

ХРЕСТОМАТИЯ: УПРАВЛЕНИЕ ЦЕННОСТЬЮ КОМПАНИИ

УПРАВЛЕНИЕ ЦЕННОСТЬЮ: ПОКАЗАТЕЛИ И МОДЕЛИ ОЦЕНКИ

Д. Л. ВОЛКОВ

Факультет менеджмента СПбГУ

Представленные в настоящей Хрестоматии статьи посвящены рассмотрению ключевых вопросов в рамках подхода к управлению компанией, который получил в англоязычной литературе название *Value-Based Management (VBM)*, а в русскоязычной — управление стоимостью (ценностью) компании, или ценностно-ориентированный менеджмент. В основе концепции *VBM* лежит признание того, что основной финансовой целью организации является рост ее ценности для собственников (акционеров). Соответственно, все решения компании должны быть направлены на достижение данной цели. В этом смысле *VBM* понимается как всеобъемлющая система управления организацией, органично включающая в себя четыре основных модуля: оценивание, стратегию, финансы и корпоративное управление. Модуль оценивания предполагает выбор модели и процедур определения ценности компании для ее собственников, мониторинг изменения ценности, определение драйверов (механизмов) создания новой ценности. Модуль стратегии устанавливает ясную связь между ценностью компании для собственников

и корпоративными и бизнес-стратегиями. С этой точки зрения *VBM* может рассматриваться как отдельное направление стратегического менеджмента. Модуль финансов описывает финансовые политики компании, нацеленные на создание ценности. Модуль корпоративного управления направлен на согласование интересов собственников и менеджеров. Он объясняет действия и политики высшего менеджмента компании, такие как измерение результатов деятельности, система материального стимулирования, отношения с инвесторами, нацеленные на создание ценности и, таким образом, способствующие решению агентской проблемы.

Хотя концепция *VBM* основана на хорошо известном из классической политэкономии «экономическом взгляде» на бизнес, тем не менее ее теоретическое формирование и начало активного использования в практике бизнеса относятся к рубежу 80–90-х гг. XX в. Знаковыми фигурами в становлении данной концепции, несомненно, выступают А. Раппопорт, Т. Коупленд и Б. Стюарт. Книга [Rapaport, 1986] была фактически первой, где системно формулировались основные идеи

VBM. Последующие ключевые публикации [Stewart, 1991; Коупленд, Коллер, Муррин, 1999] окончательно сформировали каркас концепции VBM. Отметим, что VBM — это не плод академических фантазий, а мощный инструмент управленческого консалтинга. Так, указанные выше работы стали теоретической основой для консалтинговой деятельности компаний LEC/Alcar Consulting Group (А. Раппопорт), McKinsey & Company (Т. Коупленд), Stern Stewart & Co. (Б. Стюарт).

Отметим, что базовые постулаты концепции VBM уже не подвергаются сомнению, данная концепция заняла достойное место в теории и практике стратегического управления. В то же время споры, вплоть до ожесточенных, ведутся по вопросам выбора управленческого инструментария ее реализации на практике. Один из таких дискуссионных вопросов — построение системы измерения ценности компании для акционеров, что предполагает выбор компанией адекватной модели оценивания и разработку на основе этой модели системы инструментов, позволяющих принимать на всех уровнях управления организацией решения, обеспечивающие рост ценности для акционеров.

В фокусе статей, включенных в Хрестоматию, находится модель остаточной прибыли (*Residual Income Model — RIM*), в соответствии с которой ценность собственного капитала складывается из двух элементов: балансовой стоимости собственного капитала на момент оценивания и дисконтированного потока остаточной прибыли. При этом под остаточной прибылью понимается бухгалтерская прибыль организации за вычетом затрат на инвестированный капитал (произведение требуемой инвесторами доходности на величину инвестированного капитала).

Модель остаточной прибыли, ее теоретические истоки, современные публикации по теме, варианты модели, показатели, на основе которых строится модель,

проблемы совместимости (эквивалентности) с иными моделями оценивания достаточно подробно описаны в ранее опубликованных автором статьях в «*Российском журнале менеджмента*» [Волков, 2005], в «*Вестнике Санкт-Петербургского университета. Серия „Менеджмент“*» [Волков, 2004а; 2004б; Бухвалов, Волков, 2005а], а также в серии «*Научные доклады НИИ менеджмента СПбГУ*» [Бухвалов, Волков, 2005б]. Следует отметить, что модель остаточной прибыли в литературе представлена в двух вариантах: как модель остаточной операционной прибыли и как модель остаточной чистой прибыли. Остаточная операционная прибыль есть операционная прибыль организации (чистая прибыль до процентных расходов; чистая прибыль, генерируемая активами, вне зависимости от структуры капитала, т. е. от того, как фирма финансируется) за вычетом альтернативных затрат на весь капитал. Остаточная чистая прибыль — это чистая прибыль организации за вычетом альтернативных затрат на собственный капитал. Модели остаточной операционной и чистой прибыли эквивалентны при условии правильного выбора коэффициентов дисконтирования. Подробное рассмотрение и доказательство данного тезиса приведено в [Волков, 2004а].

Становление модели остаточной операционной прибыли (добавленной экономической стоимости — *Economic Value Added, EVA*) связывают с классической работой Б. Стюарта [Stewart, 1991]. Развитию данного варианта модели остаточной прибыли посвящены многочисленные работы, среди которых следует упомянуть, в частности, фундаментальные труды [Grant, 1997; Ehrbar, 1998]. Что касается модели остаточной чистой прибыли, то ее становление связывают с появлением книги [Edwards, Bell, 1961]. Знаковой фигурой в развитии рассматриваемого направления выступает Дж. Олсон, работы которого [Ohlson, 1990; 1991; 1995; Feltham, Ohlson, 1995] позволили последова-

телям назвать данную модель оценки *моделью Эдвардса–Белла–Олсона* (Edwards–Bell–Ohlson (EBO) valuation model). В дальнейшем анализ модели остаточной чистой прибыли получил свое развитие в [Ashbaugh, Olsson, 2002; Bernard, 1993; 1995; Lee, 1996; Frankel, Lee, 1998; Ou, Penman, 1989a; 1989b; Penman, 1992; 1998; 2001; Penman, Sougiannis, 1998; Penman, Yehuda, 2003] и многих других работах.

МОДЕЛИ ОЦЕНИВАНИЯ: ПРИЕМЛЕМОСТЬ В КАЧЕСТВЕ ИНСТРУМЕНТА УПРАВЛЕНИЯ

Выбор организацией модели оценивания предполагает поиск ответа на два ключевых вопроса. Во-первых, о приемлемости той или иной модели в качестве инструмента управления компанией; во-вторых, о степени ее достоверности, т. е. о том, насколько хорошо модель объясняет создание новой ценности для акционеров. В свою очередь, решение первой задачи предусматривает поиск ответов на целый комплекс взаимосвязанных вопросов:

- Является ли дисконтируемый в модели показатель показателем результатов деятельности организации за период?
- Связан ли показатель результатов с созданием ценности для акционеров? Насколько однозначно показатель результатов сигнализирует о создании либо разрушении ценности для акционеров?
- Возможно ли построение системы принятия решений в организации на основе дисконтируемого в модели показателя?
- Насколько показатель результатов (он же — показатель создания новой ценности) решает агентскую проблему и согласует интересы собственников и менеджеров?

- Возможно ли построение системы материального стимулирования менеджеров на основе данного показателя?
- Насколько сложен показатель? Доступен ли он для понимания менеджерам и инвесторам, не имеющим специального образования в области учета и финансов?
- Возможно ли на основе выбранной модели построение системы драйверов (механизмов) создания новой ценности, а также такое «доведение» этой системы до каждого менеджера, при котором индивидуальные показатели результатов деятельности отдельных менеджеров будут способствовать росту ценности для акционеров?

Включенная в Хрестоматию статья Ала Эрбара и Беннета Стюарта III «Революция EVA» [Эрбар, Стюарт, 2005] дает ответы на перечисленные выше вопросы. В ней показано, что модель остаточной операционной прибыли и дисконтируемый в ней показатель добавленной экономической стоимости (EVA) позволяют построить эффективную систему управления организацией. В статье подробно объяснено, что EVA: во-первых, является корпоративным показателем результатов деятельности, непосредственно связанным с созданием ценности для акционеров; во-вторых, четко сигнализирует о создании (разрушении) ценности; в-третьих, может служить моделью всеобъемлющей и взаимосвязанной системы финансового и стратегического менеджмента в организации; в-четвертых, может способствовать обучению и собственников, и менеджеров, и рядовых работников бизнес-грамотности, давать им правильное представление об экономике фирмы; в-пятых, согласует интересы собственников и менеджеров и, таким образом, может выступать в качестве основы для построения системы материального стимулирования менеджмента; в-шестых, дает «правильные» сигналы рынку об успехах или неудачах компании; в-седьмых,

является сильным мотивирующим фактором, способствующим достижению наилучших результатов, внедрению лучших систем управления и изменению организационной культуры компании.

Немного об авторах данной статьи. Беннет Стюарт III окончил программу MBA Высшей школы бизнеса Чикагского университета (1976 г.). В течение длительного времени он был вице-президентом по финансовым вопросам Chase Manhattan Bank. В 1982 г. совместно с Дж. Стерном им была основана консалтинговая компания Stern Stewart & Co., ее старшим партнером он является по настоящее время. EVA® — зарегистрированный товарный знак компании Stern Stewart & Co. Несомненной заслугой данной компании можно считать массивную «раскрутку» показателя EVA по всему миру, в результате которой уже более 300 глобальных компаний приняли систему управления, основанную на EVA. Компания Stern Stewart & Co. периодически публикует рейтинг 1000 компаний по показателю добавленной рыночной стоимости (*Market Value Added — MVA*). Этот показатель представляет собой дисконтированный поток EVA и отражает создание ценности для акционеров в долгосрочном плане. Беннет Стюарт III является также исполнительным редактором журнала *Journal of Applied Corporate Finance*, играющего важную роль в популяризации идей EVA. Соавтор статьи — Ал Эрбар — старший вице-президент Stern Stewart & Co. и президент исследовательского Института EVA.

МОДЕЛИ ОЦЕНИВАНИЯ: ПРОБЛЕМА ДОСТОВЕРНОСТИ

Не менее важным при выборе модели оценивания является вопрос о степени достоверности модели. Применение той или иной модели оценивания дает величину фундаментальной ценности соб-

ственного капитала (*fundamental value*).¹ В самом общем виде под фундаментальной ценностью актива, обязательства или капитала организации понимается оценка этого элемента на основе прогнозируемых поступлений и/или выплат, связанных с ним. Фундаментальную оценку целесообразно сравнивать с: *рыночной стоимостью* (*market value*), т. е. стоимостью актива или обязательства, по которой осуществляются сделки на рынке, и *балансовой стоимостью* (*book value*), т. е. стоимостью актива, обязательства или капитала организации, по которой они отражены в финансовой отчетности.

В этой связи проблема достоверности модели фактически сводится к решению следующих вопросов:

- Если фундаментальная ценность основывается на ожидаемых потоках выгод, то что представляют собой потоки, создающие ценность²?
- Может ли модель оценивания объяснить рыночную оценку капитала (цену акции) в принципе?

¹ В литературе встречаются и иные наименования данного понятия. Фундаментальная ценность обозначается и как *внутренняя ценность* (*intrinsic value*) (см., напр.: [Penman, 2001]), и как *гарантированная ценность* (*warranted value*) (см., напр.: [McTaggart, Kontes, Man-kins, 1994]).

² Определение фундаментальной ценности как ожидаемого потока будущих выгод выводит рассмотрение проблем за рамки традиционного бухгалтерского учета, основанного на принципе оценки по *исторической стоимости* (*historical cost*). Этот принцип гласит, что элементы отчетности (активы, обязательства, собственный капитал) оцениваются по стоимости, по которой они были признаны в учете в момент их поступления в организацию. Отступление от данного принципа и оценка по текущей рыночной стоимости в учете возможны в ряде случаев, строго определенных бухгалтерскими стандартами. В то же время оценивание активов по ожидаемым будущим выгодам в традиционном учете практически не встречается (подробнее о принципах оценки в бухгалтерском учете см.: [Волков, 2004в, с. 68–77, 178–196]).

- Какая из моделей оценивания лучше объясняет рыночную оценку капитала и при каких условиях?
- Какая из моделей более удобна в практическом применении?

Отвечая на первый из поставленных вопросов, отметим, что поступления, создающие ценность, могут определяться как: *дивиденды*; *потоки денежных средств* (cash flows), ассоциированные с объектом оценки; *потоки остаточной прибыли* (residual income flows), ассоциированные с объектом оценки. В зависимости от вида потоков, создающих ценность, можно выделить три основные модели оценивания: модель дисконтирования дивидендов, модель дисконтирования денежных потоков и модель остаточной прибыли.

Модель дисконтирования дивидендов (*Dividend Discount Model — DDM*) была впервые описана в 1938 г. в [Williams, 1938], но теоретическую законченность этой модели обычно связывают с [Gordon, Shapiro, 1956]. Впоследствии модель дисконтирования дивидендов стала достаточно популярной. Довольно полное описание этой модели можно найти, в частности, в такой классической работе по финансам, как [Шарп, Александер, Бэйли, 1999]. Модель дисконтирования денежных потоков (*Discounted Cash Flows Model — DCFM*) описана как в фундаментальных работах по общей теории финансов и финансового менеджмента [Брейли, Майерс, 1997; Бригхем, Гапенски, 1997; Дамодаран, 2005; Benninga, Sarig, 1997, и др.], так и в специализированной литературе, посвященной проблемам оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компаний [Коупленд, Коллер, Муррин, 1999; Rappaport, 1986]. Теоретические истоки модели остаточной прибыли показаны нами ранее в настоящей статье.

Публикуемая в Хрестоматии классическая статья С. Пинмена и Т. Сугианниса «Сравнение подходов, основанных на

дивидендах, денежных потоках и чистой прибыли, к оценке собственного капитала» [Пинмен, Сугианнис, 1998] отвечает на поставленные в начале параграфа вопросы, доказывая бóльшую достоверность модели остаточной прибыли.³

Теоретическая значимость модели дисконтирования дивидендов признается практически всеми исследователями, но в то же время отмечаются и недостатки, не позволяющие использовать ее на практике в качестве адекватной модели оценивания. Стремление преодолеть недостатки модели дисконтирования дивидендов вызвало появление моделей дисконтирования денежных потоков и остаточной прибыли. Адепты последних двух моделей уже в течение более чем пятнадцати лет ведут между собой ожесточенные дискуссии.

Накал дискуссий может быть наглядно продемонстрирован на примере следующих публикаций, считающихся основополагающими в своих направлениях. Так, Т. Коупленд эмоционально называет главу, посвященную денежным потокам как эффектам, определяющим ценность бизнеса и, соответственно, собственного капитала, «Cash is King» [Copeland, Koller, Murrin, 1995, p. 69]⁴, а А. Блэк, Ф. Райт, Д. Бэкман и Д. Дэвис — аналогичную главу своей монографии — «Profit is an Option; Cash is a Fact» («Прибыль — это возможность; деньги — это факт») [Black et al., 1998, p. 41]. В то же время Б. Стюарт, создатель и идеолог показателя *EVA*, статья которого представлена в Хрестоматии, столь же эмоционально озаглавливает параграф во введении к своей классической работе как «Abandon Cash Flow!» («Долой денежные потоки!») [Stewart, 1991, p. 3]. Об остроте

³ В связи с чрезвычайно большим объемом статья публикуется без приложений.

⁴ В русском переводе данная глава называется «Деньги — всему голова» [Коупленд, Коллер, Муррин, 1999, с. 91].

споров также можно судить по исключительно академическим публикациям, в частности, по дискуссии, развернувшейся на страницах журнала *Contemporary Accounting Research*, с одной стороны, между авторами [Lundholm, O'Keefe, 2001a; 2001b], которые критикуют взгляды, изложенные в [Courteau, Kao, Richardson, 2001; Francis, Olsson, Oswald, 2000; Penman, Sougiannis, 1998], и С. Пинменом [Penman, 2001], с другой стороны.

В публикуемой статье С. Пинмена и Т. Сугианниса предпринята попытка сравнения моделей оценивания на основе не эмоций и логических умозаключений, а обширного эмпирического исследования.⁵ При построении исследовательских моделей авторы исходят из следующих посылок.

Во-первых, все модели оценивания могут быть приведены к единой форме, называемой авторами общей бухгалтерской моделью. Теоретической базой общей бухгалтерской модели выступает согласование моделей денежных потоков и бухгалтерских прибылей для бесконечных горизонтов прогнозирования, осуществленное в [Feltham, Ohlson, 1995], а также синтез этих техник для конечных горизонтов, представленный в [Penman, 1998]. После приведения всех моделей к единой форме представления, проблема сравнения переходит в несколько иную плоскость: мы начинаем сравнивать не бухгалтерские прибыли и денежные потоки, а бухгалтерские показатели, полученные при применении различных систем учета.

Во-вторых, системы учета различаются в зависимости от того, принимается или нет принцип начислений. Принятие принципа начислений означает введение в учет допущения временной определенности фактов хозяйственной деятельности, в соответствии с которым факты хо-

зяйственной деятельности признаются в учете и отчетности тогда, когда они имели место, независимо от времени поступления или выплаты денежных средств, с ними связанных. Допущение временной определенности предполагает, что должны быть введены критерии признания фактов (когда они имели место), т. е. необходимо установить: критерии признания доходов, активов и обязательств; критерии соотнесения доходов и расходов; критерии определения финансового результата и т. п. Отметим, что отказ от принципа начислений предполагает наличие кассового принципа учета, когда все хозяйственные факты признаются в момент осуществления денежного потока (поступления денежных средств либо их выплаты).⁶ Авторы статьи особо отмечают, что адепты модели дисконтирования денежных потоков, яростно не признавая начисления, все равно к ним «скатываются» при разработке модели, необходимой для практического анализа (в части расчета конечной ценности).

В-третьих, общая бухгалтерская модель основывается на кардинальном отношении, которое в бухгалтерской литературе получило название *clean-surplus relationship (CSR)* [Feltham, Ohlson, 1995, p. 694; Penman, 2001, p. 238–249], что буквально можно перевести как *отношение чистого прироста (собственного капитала и, соответственно, баланса)*. Оно означает, что величина собственного капитала зависит исключительно от двух факторов: отношений с собственниками, выраженными в привлечении дополнительного капитала от них и распределения в их пользу финансовых результатов в виде дивидендов, и конечного результата деятельности организации в течение отчетного периода. При этом в зависимости от принятых бухгалтерских правил конечный результат деятельно-

⁵ Общий размер выборки составил более 60 тыс. наблюдений (фирм-лет).

⁶ Подробнее о принципах учета см. в [Волков, 2004в].

сти может быть выражен как показателем чистой всевключающей прибыли (net comprehensive income) при применении принципа начислений, так и показателем чистого прироста денежных средств при применении кассового принципа учета.

Выстроив рассматриваемые модели в соответствии с общей бухгалтерской моделью, авторы статьи оценивают ошибки моделей при различных горизонтах прогнозирования, сравнивая фактически наблюдаемые рыночные цены с фундаментальными ценностями, предоставляемыми каждой из моделей. Общий вывод статьи является весьма важным: модель остаточной прибыли при любых условиях более достоверна, чем модели дисконтирования денежных потоков и дивидендов, хотя и не без изъяна. Он заключается в том, что ее прогнозная сила значительно снижается в случае с компаниями, имеющими высокие значения коэффициентов соотношения цены акции и чистой прибыли на акцию (price-to-earnings ratio — P/E) и соотношения цены акции и балансовой стоимости собственного капитала на акцию (price-to-book ratio — P/B).

Немного об авторах публикуемой статьи. Стивен Пинмен в момент публикации статьи являлся профессором Школы бизнеса им. Хааса Калифорнийского университета в Беркли. В 1990–1995 гг. — был директором программы подготовки профессиональных бухгалтеров и руководителем бухгалтерской группы (кафедры) в Беркли. С 1999 г. он — профессор Высшей школы бизнеса Колумбийского университета. Пинмен окончил с отличием Университет Квинсленда (Австралия), получил степени MBA и Ph.D в Чикагском университете. Профессор Пинмен известен своими публикациями в журналах по учету и финансам, посвященным фундаментальной оценке собственного капитала и роли бухгалтерской информации в оценке ценных бу-

маг. В 2002 г. он был награжден медалью Американской бухгалтерской ассоциации (American Accounting Association) и компании Deloitte & Touche за книгу «Анализ финансовой отчетности и оценка ценных бумаг» [Penman, 2001], ставшую в настоящее время ключевой публикацией, определяющей современные направления развития такой области знания, как финансовый анализ. В 2004 г. вышло второе издание этой книги со значительными дополнениями [Penman, 2004]. Профессор Пинмен также является ответственным редактором журнала *Review of Accounting Studies* и членом редколлегии журнала *Schmalenbach Business Review*. Соавтор статьи — Теодор Сугианнис — профессор финансового учета Университета штата Иллинойс в Урбана-Шампейн. Т. Сугианнис получил в 1986 г. степень MBA в Йоркском университете (Торонто, Канада), а в 1990 г. степень — Ph.D в Калифорнийском университете в Беркли.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Представленные в Хрестоматии статьи сыграли важную роль в развитии теории и практики менеджмента. Первая из них, синтезировав общие правила внедрения в организациях стиля управления, основанного на EVA, открыла череду публикаций в *Journal of Applied Corporate Finance*, посвященную проблемам применения указанной системы в отдельных компаниях, работающих в различных секторах экономики и на разных рынках. Вторая — открыла обширную научную дискуссию о достоверности различных моделей на страницах *Contemporary Accounting Research*. Данные статьи дают основу для дальнейших исследований проблем и в условиях развивающихся рынков, к которым относятся и Россия. Как применить систему EVA в российских компаниях? Есть ли

здесь какая-либо специфика? Насколько модели остаточной прибыли достоверны в условиях российских рынков?

Отметим, что указанные исследования проводятся. Так, в [Бухвалов, Волков, 2005а; 2005б] на данных российского рынка показано, что модель остаточной прибыли объясняет приблизительно 61% рыночной капитализации компаний, торгующихся на фондовой бирже РТС. В то же время при построении регрессии по отношению не к рыночной капитализации, а к цене акции достоверность модели возрастает: коэффициент детерминации (R^2) увеличивается до 0,87.⁷ Такое значение объясняющей силы модели вполне согласуется с данными, полученными для модели остаточной прибыли по развитым рынкам. Так, в [Ashbaugh, Olsson, 2002] значение коэффициента детерминации R^2 по фирмам, которые составляют финансовую отчетность по международным стандартам (IAS/IFRS GAAP), составило 0,83, а по фирмам, составляющим отчетность по американским стандартам учета (US GAAP), — 0,87. В [Courteau, Kao, Richardson, 2001] было рассмотрено 500 американских компаний за 5 лет (1992–1996 гг.): размер выборки составил 2500 фирм-лет. Полученное в указанном исследовании значение коэффициента детерминации достигло 0,80 (для модели с нулевым ростом).

⁷ Данные по нашему исследованию были крайне ограничены вследствие неразвитости рынка и проблем перехода. Нами были взяты 47 нефинансовых компаний, включенных в листинг РТС, за два года: 2001–2002. Таким образом, размер выборки ограничился 94 точками (фирм-годами).

ЛИТЕРАТУРА

Брейли Р., Майерс С. 1997. *Принципы корпоративных финансов*. М.: Олимп-Бизнес.

Указанные данные показывают, что модель остаточной прибыли является всеобщей: ее объясняющая сила крайне велика вне зависимости от состояния рынков. Точнее говоря, возможно, что как раз в условиях развивающихся экономик и слабой системы корпоративного управления модель остаточной прибыли «работает» лучше, чем на развитых рынках. Содержательное объяснение этого феномена приведено в [Morck, Young, Yu, 2000]: на развитом и прозрачном рынке более существенна специфическая информация о компании, тогда как на непрозрачном рынке можно отследить только общий тренд рынка.

Вошло в обычную практику завершать академические статьи пафосными словами, как это сделано авторами опубликованных в Хрестоматии статей. Не отступим от этой традиции и мы. С точки зрения проблем бухгалтерского учета представленные статьи, да и вся концепция управления ценностью компании, дают, с одной стороны, новое понимание бухгалтерского учета как чего-то необходимого для управления организацией (известны «пинки» в адрес бухгалтеров — мол, то, чем они занимаются никому, кроме них и налоговых органов, не нужно), а с другой — новые направления для развития бухгалтерских стандартов. Более того, данные статьи подчеркивают одно очень важное обстоятельство, не замечаемое, к сожалению, российскими периодическими изданиями по бухгалтерскому учету, а именно: бухучет — это не проводка (дебет-кредит), а функциональная область, непосредственно связанная с принятием управленческих решений в организации.

Бригхем Ю., Гапенски Л. 1997. *Финансовый менеджмент*. В 2 т. СПб.: Экономическая школа.

- Бухвалов А. В., Волков Д. Л. 2005а. Исследование зависимости между фундаментальной ценностью и рыночной капитализацией российских компаний. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (1): 26–44.
- Бухвалов А. В., Волков Д. Л. 2005б. *Фундаментальная ценность собственного капитала: использование в управлении компанией*. Научные доклады НИИ менеджмента СПбГУ № R1–2005. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ.
- Волков Д. Л. 2004а. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (3): 3–36.
- Волков Д. Л. 2004б. Управление стоимостью компаний и проблема выбора адекватной модели оценки. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (4): 79–98.
- Волков Д. Л. 2004в. *Основы финансового учета*. СПб.: Изд-во С.-Петербургского ун-та.
- Волков Д. Л. 2005. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании. *Российский журнал менеджмента* 3 (2): 3–42.
- Дамодаран А. 2005. *Инвестиционная оценка*. М.: Альпина Бизнес Букс.
- Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. 1999. *Стоимость компаний: оценка и управление*. М.: Олимп-Бизнес.
- Пинмен С., Сугианнис Т. 2005. Сравнение подходов, основанных на дивидендах, денежных потоках и чистой прибыли, к оценке собственного капитала. *Российский журнал менеджмента* 3 (4): 101–140.
- Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. 1999. *Инвестиции*. М.: ИНФРА-М.
- Эрбар А., Стюарт Б. 2005. Революция EVA. *Российский журнал менеджмента* 3 (4): 77–100.
- Ashbaugh H., Olsson P. 2002. An exploratory study of the valuation properties of cross-listed firm's IAS and U.S. GAAP earnings and book values. *Accounting Review* 77 (1): 107–126.
- Benninga S., Sarig O. 1997. *Corporate Finance: A Valuation Approach*. McGraw-Hill: N. Y.
- Bernard V. 1993. *Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Market-to-Book Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis*. Working Paper, University of Michigan.
- Bernard V. 1995. The Feltham–Ohlson framework: Implications for empiricists. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 733–747.
- Black A., Wright P., Bachman J., Davis J. 1998. *In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance*. Financial Times: London.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. 1995. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons: N. Y.
- Courteau L., Kao J., Richardson G. 2001. Equity valuation employing the ideal versus ad hoc terminal value expressions. *Contemporary Accounting Research* 18 (4): 625–661.
- Edwards E., Bell P. 1961. *The Theory and Measurement of Business Income*. University of California Press: Berkeley, CA.
- Ehrbar Al. 1998. *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. John Wiley & Sons: N. Y.
- Feltham G., Ohlson J. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 689–731.
- Frankel R., Lee C. 1998. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 25 (3): 283–319.
- Francis J., Olsson P., Oswald D. 2000. Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates. *Journal of Accounting Research* 38 (1): 45–70.
- Gordon M., Shapiro E. 1956. Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science* 3 (1): 102–110.
- Grant J. 1997. *Foundations of Economic Value Added*. Frank J. Fabozzi Associates: New Hope, PA.
- Lee C. 1996. Measuring wealth. *CA Magazine* 129 (3): 32–37.
- Lundholm R., O'Keefe T. 2001a. Reconciling value estimates from the discounted cash

- flow model and the residual income model. *Contemporary Accounting Research* **18** (2): 311–335.
- Lundholm R., O'Keefe T. 2001b. On comparing residual income and discounted cash flow models of equity valuation: A response to Penman 2001 (CAR, Winter 2001). *Contemporary Accounting Research* **18** (4): 693–696.
- McTaggart J., Kontes P., Mankins M. 1994. *The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns*. Free Press: N. Y.
- Morck R., Young B., Yu W. 2000. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements. *Journal of Financial Economics* **58** (1–2): 215–260.
- Ohlson J. 1990. A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings. *Contemporary Accounting Research* **6** (2): 648–676.
- Ohlson J. 1991. The theory of value and earnings, and an introduction to the Ball–Brown analysis. *Contemporary Accounting Research* **8** (1): 1–19.
- Ohlson J. 1995. Earnings, book values, and dividends in security valuation. *Contemporary Accounting Research* **11** (2): 661–687.
- Ou J., Penman S. 1989a. Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics* **11** (2): 295–329.
- Ou J., Penman S. 1989b. Accounting measurement, price-earnings ratios, and the information content of security prices. *Journal of Accounting Research, Supplement* **27** (3): 111–144.
- Penman S. 1992. Return to fundamentals. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* **7** (4): 465–484.
- Penman S. 1998. A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model. *Review of Accounting Studies* **2** (4): 303–323.
- Penman S. 2001. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill: N. Y.
- Penman S. 2004. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 2nd ed. McGraw-Hill: N. Y.
- Penman S., Yehuda N. 2003. *The Pricing of Earnings and Cash Flows and the Valuation of Accrual Accounting*. Columbia University: N. Y.
- Rappaport A. 1986. *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. Free Press: N. Y.
- Stewart B. 1991. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. Harper Business: N. Y.
- Williams J. 1938. *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press: Cambridge, MA.

Статья поступила в редакцию
2 декабря 2005 г.