналогичные тесты были проведены для моделей, представленных в пункте 2.1. главы 2 при использовании в качестве зависимой переменной коэффициент Тобина.

Для тестирования модели вида (1) в соответствии с тестами Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана была выбрана модель с фиксированными эффектами. В базовую модель были включены переменные, характеризующие общий индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале и последовательно каждый из его элементов.

При проверке моделей на наличие мультиколинеарности и парной корреляции проблем выявлено не было, знак контрольных переменных сохраняет свое направление. P-value построенных уравнений регрессии меньше критического значения 0, 05, что говорит об их статистической значимости и возможности интерпретации результатов (таблица 9).

*Таблица 9*

**Результаты регрессионного анализа для моделей с переменными ICD, HC, SC, RC (Tobin's Q)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Переменная | Базовая модель | Модель ICD | Модель HC | Модель SC | Модель RC |
| ICD | - | 0,366\*\* | - | - | - |
| HC | - | - | 0,163 | - | - |
| SC | - | - | - | 0,250\* | - |
| RC | - | - | - | - | 0,407\*\* |
| lnTA | -0,168\* | -0,175\* | -,0172\* | -0,178\* | -0,177\* |
| Lev | 1,380\*\*\* | 1,328\*\*\* | 1,352\*\*\* | 1,339\*\*\* | 1,346\*\*\* |
| ROA | 1,191\*\*\* | 1,208\*\*\* | 1,226\*\*\* | 1,170\*\*\* | 1,188\*\*\* |
| cons | 2,087\* | 2,358\* | 2,124\* | 2,447\*\* | 2,330\* |
| R^2 | 0,2666 | 0,2855 | 0,2717 | 0,2799 | 0,2959 |
| p-value | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |

Примечание: \*, \*\*, \*\*\* обозначают значимость на 10%, 5%-, -, 1%-м уровне значимости соответственно.

[Источник: расчеты автора]

Результаты тестирования совпадают с ранее полученными итогами, что говорит об их устойчивости. В среднем при увеличении уровня раскрытия информации об интеллектуальном капитале, так же, как и о его структурном и отношенческом элементах, коэффициент Тобина, отражающий рыночную оценку компании, увеличивается.

Далее была построена и протестирована модель с включением перекрестной переменной в соответствии с выражением (2). Как и в случае использования показателя рыночной капитализации не удалось подтвердить гипотезу о существовании разницы в реакции рынка на уровень раскрытия информации компаниями высоко- или низкотехнологичных отраслей. (таблица 10) Результаты всех тестов представлены в приложении 2.

*Таблица 10*

**Результаты регрессионного анализа для модели с кросс-переменной**

**(Tobin's Q)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Переменная | Базовая модель  | Модель с кросс-переменной |
| ICD | - | 0,665\*\* |
| Cross | - | -0,519 |
| lnTA | -0,168\* | -0,175\* |
| Lev | 1,380\*\*\* | 1,314\*\*\* |
| ROA | 1,191\*\*\* | 1,103\*\*\* |
| Cons | 2,087\* | 2,098\* |
| R^2 | 0,2666 | 0,2944 |
| p-value | 0,000 | 0,000 |

Примечание: \*, \*\*, \*\*\* обозначают значимость на 10%, 5%-, -, 1%-м уровне значимости соответственно.

[Источник: расчеты автора]

## 2.6. Анализ полученных результатов

В результате исследования была установлена прямая взаимосвязь между уровнем добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночными показателями деятельности российских компаний. К аналогичному выводу в том числе приходят авторы большинства зарубежных работ [Orens et al, 2009; Abeysekera, 2011; Anam et al., 2011; Abdolmohmmadi, 2005]. Подобная устойчивость результатов может говорить о ценности изучаемого явления в масштабах всего рынка. Несмотря на высокие как прямые, так и косвенные издержки, раскрытие дополнительной информации об интеллектуальном капитале вероятно способно приносить компаниям преимущества как в понятиях снижения риска потенциальных инвестиционных вложений, так и широкого диалога с общественностью. Поскольку низкая прозрачность компаний в особенности характерна для российского рынка с учетом истории становления корпоративного управления, данный результат ожидаем. Инвесторы готовы платить премию за лучшие практики корпоративного управления, стимулируя тем самым компании к большей информационной открытости.

Интерес представляют результаты тестирования гипотез, рассматривающие покомпонентное раскрытие ИК. В рамках текущего исследования не удалось установить наличие взаимосвязи между рыночными показателями деятельности компаний и раскрытием данных о человеческом капитале, что соотносится с первоначальными предположениями автора. Между тем в работе [Andreeva, Garanina, 2016] удалось установить положительную взаимосвязь между человеческим капиталом и результативностью деятельности российских компаний, в то же время интересна позиция компании ПАО «Лукойл», как и ряда других компаний, которые своей главной ценностью выделяют именно человеческий капитал [Гросул и др., 2017]. Так, ПАО «Лукойл» с 2008г в качестве представителя РСПП является членом комиссии по регулированию социально-трудовых отношений в РФ. Это вызывает интерес к дальнейшему изучению вопроса раскрытия информации о человеческом капитале российскими компаниями с использованием расширенной выборки.

Добровольная публикация данных о структурном и отношенческом капиталах способна привлечь внимание потенциальных инвесторов. Интересно отметить, что информация о структурном капитале между тем реже остальных категорий появляется в годовых отчетах компаний. Существует несколько возможных причин такого наблюдения – предположение о наименьшей развитости этого элемента ИК в условиях российского рынка [Andreeva, Garanina, 2016], а также о высоких косвенных издержках при публикации данных о структурном капитале [Байбурина, Гребцова, 2012]. Автор предполагает, что компании взвешивают издержки и преимущества решений о добровольной прозрачности, а потому не публикуют излишнюю информацию при угрозе ее использования конкурентами и государственными органами власти, ведь в таком случае оценка данной информации инвесторами могла бы быть отрицательной, о чем писал в своем исследовании [Удальцов, 2013]. В подобных рамках б*о*льшее раскрытие информации о структурном капитале скорее всего принадлежит компаниям, которые развивают этот сложный актив, имеют достаточный опыт в данной области и устойчивы к внешним угрозам. Поскольку это не является повсеместным, то добровольные публикации данных о структурном капитале служат конкурентным преимуществом компаний и ценятся рынком. Раскрытие информации об отношенческом капитале, несмотря на свое широкое распространение остается важным элементом коммуникаций со стейкхолдерами. Они заинтересованы в успешном функционировании компании, ее доступе к ресурсам и отдачи на них, что в силу недостаточной развитости институциональной среды зачастую гораздо эффективнее решается посредством личных связей и долгосрочных взаимоотношений.

Результаты тестирования гипотез о взаимосвязи отраслевой специфики компаний с реакцией рынка на добровольные публикации, а также о существовании значительного различия в объеме раскрываемой информации в зависимости от инновационности отрасли не подтвердились, что не согласуется с большинством зарубежных исследований [Bukh et al, 2005; Bruggen et al, 2009]. Это объясняется спецификой российского рынка. Как говорилось ранее, агентством РРС была установлена наивысшая прозрачность компаний атомного сектора, когда сфера информационных технологий склонна раскрывать информацию в наименьшей степени. В связи с этим при проведении дальнейших исследований будет более целесообразно учитывать индивидуальные инвестиции в НИОКР каждой компании.

В целом стоит отметить, что исследование не было направлено на установление причинно-следственных связей, позволяющих констатировать факт о влиянии добровольного раскрытия информации об ИК на рыночные показатели деятельности компаний. Результатом явилось лишь установление взаимосвязи между этими показателями. Действительно, в ряде исследований, изучающих детерминанты уровня прозрачности данных об ИК, размер фирмы также включается в число независимых переменных [Oussama et al., 2015]. Различия в уровне добровольного раскрытия информации о нематериальных активах в зависимости от размера компании подтверждены и описательной статистикой текущего исследования.

Исходя из полученных результатов, практика добровольного раскрытия информации об ИК российскими компаниями оправдана. Несмотря на то, что нельзя говорить о каузальных отношениях, подобная практика со стороны менеджмента способна уменьшить информационную асимметрию и частично способствовать решению агентской проблемы. Кроме того, большая прозрачность может способствовать построению доверительных отношений со стейкхолдерами и созданию имиджа компании. Однако необходимо заметить, что раскрытие информации лишь создает вероятность положительной реакции рынка, в то время как на итоговом результате сказывается оправдание опубликованных данных на практике, то есть непосредственно развитие интеллектуального капитала, способного обеспечить долгосрочные конкурентные преимущества. А факт опубликования в свою очередь подтверждает осведомленность менеджмента о возможности реализации интеллектуального потенциала организации.

## 2.7. Примеры практик раскрытия информации об интеллектуальном капитале российскими компаниями

Для лучшего понимая целей, с которыми компании используют практику раскрытия информации об интеллектуальном капитале, преимуществ данного раскрытия, а также его тенденций стоит обратиться к реальным примерам. В данном разделе рассмотрены практики раскрытия информации об интеллектуальном капитале нескольких российских компаний, вошедших в выборку. Отбор компаний осуществлялся исходя из результатов исследования, учитывался уровень раскрытия информации об ИК, его изменение, положение компании в отрасли относительно других участников, а также наличие новостных объявлений, позволяющих дать объяснение полученным результатам. В качестве примеров рассматриваются компании ПАО ГМК «Норильский никель», ПАО «КАМАЗ» и ПАО «Новороссийский морской торговый порт». Стоит отметить, что в данном разделе речь в том числе пойдет об опубликовании нефинансовой информации в социальных отчетах[[19]](#footnote-19), поскольку в своем большинстве она также относится к интеллектуальному капиталу в том формате, который используется в исследовании, а в кратком изложении содержится в традиционных годовых отчетах компаний. Элементы стандарта GRI представлены в приложении 3. Также частично будет описано содержание элементов ИК для их понимания.

***ПАО ГМК "Норильский никель"***

ПАО ГМК "Норильский никель" – крупнейший в мире производитель никеля и палладия. На отечественном рынке на долю предприятий ГМК "Норильский никель" приходится около 96% всего производимого в стране никеля. Производственные подразделения группы находятся на территории России и Европы. В Группу также входят научно-исследовательские подразделения в Санкт-Петербурге и Австралии. За 2015г компанией было произведено 285 тыс. тонн никеля. Капитализация на конец 2016г составила 1 589 259 млн руб[[20]](#footnote-20).

Начиная с 2008 года компания устойчиво входит в топ-15 компаний с капитализацией более 100 млрд. руб. по лучшим годовым отчетам согласно рейтингу ММВБ и РЦБ. Кроме того, ГМК «Норильский никель» в числе первых российских компаний применила практику публичной нефинансовой отчетности. С 2005г корпорация выпускает ежегодные отчеты о КСО по международным стандартам. В особенности прозрачность компании привлекла внимание бизнес-сообщества и СМИ в 2014-2015гг. Социальный отчет за 2014г (публикация в 2015г) был составлен в соответствии с новыми стандартами руководства GRI G4 и прошел независимую аудиторскую проверку[[21]](#footnote-21). Отчет является призером ежегодного конкурса годовых отчетов РСПП 2015г в номинации «Лучший отчет по корпоративной социальной ответственности и устойчивому развитию». Также он признан лучшим среди российских участников конкурса Vision Awards LACP и занял восьмое место в топ-50 публичных нефинансовых отчетов мира [Аленичева, 2016]. Среди стратегических приоритетов развития компания рассматривает следование принципам социальной ответственности и устойчивого развития, обеспечение открытости и конкуренции идей внутри компании, а также привлечение лучших компетенций за счет организационных навыков работы с внешними партнерами.

Данная информация поддерживает результаты проведенного исследования. Так, индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале компании вырос с 54,55% до 71,21% в период 2013-2016гг (табл.11) и является наиболее высоким среди компаний металлургической отрасли в выборке.

*Таблица 11*

**Раскрытие информации об интеллектуальном капитале**

 **ГМК «Норильский никель»**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|   | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Общий индекс | 54,5% | 60,6% | 66,7% | 71,2% |
| Структурный капитал | 54,5% | 68,2% | 72,7% | 77,3% |
| Человеческий капитал | 41,7% | 41,7% | 54,2% | 54,2% |
| Отношенческий капитал  | 70% | 75% | 75% | 85% |

 [Источник: расчеты автора]

 В отчетах компании на протяжении времени появляется более широкая информация о структурном капитале – проводится обзор информационных систем, в частности описывается логистическая система Oracle Transportation Management, говорится об использовании IT-систем управления на иностранных предприятиях и об автоматизации HR-функции в системе SAP. Информация по человеческому капиталу из наиболее интересных элементов содержит комментарии по текучести кадров – увеличение объемов работ по закрытию никелевого завода, описание сотрудничества с вузами по привлечению персонала, наличие корпоративной программы «Профессиональный старт» и другое. Открыт консультационный центр по наличию свободных рабочих мест на предприятии. Данные об отношенческом капитале включают в себя работу с клиентами и местными сообществом. Упоминается о долгосрочных отношениях с покупателями, что осуществляется на контрактных условиях и с возможностью авансирования поставок. Большой раздел посвящен экологии, где в том числе говорится об использовании возобновляемых источников энергии ГЭС. Однако наибольшее внимание уделяется развитию регионов и диалогу с общественностью: проведение научно-учебных и праздничных марафонов в виде областных мероприятий, строительство социальных объектов, поддержка коренного населения Севера, сотрудничество с заповедниками, спонсорство всероссийских спортивных мероприятий.

Ориентируясь на рыночные показатели, можно отметить следующее: на протяжении рассматриваемого периода 2013 – 2016гг рыночная капитализация «Норильский никель» превышает капитализацию прочих компаний металлургической отрасли, входящих в выборку (рис. 11). Высокий уровень раскрытия информации сопровождается ростом цен на акции компании с июля 2013г (рис. 12).

Согласно интервью с менеджментом компании, первые нефинансовые отчеты Общества были в большей степени ориентированы на диалог с сотрудниками и населением, однако затем компания почувствовала возросший интерес к подобной информации со стороны инвестиционного сообщества, в особенности западного. Роуд-шоу ГМК «Норильский никель», проведенное для иностранных инвесторов в 2012г вызвало большой интерес с их стороны, в особенности информация относительно проектов по экологическому регулированию, охране труда и элементы корпоративного управления в организации. Одним из пунктов в своем интервью менеджмент подчеркивает интерес инвесторов к самому процессу развития разрабатываемых компанией проектов, что позволяет оценить систему менеджмента организации.[[22]](#footnote-22)

На основе представленной информации о приверженности компании политике раскрытия нефинансовой информации, в частности данных об интеллектуальном капитале, и высоких рыночных показателях деятельности, можно сделать предположение об оценке рынком подобных публикаций и существовании положительной взаимосвязи между рассматриваемыми показателями.

1. Капитализация компаний металлургической отрасли на конец 3 квартала

[Источник: составлено автором]

1. График цены акций ПАО ГМК «Норильский никель»

[Источник: составлено автором]

***ПАО «КАМАЗ»***

ПАО «КАМАЗ» - одна из крупнейших российских автомобильных корпораций, входит в Госкорпорацию Ростех. «КАМАЗ» выпускает широкий набор грузовой техники, однако традиционно позиционирует себя на рынке грузовых автомобилей полной массой от 14 до 40 тонн и входит в 20-ку ведущих мировых производителей тяжёлых грузовых автомобилей. Сегодня группа организаций «КАМАЗ» включает в себя более 150 организаций, расположенных в России, СНГ и дальнем зарубежье. Доля компании на российском рынке грузовых автомобилей массой свыше 14 тонн по итогам 2016 года составила 56%. Капитализация компании на конец 2016г - 35 114 млн руб[[23]](#footnote-23), что выше прочих компаний машиностроительной отрасли, входящих в выборку.

Согласно результатам исследования, уровень раскрытия информации об интеллектуальном капитале ПАО «КАМАЗ» превышает данный показатель других рассматриваемых компаний отрасли, однако также интересно проследить его динамику (табл. 12). Следуя данным официальных рейтингов годовых отчетов ММВБ, корпорация усиливала свои позиции на протяжении 2012-2015гг. Так, отчеты 2011г и 2012г занимали 10 место в рейтинге лучших годовых отчетов компаний с капитализацией от 10 до 100 млрд руб в 2012г и 2013г соответственно. За следующие два года компания поднялась до 8 и 6 мест. Согласно рейтингам корпоративной прозрачности агентства РРС компания также увеличила уровень прозрачности за 2014-2015гг.

Изменение индекса раскрытия информации об ИК в том числе следует данным тенденциям. Среди прочего стоит отметить изменение формата публикации годового отчета с dox на pdf, а также улучшение его структуры.

*Таблица 12*

**Раскрытие информации об интеллектуальном капитале ПАО «КАМАЗ»**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|   | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Общий индекс | 56,1% | 63,6% | 71,2% | 80,3% |
| Структурный капитал | 50,0% | 63,6% | 68,2% | 81,8% |
| Человеческий капитал | 54,2% | 54,2% | 66,7% | 75,0% |
| Отношенческий капитал  | 65,0% | 75,0% | 80,0% | 85,0% |

[Источник: составлено автором]

Произошел ряд изменений в публикации информации об интеллектуальном капитале ПАО «КАМАЗ». В отчете 2013г основным отличием в рамках структурного капитала является обсуждение информационных систем при интеграции производства компании Daimler и ПАО «КАМАЗ»; кроме того, размещается информация о возможностях 3D моделирования. В рамках отношенческого капитала публикуется информации о стратегических альянсах компаний. Представлены результаты совместного проекта ПАО «КАМАЗ», ОАО «Северсталь» и ОАО «РЖД». Компанией проводятся конференции и семинары по теме бережливого производства, а также дни открытых дверей. Отчет 2014г наиболее интенсивно раскрывает сведения о человеческом капитале. Впервые появляется подробная информация о программах обучения сотрудников: корпоративная Школа менеджмента, мини-тренинги по личной и командной эффективности, курсы английского языка; появляется информация о наборе и продвижении персонала, публикуются показатели производительности труда; сообщается о корпоративном учебном центре. Отчет 2015г в значительной степени отличается по структуре от предыдущих. Наибольшее внимание уделяется раскрытию отношенческого капитала. Компания нацелена на высокую удовлетворенность клиентов, предлагая все больше вариантов приобретения автомобиля (лизинг, кредитования, программа обмена trade-in). ПАО «КАМАЗ» активно развивает сеть дилерских центров, поддерживая их за счет систем финансирования и схем факторинга, о чем также сообщает в отчете. Кроме того, появляются разделы, посвященные взаимоотношениям с заинтересованными сторонами и внутрифирменным коммуникациям.

Несмотря на то, что увеличение раскрытия информации происходит на фоне относительно стабильного уровня цен на акции за рассматриваемый период (не принимая во внимание рост цен в сентябре 2013г, что было связано с ожиданиями акционеров по сделке слияния с ОАО «МАЗ».[[24]](#footnote-24)), компания ожидает положительную реакцию рынка на б*о*льшую прозрачность (рис. 13). Со стороны руководства более высокий уровень раскрытия информации был объяснен возросшими со стороны бизнес-сообщества требованиями к корпоративной прозрачности. Так, в 2014г в компании произошли организационные изменения – была выделена должность корпоративного директора.[[25]](#footnote-25) По мнению аналитиков подобные изменения в структуре компании являются обоснованными. Согласно одному из ведущих экспертов «Финам» деятельность нового блока может улучшить управляемость компании и повысить ее инвестиционную привлекательность, что особенно актуально в условиях текущего роста конкуренции на автомобильном рынке и более жестких требований инвесторов. Старший аналитик «Альпари» так же оценивает изменения положительными для повышения корпоративной прозрачности. По его словам, «среди основных целей нового корпоративного директора КАМАЗа должно быть, помимо остального, создание условий для качественного преобразования корпоративной отчетности, раскрытие новой информации, участие в дополнительных рейтингах, улучшение репутационной составляющей». Обращаясь к проведенному анализу отчетности 2015г можно утверждать, что данные изменения были оправданы. Таким образом, компания действительно ожидает позитивную реакцию рынка на стратегию повышения транспарентности, что соотносится с результатами исследования. В то же время стоит отметить, что капитализация ПАО «КАМАЗ» за рассматриваемый период 2013-2016гг превосходит показатели остальных компаний машиностроительной отрасли в выборке (рис. 14), чей индекс раскрытия информации об ИК так же ниже.

1. График цены акций ПАО «КАМАЗ»

[Источник: составлено автором]

1. Капитализация компаний машиностроительной отрасли на конец 3 квартала

[Источник: составлено автором]

***ПАО «Новороссийский морской торговый порт»***

ПАО «Новороссийский морской торговый порт» является третьим портовым оператором Европы и лидером на российском стивидорном рынке по объему грузооборота. В состав Группы входят два крупнейших порта России - порт Новороссийск на Черном море и порт Приморск на Балтийском море, которые являются ключевыми каналами экспортного и импортного грузового сообщения России. По итогам 2015 года рыночная доля Группы НМТП составила 20,6% от грузооборота всех морских портов России, объем грузооборота достиг 139,7 млн. тонн.

Данная компания интересна для анализа поскольку наблюдается значительное увеличение прозрачности компании за рассматриваемый период. Обращаясь к рейтингу корпоративной прозрачности агентства РРС, компания усилила свои позиции, поднявшись с 202 до 56 места за 2014-2015гг. Результаты текущего исследования устанавливают рост показателя раскрытия информации об интеллектуальном капитале – с 31,8% в отчете 2012г до 57,6% в 2015г. (табл. 13)

*Таблица 13*

**Раскрытие информации об интеллектуальном капитале ПАО «НМТП»**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|   | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Общий индекс | 31,8% | 42,4% | 51,5% | 56,1% |
| Структурный капитал | 22,7% | 31,8% | 50,0% | 50,0% |

*Продолжение таблицы 13*

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Человеческий капитал | 37,5% | 37,5% | 50,0% | 58,3% |
| Отношенческий капитал  | 35,0% | 60,0% | 55,0% | 60,0% |

[Источник: составлено автором]

Стоит сказать, что отчет претерпел значительные изменения как по содержанию, так и по структуре, что не позволяет выделить определенного направления преобразований. В отчете 2013г появляются расширенные данные о структурном о отношенческом капиталах. Например, даются комментарии по несчастным случаям на производстве, описываются действующие лицензии, наглядно представлено положение компании на рынке – с выделением графиков и таблиц, перечислены ключевые клиенты Общества. Отчет 2014г подробнее описывает структурный капитал - внедрение электронного документооборота, проекты по развитию производственных мощностей, внутрифирменные коммуникации посредством корпоративной газеты. Раскрытие информации о человеческом капитале среди новых элементов включает в себя описание политики работы с персоналом – продвижение сотрудников и возможности преддипломной практики. К строке «программа инвестиций в окружающую среду» в том числе относится разработанный компанией «план по предупреждению и ликвидации разливов нефти и нефтепродуктов на нефтяном терминале ОАО «НМТП». В 2015г появляется информация об образовании сотрудников и текучести кадров.

На конец 2016г капитализация ПАО «НМТП» составила 126 441 млн руб. Компания не является лидером по капитализации среди рассматриваемых компаний транспортной отрасли на изучаемом временном промежутке. Однако стоит обратиться к динамике рыночных показателей ПАО «НМТП» (рис. 15). Несмотря на падение цен акций с ноября 2013г по декабрь 2014г, их доходность оставалась на среднеотраслевом уровне (рис. 16), причем рост цен на акции компании начался ранее, чем рост доходности среднеотраслевого индекса. В декабре 2014г доходность акций компании составляла 14% в сравнении с 5% в среднем по отрасли, затем эти показатели достигли значений 21% и 3% соответственно, и на рассматриваемом периоде продолжали превосходить среднеотраслевые показатели за исключением 1кв 2016г.

Подобная динамика как роста капитализации ПАО «НМТП», так и уровня раскрытия информации в тот же временной промежуток вероятнее всего связана с планами по приватизации. Государство в лице Росимущества собирается продать весь 20% пакет акций компании, также 35,5% акций порта планирует продать «Транснефть».[[26]](#footnote-26) Таким образом, значительное увеличение прозрачности ПАО «НМТП», в том числе отмеченное официальными рейтингами, может быть одной из мер повышения его инвестиционной привлекательности.

1. График цены акций ПАО «НМТП»

[Источник: составлено автором]

1. График доходности акций ПАО «НМТП» и доходности среднеотраслевого индекса ММВБ

[Источник: составлено автором]

# Заключение

Возрастающая роль знаний, установленная взаимосвязь интеллектуального капитала с результатами деятельности компаний в современной экономике формируют интерес рынка к раскрытию информации об этом специфическом активе. Рядом зарубежных исследований были доказаны преимущества, которые получают компании, добровольно следуя практике опубликования данных о наличии и использовании своих нематериальных активов. Однако подтверждается ли данный факт на российском рынке в силу специфики его исторического развития, существующих практик корпоративного управления и культурных особенностей оставалось неизведанным.

В рамках выпускной квалификационной работы было проведено эмпирическое исследование взаимосвязи добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночных показателей деятельности российских компаний. Цель работы – выявление данной взаимосвязи – была достигнута. Для достижения цели был выдвинут и решен ряд задач.

В первой главе на основе анализа литературы было введено понятие интеллектуального капитала компании и выбран подход к определению его структуры. Также была рассмотрена агентская проблема в практике корпоративного управления и один из методов ее решения – снижение информационной асимметрии. Затем в рамках данной проблематики были изучены особенности российского рынка корпоративного управления и выявлено увеличение прозрачности российских компаний, что обусловлено как законодательным регулированием, так и добровольными практиками. На основе анализа отечественных и зарубежных работ были сформулированы гипотезы исследования.

Вторая глава посвящена методологии и результатам исследования. На основе изученной ранее литературы была введена регрессионная модель и описаны ее переменные. Также был выбран метод расчета индекса раскрытия информации об интеллектуальном капитале и модифицирован в соответствии с особенностями изучаемых компаний. После контент-анализа и сбора данных о раскрытии интеллектуального капитала по 54 торгуемым российским компаниям был представлен их динамический и структурный анализ, а также проведено эконометрическое исследование. Удалось установить положительную взаимосвязь между уровнем добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и такими показателями деятельности российских компаний, как рыночная капитализация и коэффициент Тобина. Затем были рассмотрены примеры раскрытия нефинансовой информации некоторыми российскими компаниями.

Поскольку работа не направлена на установление причинно-следственных связей, то нельзя говорить о повышении рыночной оценки компании в следствие добровольного опубликования данных об интеллектуальном капитале и выдвигать однозначные рекомендации по повышению уровня прозрачности. Решение о добровольном раскрытии информации о внутренних ресурсах организации должно соотносится с величиной издержек данной практики для конкретной организации. Текущее исследование, как и ряд предыдущих, рассматривают показатели лишь крупных игроков рынка. Также исследования агентства РРС по корпоративной прозрачности устанавливают распространение и усиление подобной практики среди крупных компаний. Таким образом можно предположить, что добровольное раскрытие не является панацеей для роста ценности фирмы, однако служит дополнительным конкурентным преимуществом, позволяющим привлечь внимание инвесторов. Добровольное раскрытие информации об интеллектуальном капитале снижает асимметрию информации, позволяет уменьшить риски инвестиций в компанию, говорит об ответственности фирмы перед обществом и формирует ее репутацию. К тому же повествование о ценных ресурсах является только первым шагом компании к подаче сигнала о своем превосходстве, в то время как действительно важную роль играет их практическое развитие и реализация потенциала.

Таким образом можно говорить, что компания получает вознаграждение за повышения уровня прозрачности и эта практика действительно оправдана, если соответствует стратегии фирмы и ее положению на рынке.

Стоит отметить, что данное исследование является первым на российском рынке по анализу взаимосвязи между уровнем добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале и рыночными показателями деятельности компаний. Учитывая полученные результаты, тенденции роста заинтересованности стейкхолдеров в получении нефинансовой информации и действиях государства и бизнес-сообщества по регулированию практик и форм раскрытия подобной информации, предлагается следующее: компаниям, на сегодняшний день уже применяющим практику раскрытия информации об интеллектуальном капитале, рассмотреть возможность перехода на новые стандарты опубликования нефинансовых данных в соответствии с международными стандартами, что улучшит не только качество публикуемой информации, но и качество взаимоотношений с инвесторами.

Ограничения текущего исследования прежде всего включают в себя размер выборки и ее состав – включение крупных компаний с листингом на ММВБ, и анализ только одной формы публикации нефинансовой информации – годовых отчетов. В связи с этим в дальнейшем предлагается расширение выборки с целью проверки результатов исследования, а также использование иных источников публикаций, например, официальных сайтов компаний.

# Список литературы

1. Байбурина Э.Р., Гребцова Е.Г. Раскрытие информации об интеллектуальном капитале и его влияние на стоимость компаний на развивающихся рынках капитала / Байбурина Э.Р., Гребцова Е.Г. // Корпоративные финансы. – 2012. - № 4 (24).
2. Брукинг Э. Интеллектуальный капитал / Пер. с англ. Под ред. Л. Н. Ковалик. – СПБ, Питер, 2001. – 288 с.
3. Бухвалов А.В., Смирнов. М.В. Корпоративное управление: вводный курс / Бухвалов А.В., Смирнов. М.В. – СПб.: Высшая Школа Менеджмента, 2012. – 186 с.
4. Быркова Е. Мировой рынок инвестиций в 2015 году: Россия потерпела фиаско [Электронный ресурс] / Быркова Е. // Провэд. РФ. – 2016. - Режим доступа: http://xn--b1ae2adf4f.xn--p1ai/analytics/research/31718-mipovoy-pynok-investitsiy-v-2015-godu-possiya-poteppela-fiasko.html (дата обращения: 18. 03. 2017).
5. Волков, Д. Л. Нематериальные активы: проблемы состава и оценивания / Д. Л. Волков, Т. А. Гаранина // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2007. - Т. 8, № 1. - С. 82-105
6. Галушкина М.В. Современные вызовы корпоративной прозрачности. Результаты исследования «Корпоративная прозрачность крупнейших российских компаний - 2014» / Галушкина М.В. – 2015.
7. Гаранина Т.А. Интеллектуальный капитал организации, как фактор создания ценности бизнеса: определение, оценка и управление: автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.05 / Гаранина Татьяна Александровна. – СПб, 2009. – 26 с.
8. Гаранина Т.А. Нематериальные активы и интеллектуальный капитал: роль в создании ценности // Вестник СПБГУ. Сер. Менеджмент. – 2010. – Вып. 2. С. 8 – 79.
9. Дурнев А., Гуриев С. «Ресурсное проклятие» и прозрачность компаний / Дурнев А., Гуриев С. // Новое в экономической науке. – 2007. – С.24.
10. Ильина Ю.Б., Березинец И.В., Орлова А.В. Индекс раскрытия информации: взаимосвязь с финансовой результативностью // Корпоративные финансы. – 2009. -№ 2.
11. Иностранные инвесторы проявляют интерес к социальной ответственности российских компаний [Электронный ресурс] // Атмосфера. - Режим доступа: http://www.asfera.info/news/economics/2013/02/13/inostrannie\_investori\_proyavlyayut\_interes\_sotsialnoy\_72843.html (дата обращения: 04.05.2017)
12. Исследование корпоративной прозрачности российских компаний [Электронный ресурс] // РРС. - Режим доступа: http://transparency2015.downstream.ru/#/ru (дата обращения: 18.01.2017)
13. Кальницкая П.А. Учебный курс. Корпоративное управление [Электронный ресурс].- Режим доступа: http://e-biblio.ru/xbook/new/xbook301/book/index/index.html?go=part-016 (дата обращения: 18.12.2016)
14. КамАЗ начистят до прозрачности [Электронный ресурс] // Коммерсант. ru. - Режим доступа: http://kommersant.ru/doc/2547839 (дата обращения: 05.05.2017)
15. Коммерсант.ru опубликовал статью М Кузнецова о практической необходимости компаний в прозрачности [Электронный ресурс] // Интегрированная отчетность. — http://ir.org.ru/mass-media/novosti/214-kommersant-ru-opublikoval-statyu-mkuznetsova-o-prakticheskoj-neobkhodimosti-kompanij-v-prozrachnosti (дата обращения: 02.02.2017).
16. Лисицкая Т.С., Самойленко М.Г. Проблемы оценки информационной прозрачности российских компаний // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» - 2016. - Том 8, №3 – С. 13
17. Макаров В. Л. Экономика знаний: уроки для России / Макаров В. Л. // Наука и жизнь. – 2003. - № 5. – С. 21-25.
18. Миндели Л.Э., Пипия Л.К. Концептуальные аспекты формирования экономики знаний / Миндели Л.Э., Пипия Л.К. // Наука и технология. – 2007. – С. 115-138.
19. Найденова Ю.Н. Раскрытие информации, связанной с НИОКР, российскими фармацевтическими компаниями / Найденова Ю.Н. // Корпоративные финансы. – 2015. - № 2 (34).
20. О рынке ценных бумаг федер. закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 03.07.2016) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_10148/1fd8c5ab4657f13029545cd542dd3d01adc9ad51 (дата обращения: 20.01.2017).
21. Об акционерных обществах федер. закон от 24 ноября 1995 № 208 : принят Гос. Думой 24 ноя. 1995 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_8743/ (дата обращения: 22.01.2017).
22. Обзор годовых отчетов за 2015 год [Электронный ресурс] // Рейтинговое агентство Эксперт РА. – Режим доступа: https://raexpert.ru/ docbank/9ba/e80/a63/7e7b3fbe78e71fe4e8c4d63.pdf (13. 02. 2017).
23. Официальный сайт компании «КонсультантПлюс» рынкам [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/ (дата обращения: 04.01.2017)
24. Правительство России [Электронный ресурс]//Режим доступа: http://government.ru/docs/ (дата обращения: 21. 02. 2017).
25. Приватизация НМТП может стать катализатором для ее акций [Электронный ресурс] // Финам. - Режим доступа: https://www.finam.ru/analysis/investorquestion00001/privatizaciya-nmtp-mozhet-stat-katalizatorom-dlya-ee-akciiy-20161202-11100/ (дата обращения: 05.05.2017)
26. Раскрытие информации [Электронный ресурс] // МСФО ФМ. - Режим доступа: http://www.msfofm.ru/library/98-disclosure-of-information (дата обращения: 18.12.2016)
27. Регламент общественного заверения корпоративных нефинансовых отчетов [Электронный ресурс] // Российский союз промышленников и предпринимателей. — Режим доступа: http://xn--o1aabe.xn--p1ai/simplepage/141 (дата обращения: 28.02. 2017).
28. Ружанская Л.С. Раскрытие информации российскими компаниями: результаты эмпирического исследования // Российский журнал менеджмента. – 2010. – Т.8, №3. – с. 35-56.
29. Русс Й., Пайк С., Фернстрём Л.. Интеллектуальный капитал: практика управления / Пер. с англ. Под ред. В. К. Дерманова; С.-Петербург – «Высшая школа менеджмента». – 2007.
30. Рыночная капитализация [Электронный ресурс] // Московская Биржа. - Режим доступа: http://moex.com/a3882 (дата обращения: 02.05.2017)
31. Служба Банка России по финансовым рынкам [Электронный ресурс]. — Режим доступа:https://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp\_management\_study/index.html (дата обращения: 12.01.2017).
32. Стюарт Т.А. Интеллектуальный капитал. Новый источник богатства организаций / Пер. с англ. – М.: Поколение, 2007, с. 31.
33. Таранин А. Правительство изменит законы о корпоративном управлении [Электронный ресурс] / Таранин А. // Ведомости. – 2016. – № 4114. - Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/management/articles/2016/07/12/648836-zakoni-korporativnom-upravlenii (дата обращения: 15. 03. 2017).
34. Таранин А. Что изменилось в практике корпоративного управления в России [Электронный ресурс] / Таранин А. // Ведомости. – 2015. – № 3947. - Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/management/articles/2015/10/27/614447-izmenilos-korporativnogo-upravleniya (дата обращения: 15. 03. 2017).
35. Участники конкурса [Электронный ресурс] // Конкурс годовых отчетов. - Режим доступа: https://konkurs.moex.com/ru/participants.aspx?cn=212&cy=2015&p=1774
36. Финансовой отчетности недостаточно [Электронный ресурс] // официальный сайт НИУ ВШЭ – Режим доступа: https://spb.hse.ru/news/191637069.html (дата обращения: 13.03.2017).
37. Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.e-disclosure.ru (дата обращения: 27.02.2017).
38. Что происходит с нефинансовой отчетностью российских компаний? [Электронный ресурс] // Социальная ответственность бизнеса. - Режим доступа: https://soc-otvet.ru/chto-proishodit-s-nefinansovoj-otchetnostyu-rossijskih-kompanij/
39. Abdolmohammadi M. J. Intellectual capital disclosure and market capitalization // Journal of Intellectual Capital. – 2005. - Vol. 6, Iss 3. - pp. 397 – 416.
40. Abeysekera I. The project of intellectual capital disclosure: researching the research // Journal of Intellectual Capital. - Vol. 7, Iss 1. -p. 61 – 77.
41. Abeysekera I. The relation of intellectual capital disclosure strategies and market value in two political settings // Journal of Intellectual Capital. – 2011. -№ 12 (2). – р. 319-338.
42. Abeysekera I., James Guthrie J. An empirical investigation of annual reporting trends of intellectual capital in Sri Lanka // Critical Perspectives on Accounting. -2005. -№16. –р. 151–163.
43. Abeysekera, I and Guthrie, J, How is intellectual capital being reported in a developing nation? Research in Accounting in Emerging Economies // Accounting and Accountability in emerging and transition economies. – 2004. – p. 149-169.
44. Abeysekera, I, Intellectual capital disclosure trends: Singapore and Sri Lanka // Journal of Intellectual Capital. – 2008. - Vol. 9. – p. 4723-737.
45. Abhayawansa S, Guthrie J. Drivers and semantic properties of intellectual capital information in sell-side analysts’ reports // Journal of Accounting and Organizational Change. – 2016. - Vol. 12, Iss 4. - p. 434 – 471.
46. An Yi, Davey H., Eggleton C., Wang Z. Intellectual capital disclosure and the information gap: Evidence from China // Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting. – 2015. – 179-187.
47. Anam A. H. Effects of intellectual capital information disclosed in annual reports on market capitalizationEvidence from Bursa Malaysia // Journal of Human Resource Costing and Accounting. – 2011. -Vol. 15, Iss 2. - pp. 85 – 101.
48. Andreeva Т., Garanina Т. Intellectual Capital and Its Impact on the Financial Performance of Russian Manufacturing Companies // Foresight and STI Governance. – 2016. - vol. 11. № 1, p. 31–40.
49. Beattie V., Thomson S. J. Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures // Accounting Forum. -2007. – P.129–163.
50. Bontis N. Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models Decision. – 1998. - Vol. 36 Iss 2 pp. 63 – 76.
51. Bozzolan S. R. Italian annual intellectual capital disclosure // Journal of Intellectual Capital. -2003. - Vol. 4, Iss 4. - pp. 543 – 558.
52. Brennan N. Reporting intellectual capital in annual reports: evidence from Ireland // Accounting Auditing & Accountability Journal. – 2001. - Vol. 14, Iss 4. - pp. 423 – 436.
53. Brennan N., Connell B. Intellectual capital : current issues and policy implications // Journal of Intellectual Capital. -2000. – Vol 3(1). – p. 206-240.
54. Bruggen A., Vergauwen P., Dao M., Determinants of intellectual capital disclosure: evidence from Australia // Management Decision. – 2009. - Vol. 47, No. 2. - p. 233-245.
55. Chen S., Cheng H. An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms’ market value and financial performance // Journal of Intellectual Capital. – 2005. -Vol. 6, Iss 2. - p. 159 – 176.
56. Classification of manufacturing industries into categories based on R&D intensities // OECD Directorate for Science, Technology and Industry. - 2011.
57. Dashti J., Aleemi A. R., Tariq M. Effects of intellectual capital information disclosure on market capitalization: Evidence from Pakistan // City University Research Journal. – 2016. – Vol. 06. - № 01. – p. 191-203.
58. Daum J.H. Intangible Assets / Daum J.H. - Galileo Press Gmbh. - 2002. – p. 152-154
59. Davey Q. Intellectual capital disclosure by Chinese and Indian information technology companies A comparative analysis // Journal of Intellectual Capital. 2016. - Vol. 17. – p. 507-529.
60. Dumay J. Grand theories as barriers to using IC concepts // Journal of Intellectual Capital. – 2012. - Vol. 13, Iss 1 pp. 4 – 15.
61. Dumay J., A critical reflection on the future of intellectual capital: from reporting to disclosure // Journal of Intellectual Capital, – 2016. - Vol. 17, Iss 1 - p. 168 – 184.
62. Dumay J., Garanina T. Intellectual capital research: А critical examination of the third stage // Journal of Intellectual Capital. – 2013. -Vol. 14. № 1. – p. 10–25.
63. Edvinsson, L., Malone, M. S. Intellectual Capital: Realizing Your Company’s True Value by Finding Its Hidden Brainpower // New York: Harper Business. – 1997.
64. Garanina T., Dumay J. Forward-looking intellectual capital disclosure in IPOs Implications for intellectual capital and integrated reporting // Journal of Intellectual Capital. – 2017. - Vol. 18, Iss.1. - p. 128 – 148.
65. García-Meca E. Bridging the gap between disclosure and use of intellectual capital Information // Journal of Intellectual Capital. – 2005. - Vol. 6, Iss 3. - pp. 427 – 440.
66. García-Meca E., Martínez I. The use of intellectual capital information in investment decisions: An empirical study using analyst reports // The International Journal of Accounting – 2007. - № 42. – p. 57-81.
67. Global Investor Opinion Survey: Key Findings [Электронный ресурс] // McKinsey and Company, July 2002. - Режим доступа: http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf (дата обращения: 21.12.2016)
68. Gupta U., Azzopardi J. The Five Cs of Intellectual Capital: Two Additional Dimensions of Assessment Proceedings of the International Conference on Intellectual Capital, Knowledge Management and Organizational Learning / Gupta U., Azzopardi J. // Conference paper. – 2013. - p.182-186.
69. Jing Li , Pike R// Management., Haniffa R. Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms // Accounting and Business Research. – 2008. – p. 137-159
70. Melloni G. Intellectual capital disclosure in integrated reporting: an impression management analysis // Journal of Intellectual Capital. - Vol. 16, Iss 3. - p. 661 – 680.
71. Orens R., Lybaert N. Does the financial analysts' usage of non-financial information influence the analysts' forecast accuracy? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst // The International Journal of Accounting – 2007. - № 42. – p. 237–271.
72. Orens R., Lybaert N. Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value // Management Decision – 2009. - Vol. 47, Iss 10. - pp. 1536 – 1554.
73. Petty R., Guthrie J. Intellectual Capital Literature Review: Measurement, Reporting and Management // Journal of Intellectual Capital. – 2000. - vol. 1, no. 2. - pp. 155-176.
74. Powell WW, Snellman K., The Knowledge Economy // Annual Review of Sociology – 2004. – 218p.
75. Singh J- Van der Zahn L.W. Intellectual capital prospectus disclosure and postissue stock performance // Journal of Intellectual Capital. – 2009. - Vol. 10, Iss 3. - pp. 425 – 450.
76. Singh J.-L.W. Van der Zahn L.W., Does intellectual capital disclosure reduce an IPO's cost of capital? The case of underpricing // Journal of Intellectual Capital. – 2007. - Vol. 8, Iss. - pp. 494 – 516.
77. Striukova L, Unerman J., Guthrie J. Corporate reporting of intellectual capital: Evidence from UK companies // The British Accounting Review. – 2008. - № 40.- р.297 – 313.
78. The knowledge-based economy. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.oecd.org/sti/sci-tech/1913021.pdf (дата обращения: 06. 01. 2017).
79. Williams S.M., Is intellectual capital performance and disclosure practices related? // Journal of Intellectual Capital. – 2001. -Vol. 2, Iss 3. - p. 192 – 203.

# Приложение 1. Элементы добровольного раскрытия информации об интеллектуальном капитале

*Таблица 14*

**Элементы раскрытия информации о структурном капитале\***

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|   | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | Среднее  |
| Информация об инвестициях в информационные технологии | 38,9% | 37,0% | 25,9% | 24,1% | 31,5% |
| Описание существующих информационных систем | 20,4% | 18,5% | 22,2% | 18,5% | 19,9% |
| Программное обеспечение | 29,6% | 33,3% | 33,3% | 27,8% | 31,0% |
| Расходы на информационные технологии | 0,0% | 3,7% | 3,7% | 1,9% | 2,3% |
| Описание интеллектуального оборудования/его возможности | 11,1% | 13,0% | 9,3% | 3,7% | 9,3% |
| Описание процесса коммуникаций в компании | 51,9% | 48,1% | 37,0% | 35,2% | 43,1% |
| Оценка сбоев внутренних процессов | 40,7% | 44,4% | 37,0% | 42,6% | 41,2% |
| Организационная структура | 57,4% | 53,7% | 57,4% | 50,0% | 54,6% |
| Описание деятельности в области исследований и разработок | 72,2% | 74,1% | 77,8% | 75,9% | 75,0% |
| Расходы на исследования и разработки | 37,0% | 35,2% | 22,2% | 22,2% | 29,2% |
| Отношение расходов на исследования к выручке | 9,3% | 7,4% | 3,7% | 0,0% | 5,1% |
| Исследования в области развития и разработки продуктов | 64,8% | 64,8% | 55,6% | 51,9% | 59,3% |
| Будущие планы по исследованиям и разработкам | 50,0% | 46,3% | 38,9% | 31,5% | 41,7% |
| Информация по существующим патентам, лицензиям | 46,3% | 46,3% | 42,6% | 33,3% | 42,1% |
| Информация по возможным будущим патентам, лицензиям | 14,8% | 14,8% | 11,1% | 3,7% | 11,1% |
| Количество патентов, лицензий | 14,8% | 18,5% | 11,1% | 14,8% | 14,8% |
| НИОКР в области разработки технологий производства и оборудования | 68,5% | 68,5% | 64,8% | 59,3% | 65,3% |
| Комментарии по качеству продукции | 70,4% | 72,2% | 64,8% | 53,7% | 65,3% |
| Корпоративная культура | 72,2% | 66,7% | 40,7% | 40,7% | 55,1% |
| Информация о корпоративной социальной ответственности фирмы | 72,2% | 70,4% | 64,8% | 64,8% | 68,1% |
| Лучшие практики, передовой опыт | 29,6% | 24,1% | 22,2% | 20,4% | 24,1% |
| Политика в области экологии | 85,2% | 83,3% | 83,3% | 83,3% | 83,8% |

\*в таблице представлен процент компаний выборки, раскрывающих соответственную информацию

[Источник: составлено автором]

*Таблица 15*

**Элементы раскрытия информации о человеческом капитале**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|   | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | Среднее  |
| Разбивка сотрудников по возрасту | 33,3% | 31,5% | 24,1% | 20,4% | 27,3% |
| Разбивка сотрудников по гендерному признаку | 20,4% | 16,7% | 9,3% | 11,1% | 14,4% |
| Разбивка сотрудников по департаментам/отделам | 27,8% | 24,1% | 24,1% | 24,1% | 25,0% |
| Разбивка сотрудников по уровню образования | 24,1% | 22,2% | 22,2% | 20,4% | 22,2% |
| Текучесть кадров | 38,9% | 35,2% | 24,1% | 22,2% | 30,1% |
| Комментарии по поводу изменения числа сотрудников | 38,9% | 33,3% | 46,3% | 38,9% | 39,4% |
| Информация о здоровье и безопасности сотрудников | 75,9% | 74,1% | 70,4% | 66,7% | 71,8% |
| Упоминание об обучении сотрудников/о тренингах | 83,3% | 79,6% | 87,0% | 74,1% | 81,0% |
| Описание программ обучения | 44,4% | 42,6% | 38,9% | 31,5% | 39,4% |
| Расходы на тренинги и обучение | 22,2% | 31,5% | 25,9% | 22,2% | 25,5% |
| Общие расходы на персонал в расчете на одного сотрудника | 1,9% | 11,1% | 5,6% | 5,6% | 6,0% |
| Рекрутинговая политика компании | 59,3% | 57,4% | 64,8% | 53,7% | 58,8% |
| Упоминание о кадровом отделе или его функциях | 55,6% | 48,1% | 64,8% | 46,3% | 53,7% |
| Возможности ротации у сотрудников | 22,2% | 25,9% | 24,1% | 13,0% | 21,3% |
| Возможности карьерного роста | 46,3% | 46,3% | 50,0% | 38,9% | 45,4% |
| Система вознаграждения и стимулирования сотрудников | 75,9% | 70,4% | 70,4% | 53,7% | 67,6% |
| Пенсии | 38,9% | 42,6% | 37,0% | 33,3% | 38,0% |
| Страхование сотрудников | 46,3% | 51,9% | 37,0% | 35,2% | 42,6% |
| Добавленная стоимость сотрудником | 7,4% | 16,7% | 18,5% | 13,0% | 13,9% |
| Иерархия сотрудников | 25,9% | 35,2% | 31,5% | 22,2% | 28,7% |
| Уровень абсентеизма | 1,9% | 3,7% | 0,0% | 0,0% | 1,4% |
| Описание социальных программ для сотрудников | 70,4% | 74,1% | 77,8% | 68,5% | 72,7% |
| Корпоративный университет/ учебный центр | 44,4% | 46,3% | 50,0% | 37,0% | 44,4% |
| Средняя заработная плата | 33,3% | 35,2% | 33,3% | 35,2% | 34,3% |

[Источник: составлено автором]

*Таблица 16*

**Элементы раскрытия информации об отношенческом капитале**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|   | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | Среднее  |
| Число покупателей | 9,3% | 11,1% | 13,0% | 13,0% | 11,6% |
| Разбивка продаж по клиентам | 66,7% | 70,4% | 68,5% | 66,7% | 68,1% |
| Разбивка годовых продаж по продуктам | 81,5% | 83,3% | 79,6% | 74,1% | 79,6% |
| Ключевые клиенты | 44,4% | 48,1% | 53,7% | 46,3% | 48,1% |
| Описание взаимоотношений с клиентами | 51,9% | 46,3% | 48,1% | 44,4% | 47,7% |
| Тренинги для клиентов | 7,4% | 3,7% | 3,7% | 3,7% | 4,6% |
| Рыночная доля по стране, сегменту, продукту | 77,8% | 79,6% | 72,2% | 74,1% | 75,9% |
| Описание категорий товаров или самих товаров | 96,3% | 96,3% | 94,4% | 90,7% | 94,4% |
| Рыночная доля в абсолютных показателях | 40,7% | 46,3% | 57,4% | 42,6% | 46,8% |
| Средний размер покупки клиентом | 3,7% | 5,6% | 7,4% | 3,7% | 5,1% |
| Комментарии по имиджу и бренду | 51,9% | 53,7% | 48,1% | 44,4% | 49,5% |
| Информация о стратегических альянсах фирмы | 70,4% | 75,9% | 64,8% | 50,0% | 65,3% |
| Участие в жизни общества | 63,0% | 51,9% | 50,0% | 46,3% | 52,8% |
| Утилизация/переработка | 50,0% | 55,6% | 46,3% | 46,3% | 49,5% |
| Инвестиции в окружающую среду | 66,7% | 59,3% | 48,1% | 50,0% | 56,0% |
| Участие в профессиональных выставках | 57,4% | 53,7% | 44,4% | 48,1% | 50,9% |
| Благотворительные программы, фонды | 77,8% | 72,2% | 70,4% | 63,0% | 70,8% |
| Успешность альянсов | 31,5% | 37,0% | 40,7% | 29,6% | 34,7% |
| Награды, премии | 48,1% | 44,4% | 38,9% | 35,2% | 41,7% |
| Описание сети поставщиков и дистрибьютеров | 50,0% | 61,1% | 57,4% | 48,1% | 54,2% |

[Источник: составлено автором]

# Приложение 2. Тестирование моделей

Приложение 2.1. Проверка переменных на наличие парной корреляции в модели с рыночной капитализацией.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| - | InMCap | InTA | Lev | ROA | ICD | HC | SC | RC |
| InMCap | 1,000 | - | - | - | - | - | - | - |
| InTA | 0,817 | 1,000 | - | - | - | - | - | - |
| Lev | -0,073 | -0,420 | 1,000 | - | - | - | - | - |
| ROA | 0,343 | 0,023 | -0,056 | 1,000 | - | - | - | - |
| ICD | 0,347 | 0,527 | 0,087 | -0,185 | 1,000 | - | - | - |
| HC | 0,227 | 0,385 | 0,057 | -0,202 | 0,902 | 1,000 | - | - |
| SC | 0,420 | 0,598 | 0,090 | -0,128 | 0,906 | 0,709 | 1,000 | - |
| RC | 0,306 | 0,458 | 0,093 | -0,168 | 0,901 | 0,705 | 0,759 | 1,000 |

Приложение 2.2. Проверка переменных на наличие парной корреляции в модели с коэффициентом Тобина.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| - | Tobin | InTA | Lev | ROA | ICD | HC | SC | RC |
| Tobin | 1,000 | - | - | - | - | - | - | - |
| InTA | -0,030 | 1,000 | - | - | - | - | - | - |
| Lev | 0,386 | -0,043 | 1,000 | - | - | - | - | - |
| ROA | 0,543 | 0,033 | -0,060 | 1,000 | - | - | - | - |
| ICD | 0,060 | 0,534 | 0,085 | -0,172 | 1,000 | - | - | - |
| HC | 0,085 | 0,393 | 0,054 | -0,182 | 0,901 | 1,000 | - | - |
| SC | 0,008 | 0,608 | 0,088 | -0,110 | 0,904 | 0,703 | 1,000 | - |
| RC | 0,082 | 0,457 | 0,092 | -0,171 | 0,904 | 0,708 | 0,761 | 1,000 |

Приложение 2.3. Результаты регрессионного анализа для модели с рыночной капитализацией (базовая модель)



Приложение 2.4. Результаты регрессионного анализа для модели с рыночной капитализацией (общий индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале)



Приложение 2.5. Результаты регрессионного анализа для модели с рыночной капитализацией (индекс раскрытия информации о человеческом капитале)



Приложение 2.6. Результаты регрессионного анализа для модели с рыночной капитализацией (индекс раскрытия информации о структурном капитале)



Приложение 2.7. Результаты регрессионного анализа для модели с рыночной капитализацией (индекс раскрытия информации об отношенческом капитале)



Приложение 2.8. Результаты регрессионного анализа для модели с рыночной капитализацией (кросс-переменная)



Приложение 2.9. Результаты регрессионного анализа для модели с коэффициентом Тобина (базовая модель)



Приложение 2.10. Результаты регрессионного анализа для модели с коэффициентом Тобина (общий индекс раскрытия информации об интеллектуальном капитале)



Приложение 2.11. Результаты регрессионного анализа для модели с коэффициентом Тобина (индекс раскрытия информации о человеческом капитале)



Приложение 2.12. Результаты регрессионного анализа для модели с коэффициентом Тобина (индекс раскрытия информации о структурном капитале)



Приложение 2.13. Результаты регрессионного анализа для модели с коэффициентом Тобина (индекс раскрытия информации об отношенческом капитале)



Приложение 2.14. Результаты регрессионного анализа для модели с коэффициентом Тобина (кросс-переменная)



# Приложение 3. Элементы отчетности GRI

Элементы отчетности стандарта GRI G4



[Источник: Руководство по отчетности в области устойчивого развития G4, 2013]

1. Финансовой отчетности недостаточно [Электронный ресурс] // официальный сайт НИУ ВШЭ – Режим доступа: https://spb.hse.ru/news/191637069.html (дата обращения: 13.03.2017). [↑](#footnote-ref-1)
2. Служба Банка России по финансовым рынкам [Электронный ресурс]. — Режим доступа:https://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp\_management\_study/index.html (дата обращения: 12.01.2017). [↑](#footnote-ref-2)
3. О рынке ценных бумаг федер. закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 03.07.2016) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_10148/1fd8c5ab4657f13029545cd542dd3d01adc9ad51 (дата обращения: 20.01.2017). [↑](#footnote-ref-3)
4. В результате махинаций с данными учета генеральный директор телекоммуникационной компании WorldCom Б. Эбберс исказил отчетность на сумму в 11 млрд долл [↑](#footnote-ref-4)
5. Раскрытие информации [Электронный ресурс] // МСФО ФМ. - Режим доступа: http://www.msfofm.ru/library/98-disclosure-of-information (дата обращения: 18.12.2016) [↑](#footnote-ref-5)
6. Global Investor Opinion Survey: Key Findings [Электронный ресурс] // McKinsey and Company, July 2002. - Режим доступа: http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf (дата обращения: 21.12.2016) [↑](#footnote-ref-6)
7. В 2014 году был опубликован отчет нового поколения – GRI G4 [↑](#footnote-ref-7)
8. Обзор годовых отчетов за 2015 год [Электронный ресурс] // Рейтинговое агентство Эксперт РА. – Режим доступа: https://raexpert.ru/ docbank/9ba/e80/a63/7e7b3fbe78e71fe4e8c4d63.pdf (13. 02. 2017). [↑](#footnote-ref-8)
9. Коммерсант.ru опубликовал статью М Кузнецова о практической необходимости компаний в прозрачности [Электронный ресурс] // Интегрированная отчетность. — http://ir.org.ru/mass-media/novosti/214-kommersant-ru-opublikoval-statyu-mkuznetsova-o-prakticheskoj-neobkhodimosti-kompanij-v-prozrachnosti (дата обращения: 02.02.2017). [↑](#footnote-ref-9)
10. Прозрачность компаний не этический выбор, а практическая необходимость Электронный ресурс] // НАКД. - http://www.corpdir.ru/jurnal/read/Prozrachnost-kompanii-ne-eticheskii-vibor-a-prakticheskaya-neobhodimost.html (дата обращения: 03.02.2017). [↑](#footnote-ref-10)
11. Там же [↑](#footnote-ref-11)
12. Правительство России [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://government.ru/docs/ (дата обращения: 21. 02. 2017). [↑](#footnote-ref-12)
13. Интеллектуальный коэффициент добавленной стоимости, один из 42 методов оценки ИК. Включает в себя эффективность использования компанией человеческого, структурного и физического капиталов. [↑](#footnote-ref-13)
14. В 22 компаниях взаимодействие с заинтересованными сторонами осуществляется на основании нормативных документов, а в 8 компаниях в корпоративные структуры внедрены Комиссии заинтересованных сторон. [↑](#footnote-ref-14)
15. Регламент общественного заверения корпоративных нефинансовых отчетов [Электронный ресурс] // Российский союз промышленников и предпринимателей. — Режим доступа: http://xn--o1aabe.xn--p1ai/simplepage/141 (дата обращения: 28.02. 2017). [↑](#footnote-ref-15)
16. Сингапур характеризуется нехваткой природных ресурсов, а потому экономика основана на производственных отраслях и сфере услуг с высокой потребностью в ИК [↑](#footnote-ref-16)
17. Исследование корпоративной прозрачности российских компаний [Электронный ресурс] // РРС. - Режим доступа: http://transparency2015.downstream.ru/#/ru (дата обращения: 18.01.2017) [↑](#footnote-ref-17)
18. В России присутствует острая нехватка летного состава [Электронный ресурс] //AKAVIA.RU. – Режим доступа: http://akavia.ru/v-rossii-prisutstvuet-ostraya-nehvatka-letnogo-sostava/ (дата обращения: 03.04.2017) [↑](#footnote-ref-18)
19. Отчеты об устойчивом развитии и корпоративной социальной ответственности [↑](#footnote-ref-19)
20. Рыночная капитализация [Электронный ресурс] // Московская Биржа. - Режим доступа: http://moex.com/a3882 (дата обращения: 02.05.2017) [↑](#footnote-ref-20)
21. Участники конкурса [Электронный ресурс] // Конкурс годовых отчетов. - Режим доступа: https://konkurs.moex.com/ru/participants.aspx?cn=212&cy=2015&p=1774 [↑](#footnote-ref-21)
22. Иностранные инвесторы проявляют интерес к социальной ответственности российских компаний [Электронный ресурс] // Атмосфера. - Режим доступа: http://www.asfera.info/news/economics/2013/02/13/inostrannie\_investori\_proyavlyayut\_interes\_sotsialnoy\_72843.html (дата обращения: 04.05.2017) [↑](#footnote-ref-22)
23. Рыночная капитализация [Электронный ресурс] // Московская Биржа. - Режим доступа: http://moex.com/a3882 (дата обращения: 04.05.2017) [↑](#footnote-ref-23)
24. Акции "КамАЗа" взлетели на новости о союзе с "МАЗом" [Электронный ресурс] // Вести Экономика. - Режим доступа: www.vestifinance.ru/articles/23708 (дата обращения: 05.05.2017) [↑](#footnote-ref-24)
25. КамАЗ начистят до прозрачности [Электронный ресурс] // Коммерсант. ru. - Режим доступа: http://kommersant.ru/doc/2547839 (дата обращения: 05.05.2017) [↑](#footnote-ref-25)
26. Приватизация НМТП может стать катализатором для ее акций [Электронный ресурс] // Финам. - Режим доступа: https://www.finam.ru/analysis/investorquestion00001/privatizaciya-nmtp-mozhet-stat-katalizatorom-dlya-ee-akciiy-20161202-11100/ (дата обращения: 05.05.2017) [↑](#footnote-ref-26)