DOI: 10.17117/na.2016.06.01.152

<http://ucom.ru/doc/na.2016.06.01.152.pdf>

Поступила (Received): 24.06.2016

Михайлов А.М., Салмина Д.Ф., Кузнецов К.В. Интеллектуальный капитал и его влияние на развитие фондового рынка

Mikhailov A.M., Salmina D.F., Kuznetsov K.V.
Intellectual capital and its influence on the
development of the stock market

В статье рассматриваются важность интеллектуального капитала для становления фондового рынка и формирования стоимости акций компании. Проводится анализ основных факторов, одним из которых является интеллектуальный капитал, влияющие на динамику фондового рынка

Ключевые слова: интеллектуальный капитал, акции, фондовый рынок, стоимость компании, нематериальные активы

The article discusses the importance of intellectual capital for the development of the stock market and the formation of the cost of the company's shares. The analysis of the main factors, one of which is intellectual capital, influencing the dynamics of the stock market

Key words: intellectual capital, stocks, stock market, the value of intangible assets

Михайлов Александр Михайлович

Доктор экономических наук, профессор
Самарский государственный экономический университет
г. Самара, ул. Советской Армии, 141

Mikhailov Alexander Mikhailovich

Doctor of Economic Sciences, Professor
Samara state university of economics
Samara, Soviet Army st., 141

Салмина Дарья Федоровна

Бакалавр
Самарский государственный экономический университет
г. Самара, ул. Советской Армии, 141

Salmina Daria Fyodorovna

Bachelor
Samara state university of economics
Samara, Soviet Army st., 141

Кузнецов Кирилл Вячеславович

Бакалавр
Самарский государственный экономический университет
г. Самара, ул. Советской Армии, 141

Kuznetsov Kirill Viacheslavovich

Bachelor
Samara state university of economics
Samara, Soviet Army st., 141

В настоящий момент современная экономика находится на очень непростом этапе развития. Возникающие кризисные явления оказывают воздействие на все стороны экономической жизни, как отдельной страны, так и мира в целом. Таким образом, изменения затронули и фондовые рынки.

Фондовый рынок большинством воспринимается как индикатор или «предсказатель» будущего состояния экономики. Это не лишено оснований.

Традиционная модель оценки акций предполагает, что цены акций отражают ожидания относительно будущего состояния экономики (цена акции это приведённая стоимость будущих потоков платежей компании), таким образом, фондовый индекс, как совокупность бумаг, тоже служит опережающим индикатором состояния экономики. Однако, существует и обратная точка зрения, которая заключается в том, что фондовый индекс скорее запаздывающий индикатор, нежели синхронный или опережающий. Ярким примером служит рост экономики США в 1987 году и одновременный обвал фондовых индексов, восстановление которых началось спустя несколько месяцев. Другой причиной скептицизма служит необъективное восприятие инвесторами будущих потоков платежей: во многих случаях человеческий фактор мешает адекватно оценить реальное состояние вещей, поэтому цены на акции часто отклоняются от «реальной» экономики.

Теоретическое доказательство того факта, что фондовый рынок опережает экономику сформулировали в своей модели Брэили и Маэрс в 1988 году. Согласно этой модели, цены на акции равны приведённой стоимости ожидаемых будущих прибылей компании. Если ожидается, что прибыль компании вырастет, данный факт непременно отразится в котировках акций данной компании. И наоборот, если инвесторы ожидают, что прибыль компании в будущем упадёт, цена на акции данной компании тоже упадёт. Так как прибыль компании напрямую связана с экономической конъюнктурой, цены на акции будут зависеть от ожиданий относительно будущего экономики [1]. Можно заметить, что эмпирические данные неоднозначны, но в большинстве случаев, индекс действительно предсказывает надвигающуюся рецессию. Среди развитых стран эта взаимосвязь прослеживается чётче. Среди развивающихся стран данные разнятся, причиной этому может служить низкое отношение рыночной капитализации к ВВП. Дарем считает, что теснота связи между фондовым рынком и экономикой зависит от таких показателей как: ВВП на душу населения, уровень кредитного риска страны и уровень правового развития. С первым и третьим показателем положительная корреляция, со вторым – отрицательная [2].

Проблема выявления факторов, влияющих на фондовые индексы, неоднократно поднималась в исследованиях зарубежных специалистов. Фёдорова и Назарова в своём исследовании [3] объединяют экономические факторы в блоки и выбирают по одному, максимум два важных параметра из каждого блока. Воспользуемся данной методикой (см. рис. 1).

В современных российских условиях наблюдаются периодический рост или падение фондового рынка. В связи с этим инвесторы изучают как общую конъюнктуру рынка, чтобы определить общеэкономические предпосылки движения рынка, так и финансово-хозяйственную деятельность отдельных предприятий (в целях реформирования сбалансированного портфеля ценных бумаг с учетом желаемого уровня дохода и приемлемого риска). Отметим, что для этого уже недостаточно традиционных подходов к оценке стоимости компании, поскольку все чаще ее ценность (в конечном итоге и стоимость) составляют не физические активы, а накопленный интеллектуальный капитал.

Рис. 1. Факторы, влияющие на динамику фондового индекса

Согласно теории фундаментального анализа, рыночная цена акций колеблется и произвольно отклоняется от ее внутренней стоимости, но средние значения фактической цены акций и внутренней стоимости за длительный период времени должны быть близки. В соответствии с теорией внутренней стоимости стоимость акций определяется исходя из имущества, прибыли компании, дивидендов, которые она выплачивает, качества управления компанией и дальнейших перспектив и/или колеблется вокруг нее под влиянием различных факторов. При этом предполагается, что рынок эффективен, однако в современных условиях это маловероятно.

Таким образом, рыночная стоимость компании образуется не только за счет ее бухгалтерской стоимости и ожиданий относительно ее будущего роста. Предполагается, что оказывают влияние также нематериальные активы компании, ее интеллектуальный капитал, которые в рамках фундаментального анализа учитываются в недостаточной степени. Так, например, рыночная стоимость компании Apple (524,2 млрд долл.) превышает капитализацию не только компаний технологичной отрасли (Microsoft, Google, IBM), но и нефтяных и производственных «гигантов» типа ExxonMobile, Coca-Cola, Unilever.

Разница в стоимости, определяемая участниками фондового рынка как изменение ценности нематериальных активов предприятия, постоянно увеличивалась.

В рамках данной статьи под термином «интеллектуальный капитал» мы будем понимать вид ресурса, имеющий неосязаемую физическую форму и увеличивающий стоимость компании в результате его долгосрочного использования.

Накопление опыта и знаний об интеллектуальном капитале к началу текущего десятилетия определяет общие подходы и единую структуризацию интеллектуальных активов. Изучение теорий интеллектуального капитала Л.

Эдвинссона, Т. Стюарта, К.-Э. Свейби, Э. Брукинг и др. позволяет определить следующее:

1. Интеллектуальный капитал – соединение человеческого капитала со структурным, оказывающее положительный мультипликативный эффект на создание стоимости.

2. Человеческий капитал – сумма знаний всех сотрудников банка, их совокупная профессиональная компетентность, способность формировать взаимоотношения и создавать стоимость.

3. Структурный капитал – это инфраструктура для реализации человеческого капитала. Она состоит из рецептов решений, основанных на знаниях, созданных одними сотрудниками, которые могут использоваться и другими сотрудниками. Структурный капитал делится на клиентский и организационный капитал.

4. Клиентский капитал – капитал взаимоотношений с клиентами – участие в бизнесе клиентов, определяющее возможность получать часть прибыли клиентов.

5. Организационный капитал – системы, бизнес-процессы, организационные возможности для реализации способности к созданию стоимости [4].

В настоящее время все больший вклад в создание ВВП и рост экономики вносят компании, в которых удельный вес интеллектуального капитала в создании конечного продукта превышает материальные издержки.

В отличие от физических активов интеллектуальный капитал практически невозможно скопировать или повторить – он является уникальным, что может давать значительные конкурентные преимущества и увеличивать прибыль; такой капитал, следовательно, больше ценится. В современном мире наибольшую капитализацию на рынке имеют компании, у которых соотношение активов физический/интеллектуальный капитал смещено в сторону последнего. Таким образом, среди предложений по совершенствованию метода оценки компаний можно назвать включение интеллектуального капитала как фактора в фундаментальный анализ.

У. Баффет выделяет две причины, по которым покупка акций при наличии существенных расхождений между их ценой и стоимостью имеет смысл. Первая: выкуп акций в большем объеме по ценам, значительно более низким, чем внутренняя стоимость акции, сразу корректирует эту стоимость в нужном направлении. Вторая: осуществляя обратный выкуп, когда рыночная стоимость компании значительно ниже стоимости бизнеса, руководство недвусмысленно демонстрирует, что оно склонно, скорее, к действиям, которые расширяют управленческие полномочия, но ничего не делает для акционеров. Видя это, акционеры и потенциальные акционеры ожидают большего дохода в будущем от деятельности компании. Этот пересмотр в сторону повышения, в свою очередь, делает рыночные цены соизмеримыми с внутренней стоимостью компании. Следовательно предполагается обоснованное включение интеллектуального капитала как фактора при проведении фундаментального анализа. Когда оценка интеллектуального капитала включена в рыночную стоимость компании, то качество

прогноза развития данной фирмы улучшается, что сокращает асимметрию информации и таким образом риск неблагоприятного выбора.

Таким образом, использование фактора интеллектуального капитала в некоторой степени позволит отразить не только за счет каких активов компании складывается внутренняя стоимость ее акций, как это происходит при проведении фундаментального анализа, но и посредством какого взаимодействия. Образно говоря, включение интеллектуального капитала, возможно, позволит увидеть не только объект, генерирующий доход, но и субъект. Среди отличительных черт интеллектуального капитала можно выделить следующие:

- неосвязаемость, так как эти ресурсы формируют основу потенциального конкурентного преимущества, но лишь немногие из них отражаются в официальных документах. Кроме того, «знания и творческие способности людей нельзя потрогать, имидж компании невозможно пощупать, а моральные ценности нельзя увидеть»;

- значительный срок окупаемости инвестиций, предполагающий, что отдача от вложенных инвестиций происходит не сразу, а через продолжительный промежуток времени;

- эффект с ненулевой суммой: в отличие от традиционных активов, представленных в отчетах, потоки, связанные с интеллектуальным капиталом, не обязательно прибавляют к нулю, поскольку они связаны с денежными потоками от использования материальных активов;

- долгосрочность использования, связанная с отсутствием физического износа и начислением амортизации;

- действие закона возрастающей предельной отдачи, предполагающего, что чем больше используется интеллектуальный капитал, тем большую ценность он генерирует (возрастающие доходы объясняются возникновением положительной обратной связи и сетевыми эффектами);

- уникальность и отчасти неповторимость, связанная с талантом и личностными качествами.

Следовательно, интеллектуальный капитал является уникальным ресурсом с определенными характеристиками, который, как правило, невозможно повторить, что в конечном счете и добавляет ценность компании, обладающей им [5].

Проводя фундаментальный анализ, аналитики делают прогнозы относительно объемов ВВП, объема продаж и уровня доходов в ряде отраслей. В итоге данные ожидания превращаются в ожидания относительно доходности отдельных бумаг. Например, если оценку величины доходов фирмы в расчете на одну акцию для следующего года умножить на прогнозируемое соотношение «цена-доход», то можно оценить ожидаемую цену акции фирмы в следующем году, что, в свою очередь, позволяет спрогнозировать ожидаемую доходность. При этом оценивается вероятность наступления того или иного события, поскольку неопределенность может оказывать значительное влияние на уровень риска и ожидаемую доходность. Могут прогнозироваться несколько сценариев развития экономики с учетом вероятности их наступления.

При проведении фундаментального анализа на уровне компаний изучаются финансовые отчеты компаний как результат функционирования последних. Однако в силу свободы в вопросах учета (например, метод амортизации активов) данные по компаниям в отчетах могут быть несопоставимы. Нередко для решения этой проблемы прибегают к анализу коэффициентов, которые можно использовать по-разному. Некоторые аналитики сравнивают коэффициенты компании с коэффициентами «средней» фирмы той же отрасли, чтобы обнаружить отличия, которые могут стать предметом дальнейшего рассмотрения. Другие анализируют динамику коэффициентов компании по времени, полагая, что это поможет им дать прогноз будущих изменений.

Инвесторов прежде всего интересует, имеются ли на рынке акции компаний, чья внутренняя стоимость превышает цену акций на фондовом рынке, поскольку такие акции считаются недооцененными и имеют потенциал роста.

Внутренняя стоимость компании представляет собой текущую стоимость ожидаемых будущих потоков наличности компании, дисконтированную с учетом требуемой нормой прибыли.

Делая выводы, отметим, что интеллектуальный капитал тесно связан с функционированием компании, поскольку охватывает ее внутреннюю и внешнюю среду. Он является тем уникальным ресурсом, который добавляет ценность и стоимость компании. Следовательно, инвесторы при принятии решений не могут обойти его вниманием. Однако в настоящее время традиционные подходы к оценке ценных бумаг не учитывают этот фактор. Соответственно, стоимость интеллектуального капитала с целью повышения репрезентативности оценок для принятия инвестиционного решения при покупке акций на фондовом рынке играет большую роль.

Список используемых источников:

1. Brealey R.A., Myers S.C. *Principles of Corporate Finance* // The McGraw-Hill Companies. 2003. 1061 p.
2. Durham J.B. *The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Low Income Countries* // *Emerging markets review*. 2000.
URL: <http://www3.qeh.ox.ac.uk/RePEc/qeh/qehwps/qehwps53.pdf>
3. Федорова Е.А., Назарова Ю.Н. Факторы, влияющие на изменение индекса РТС // *Аудит и финансовый анализ*. 2010. №1. С. 174-179.
4. Водопьянова Л.А., Келейнова М.Е. Структура, основные формы и функции интеллектуального капитала // *Вестник Самарского государственного экономического университета*. 2014. № 6 (116). С. 6-10.
5. Михайлов А.М., Пронина Е.Ю. Экономическая природа интеллектуального капитала и его взаимосвязь с человеческим капиталом // *Вестник Самарского государственного экономического университета*. 2013. № 5 (103). С. 85-89.