Ключевые факторы и их влияние на экономическую прибыль российских компаний

тема диссертации и автореферата по ВАК 08.00.10, кандидат экономических наук Осипов, Ярослав Игоревич  
2012

**Автор научной работы:**

Осипов, Ярослав Игоревич

**Ученая cтепень:**

кандидат экономических наук

**Место защиты диссертации:**

Москва

**Код cпециальности ВАК:**

08.00.10

**Специальность:**

Финансы, денежное обращение и кредит

**Количество cтраниц:**

184

## Оглавление диссертации кандидат экономических наук Осипов, Ярослав Игоревич

Введение.

Глава I. Концепция экономической прибыли в оценке стоимости компании

1.1. Экономическая прибыль как фактор формирования стоимости компании

1.2. Система моделей экономической прибыли для оценки результатов деятельности компании.

1.3. Основные направления совершенствования моделей экономической прибыли.

1.4. Вывод.

Глава II. Добавленная экономическая стоимость как критерий принятия решений в финансовом управлении компании.

2.1. Финансовая модель ключевых факторов стоимости компании и их влияние на экономическую прибыль.

2.2. Экономическая прибыль в решении агентской проблемы компании.

2.3. Схема оценки стоимости компании на основе измерителя добавленной экономической стоимости.

2.4. Переменные модели добавленной экономической стоимости.

2.5. Вывод.

Глава III. Эмпирический анализ добавленной экономической стоимости российских компаний средствами модели на панельных данных.

3.1. Эмпирические данные расчета добавленной экономической стоимости группы российских компаний.

3.2. Оценка основных факторов добавленной экономической стоимости на основе модели на панельных данных.

3.3. Оценка факторов добавленной экономической стоимости на основе модели на панельных данных в период финансового кризиса и в период ему предшествующий.

3.4. Вывод.

## Введение диссертации (часть автореферата) На тему "Ключевые факторы и их влияние на экономическую прибыль российских компаний"

Инвестирование при неопределенности конъюнктуры рынка - серьезная и рискованная операция. Инвестор ожидает от компании возврата вложенных в дело средств с некоторой прибылью. Поток свободных денежных средств (возврат инвестиций) от результатов деятельности компании и определяет ее стоимость. Менеджеры всегда уверяют инвесторов, что они управляют стоимостью, стремятся ее увеличить для инвесторов. Но в условиях неопределенности конъюнктуры рынка убедить в этом инвесторов бывает довольно трудно. Поскольку в основе стоимости лежат будущие денежные потоки. Проблема состоит в том, что менеджеры не могут точно спрогнозировать денежные средства, свободные от выполнения стратегических проектов компании. Во многом это объясняется тем, что менеджеры плохо понимают категорию «стоимость компании» и ключевые факторы ее увеличения. Деятельность компании в лучшем случае оценивается ими показателем чистой прибыли, что не является значимым для инвестора. Инвестор ожидает от деятельности компании свободных, справедливых денежных потоков, которые можно без ущерба извлечь из корпоративной деятельности. Дело усугубляется и тем обстоятельством, что сам инвестор в условиях неопределенности иррационально ведет себя на финансовых рынках. Кроме того, не возврат денежных средств возможен вследствие эффекта «безвозвратных» издержек (sunk cost), который часто встречается в финансовой практике инвесторов при исполнении компанией стратегических проектов.

Современная теория финансового менеджмента рассматривает рынок как спонтанно организованный порядок, в котором посредством цен передаются необходимые информационные сигналы производителям, потребителям и инвесторам об их направлении экономической деятельности. Повышение или снижение цен на ресурсы и произведенные с их помощью материальные ценности сигнализируют товаропроизводителям об основных направлениях их развития, то есть что, как и для кого производить. В любой экономической системе компания производитель должна всегда сопоставлять результаты своей деятельности с теми издержками, которые она затрачивает на их производство. Считается, что основная цель каждой компании - максимизация её стоимости, что является ключом к расширению масштабов хозяйственной деятельности. Данное утверждение приводит к взаимной борьбе предпринимателей за наиболее выгодные условия производства и сбыта товаров. В сложившихся условиях предприниматели выступают по отношению друг к другу как соперники или конкуренты. Конъюнктура рынка, при которой предложение какого-либо товарапревышает спрос на него, усиливает конкурентную борьбу между компаниями - продавцами. Продавец вынужден снижать цену, что, как правило, вызывает сокращение производства данного товара. Наоборот, если спрос превышает предложение, то конкурировать вынуждены покупатели. В этих условиях складывается товарный дефицит. Цена повышается, и это приводит к росту предложения.

Конкуренция является той «невидимой рукой», которая управляет рыночным механизмом. Однако характер конкурентной борьбы может быть различным, что существенно влияет на состав агентов рынка и возможности успешного ведения бизнеса. В условиях острой конкурентной борьбы при динамично развивающихся рыночных отношениях возникает потребность у агентов рынка в оценке стоимости компании как инструмента определения её конкурентоспособности [1, 6, 17, 18, 21, 46, 58, 70, 71, 96, 97, 107, 126]. В динамично развивающейся рыночной экономике многие компании как создают стоимость, так и её разрушают. Возрастание капитала происходит постоянным реинвестированием части прибыли в активы компании. Но это долгий, эволюционный путь роста стоимости компании. На практике стоимость компании возрастает за счет поглощения и слияния компании мишени. Чтобы избежать эффекта «проклятия победителя» компании должны точно оценить стоимость поглощаемой компании мишени. Поэтому необходимо выделить главное в финансовом менеджменте. На многочисленных практических примерах показано [7, 17, 21, 51, 58, 70, 71, 78, 126, 127, 136, 137, 138] что состоявшиеся, успешные компании те, что создают добавленную стоимость для акционеров. Таким образом, не те компании, которые создают больше прибыли — процветают, а те, которые создают больше денежного потока добавленной стоимости компании для акционеров. В противовес традиционным измерителям прибыли - EBIT или EBITDA - измеритель добавленной стоимости определяет остаток между доходностью инвестированного капитала и затратами на его привлечение. Те инновационные изменения, которые внес данный измеритель в корпоративные финансы и инвестиции, можно с полным основанием назвать революционными. Измеритель добавленной стоимости является мерой корпоративного успеха, поскольку именно положительная величина данного измерителя свидетельствует о создании компанией стоимости для своих акционеров. Суть оценки - определить рыночную стоимость компании и опосредовано сигнализировать возможным инвесторам, что бизнес, которым занимается компания, способен принести им добавленную стоимость. Если объектом оценки является компания, то, как объект купли-продажи, она должна иметь свойство (факторы стоимости) приносить доход, окупающий издержки инвестора [87]. И это свойство необходимо экономическим образом измерить, чтобы определить инвестиционную привлекательность объекта оценки. Что примечательно, как профессия, оценка недвижимости и компании, зародилась в развитых западных странах в 30 - е годы - в эпоху Великой экономической депрессии. В России имущественная оценочная деятельность регулируется федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», где прописываются цели, задачи и виды оцениваемой стоимости [58, 59, 60, 136,137, 138].

Данная диссертация посвящена исследованию добавленной экономической стоимости компании и факторов, её формирующих. Стоимость компании оценивается посредством академических моделей, построенных на принципах экономической прибыли. Подвергнуты анализу различные гипотезы создания и разрушения добавленной экономической стоимости российскими компаниями.

Степень разработанности проблемы. Исследования факторов стоимости, ориентирующие компании на поиск источников устойчивого роста, активно проводятся зарубежными и российскими учеными, о чём свидетельствует увеличение публикаций по данной тематике.

Общие теоретические вопросы стоимостного обоснования структуры капитала, привлечения инвестиций, выплат дивидендов акционерам на основе максимизации стоимости компании разработаны в работах специалистов в области корпоративных финансов таких зарубежных авторов, как Н. Атилл, Б. Бархам, Р. Брейли, М. Джемс, Д. Кахнеман, Т. Коллер, С. Майерс, М. Миллер, Ф.Модельяни, Дж. Рош, Р. Талер, А. Тверски, Е. Фама, У. Шарп и других.

Концепция управления стоимостью акционерной компании разработана в трудах П. Бернштейна, И. А. Бланка, Ю. Брегхэма, Дж. Гранта, А. Долгоффа, О. Нила, Д. О'Бирна, Р. Пайка, Д. Стерна, Б. Стюарта, М. Эрхарта. В российской научной литературе вклад в разработку вопросов анализа результатов деятельности компании и финансового обоснования выбора стратегии компании внесен A.B. Бухаловым, Д.Л. Волковым, Р. Ибрагимовым, В.В.Ковалевым, Ю.В. Козырем, С. Мордашевым, С.А. Ореховым, С.М. Пястовым, М.Б. Рудыком, B.JI. Тамбовцевым, Е.Г.Ясиным.

Методологическим вопросам оценки и управления стоимостью компании и особенностям выявления факторов стоимости в условиях развитых и развивающихся рынков капитала посвящены работы А. Дамодарана, М. Джеймса, О. Додда, A.A. Канторович, Т. Коллера, Т.

Коупленда, М.В. Кудиной, С. Ли, М.А. Лимитовского, К. Мерсера, Д. Муррина, С. Пауло, Г. Пизано, М. Скотта, Д. Тиса, Т. Хармса, В.В. Царева, М. Чарльза, С. Чена, Э. Шуена и других. Существенный вклад в создание моделей управления стоимостью компании внесен в исследованиях по оценке стоимости методами капитализации экономической прибыли Ф. Вейссенридером, Дж. Олсеном, Е. Оттоссоном, Г. Фелтхамом. Особенности оценки стоимости российских компаний обобщены в трудах C.B. Валдайцева, П.П. Воробьева, А.Г. Грязновой, Т.Г. Долгопятовой, И.В. Ивашковской, Н.Ю. Лопаткиной, В.М. Рутгайзера, Е.Г. Синогейкиной, М.А. Федотовой и других.

Существенное значение приобретают исследования добавленной экономической стоимости как стратегии устойчивого роста компании. Концепция добавленной экономической стоимости разработана в работах С. О'Бирна, Д. Стерна, Б. Стюарта, С. Янга. Практическое внедрение оценки добавленной экономической стоимости как стратегии финансового управления корпорациейрассматривается в работах: С. Брега, Дж. Гарвея, Дж. Гранта, Т. Милбоуна, Б. Стьюарта, П. Фернандеса, и А. Эрбара. Условия применения оценки добавленной экономической стоимости в российских компаниях исследованы в работах В.Т. Битюцких, Е. Кукиной, В. Романова, Н.Ф. Чеботарёва, В.А. Щербакова и других.

Несмотря на широкий спектр исследований, представленный в российской и зарубежной научной литературе, в условиях перехода к инновационной экономике более высокую сложность решения приобретают вопросы о факторах создания и разрушения стоимости компании. Необходимость разработки новых подходов к выявлению источников устойчивого роста компании в инновационной экономике, наличие дискуссионных и не решенных вопросов определяют актуальность темы, цель и задачи исследования.

Цель диссертации состоит в разработке технологии выявления и оценки ключевых факторов стоимости компании, основанной на принципах концепции экономической прибыли и ориентированной на гармонию интересов менеджеров и акционеров современных публичных компаний и корпораций. Исследовать ключевые факторы добавленной стоимости, определяемые эконометрической моделью на панельных данных. Кроме того, показать, что класс моделей оценки компании, основанный на концепции экономической прибыли является предтечей сравнительно нового метода оценки - добавленной экономической стоимости EVA (economic value added) [116, 122, 123, 125, 135, 139, 140, 141, 142. 143, 145, 151]. Показать преимущества и недостатки моделей оценки добавленной стоимости. Достоинства и недостатки моделей на основе концепции экономической прибыли выявляются в сравнении с моделью дисконтированных дивидендов (DDM) и денежных потоков (DCF). Именно моделям концепции экономической прибыли уделяют все больше внимания, как в теоретическом, так и практическом плане в результирующей оценке деятельности компании.

Исходя из поставленной цели, в ходе исследования потребовалось решить следующие основные задачи:

1) определить место и роль класса моделей оценки стоимости компании, основанного на концепции экономической прибыли (решение поставленной задачи приведено в главе I, п. 1.1, 1.2);

2) развить метод определения факторов влияния на экономический рост компании, основанный на концепции создания добавленной стоимости для акционеров (постановка и решение задачи приведено в главах I и II, п. 1.3,2.1);

3) обосновать достоинства и недостатки эконометрического подхода к оценке деятельности компании на основе добавленной стоимости (решение поставленной задачи приведено в главе II, п. 2.2, 2.3);

4) обосновать выбор ключевых факторов в оценке стоимости компании на основе экономической добавленной стоимости (economic value added, EVA) (решение задачи описано в главах II и III, п. 2.4, 3.1);

5) провести экспериментальные эмпирические расчеты с целью проверки адекватности предлагаемой технологии и модели в управлении стоимостью компании (решение задачи приведено в главе III, п. 3.2, Приложениях 1,4);

6) разработать эконометрическую модель на панельных данных оценки ключевых факторов влияния на добавленную стоимость российских компаний и обеспечивающих их устойчивый экономический рост (решение задачи приведено в главе III, п. 3.2, Приложениях 2, 3).

Актуальность темы. Одной из важнейших задач модернизации жизни в России является создание инновационной экономики, реализация которой направлена на экономическое и социальное развитие страны посредством широкого внедрения последних достижений научно-технического прогресса и высоких технологий, совершенствования форм и методов управления народнохозяйственным комплексом. Конечная цель модернизации: переход от сырьевой экономики к экономике, в основе которой главным «локомотивом» должны выступать наукоёмкие отрасли народного хозяйства. Это направляет российскую экономическую науку к дальнейшему развитию методов и технологий стратегического управления отраслями народнохозяйственного комплекса, в том числе уделять особое внимание вопросам эффективного финансового управления компаниями. Однако малоизученной проблемой является определение стоимости компании и факторов, её формирующих, оценки результатов хозяйственной и инвестиционной деятельности компании. Особенно актуальной эта проблема становится в современных условиях быстро развивающихся рыночных отношений в России, когда объектом сделок купли-продажи и становятся не только товары, но и целые компании. Поэтому в инновационной экономике на развивающихся рынках капитала перед многими компаниями и корпорациями стоит проблема адекватной оценки их стоимости и бизнеса. Точная оценка стоимости создает условия для экономической привлекательности компании, принятия стратегически выверенных финансовых решений по привлечению в компанию инвестиций и внедрению инноваций. Разработанные концепции стоимости не предоставляют однозначного подхода к решению проблемы стоимости компании. Традиционный учетный способ измерения прибыльности компании несовершенен. Оценка деятельности на основе экономического измерителя добавленной стоимости дает более точный ответ на вопрос об устойчивом положении компании в данном секторе рыночной экономики. Как показывают многие эмпирические исследования, экономическая прибыль, как оценка деятельности, несомненно, имеет большое практическое значение, как для самих компаний, создающих поток свободных денежных средств, так и для заинтересованных инвесторов в возвратности вложенных капиталов. Именно этот класс оценочных моделей нацелен на решение агентской проблемы и, таким образом, способен привязать систему вознаграждения менеджмента компании от создаваемой добавленной стоимости. Поэтому этот тип моделей приобретает все большую популярность у компаний в России. В настоящее время накоплен значительный теоретический и практический опыт в области моделирования стоимости компании на основе экономической прибыли.

В тоже время практические разработки и исследования не исчерпывают все аспекты рассматриваемой проблемы. В этой связи большую актуальность приобретают вопросы экономического измерения на основе добавленной стоимости, выявления ключевых факторов создания и разрушение стоимости компании посредством эконометрических моделей, а также повышения эффективности инструментария эконометрического моделирования при оценке стоимости компании. Этим вопросам и посвящена диссертация.

Объектом исследования является добавленная экономическая стоимость компании и определяющие её факторы, обеспечивающие финансовую устойчивость в долгосрочной перспективе.

Предметом диссертационного исследования является модель оценки стоимости российских компаний, сконструированной на основе концепции экономической прибыли.

Научная новизна результатов диссертации заключается в развитии теории оценки стоимости компании, выявлении ключевых факторов добавленной экономической стоимости публичных компаний на развивающихся рынках капитала. В ходе диссертационного исследования сформулированы и обоснованы следующие положения, обладающие элементами научной новизны и выносимые на защиту:

1. Раскрыто значение экономической прибыли при изменении рыночной стоимости публичной компании. Доказано, что концепция экономической добавленной стоимости определяет ведущую роль стоимостного подхода в стратегическом управлении современной компанией и роста её капитализации, а также в повышении конкурентоспособности и инвестиционной активности компании. Произведена оценка стоимости компании на основе выявления ключевых факторов, определяющих экономическую прибыль. Обоснование ключевых факторов стоимости является необходимым условием разработки современного инструментария для оценки добавленной экономической стоимости компании;

2. Разработана факторная модель корпоративного управления на основе концепции экономической прибыли, включающая стратегически ориентированную систему ключевых факторов корпоративного управления и мониторинга роста стоимости компании для акционеров, реализующая новую парадигму модернизации экономического мышления. Факторная модель позволяет определить источники создания и разрушения стоимости компании и может быть использована при разработке стратегических решений в управлении стоимостью публичной компании;

3. Разработана и апробирована эконометрическая модель оценки факторов добавленной экономической стоимости, построенная по панельным данным. Доказано, что реализация стоимостного подхода к управлению деятельностью компании посредством факторной модели корпоративного управления предполагает формирование ограничений на неизменность экономической прибыли для акционеров. Анализ чувствительности эконометрической модели позволяет определить меру влияния ключевых факторов на добавленную экономическую стоимость, что способствует выработке точечных мер по увеличению капитализации компании;

4. Определено влияние ключевых факторов на добавленную экономическую стоимость российских компаний на основе эконометрической модели на панельных данных. В системе управления стоимостью компании разработаны стохастические эконометрические модели финансового обоснования выбора стратегических альтернатив роста компании. Эконометрический подход к измерению стоимости компании позволяет оценить влияние ключевых факторов на приращение стоимости для акционеров;

5. Разработана факторная модель на панельных данных, которая обосновала взаимозависимость экономической прибыли и рыночной капитализации российских компаний и корпораций на развивающихся рынках капитала. Доказана значимость ключевых факторов добавленной экономической стоимости компании. Показаны возможные направления совершенствования инструментария оценки добавленной экономической стоимости посредством модели на панельных данных российских компаний и корпораций. Экономическое обоснование значимости ключевых факторов модели на панельных данных создает возможность оценить потенциальные изменения в стоимости российских компаний и риски в проведении их инвестиционной деятельности.

Теоретическая ценность работы состоит в разработке факторной модели на панельных данных для оценки и анализа изменения добавленной экономической стоимости российских компаний.

Имитационное моделирование и расчёты выполнены посредством эконометрического пакета 8ТАТА.

Первая глава диссертации посвящена исследованию академических моделей оценки стоимости компании по величине экономической прибыли. На концептуальном уровне исследованы источники образования экономической прибыли и её роль в организации и управлении современной инвестиционной компании. Особое внимание уделено модельному исследованию факторов формирования стоимости на основе дисконтированных моделей экономической прибыли и их модификации в виде моделей добавленной стоимости. Показано, что концепция экономической прибыли служит фундаментом для разработки новых методов и моделей оценки стоимости, которые широко применяются в управлении стоимостью компании.

Вторая глава раскрывает роль добавленной стоимости как стратегии финансового управления современной крупной инвестиционной российской компании. Выявлены ключевые факторы создания добавленной экономической стоимости - инвестиции, рентабельность и темп роста денежного потока. Раскрыты теоретические основы снижения агентских издержек компании в модели стратегического управления, из которых неочевидными являются невозвратные издержки. В ходе исследования выяснено, что в стратегическом управлении компанией факторы стоимости связаны с такими ключевыми показателями деятельности, как наличие производственных мощностей и увеличение на их основе дохода от продаж, размер и ликвидность капитала, наличие государственной собственности у компании и т.д. Исследованы модели доходности инвестированного капитала и ожидаемых затрат на капитал.

В третьей главе приведено эмпирическое исследование основных факторов стоимости компании. С этой целью построена регрессионная модель добавленной экономической стоимости российских компаний по панельным данным. Выполнен эконометрический анализ чувствительности добавленной стоимости от влияния ключевых показателей (факторов) деятельности компании. Исследована групповая динамика добавленной стоимости пятидесяти российских компаний.

В Заключении приводятся основные выводы о проведенном исследовании моделей добавленной экономической стоимости и перспективах моделей данного класса в стратегическом управлении стоимостью компании. Указана возможная практическая значимость проведенного исследования, а также перспективы научных исследований и развития математического аппарата в анализе факторов EVA.

В Приложениях диссертации приведены данные по добавленной стоимости российских компаний, EVA циклических российских компаний, а также тесты проверки значимости факторов и dummy переменных эконометрической модели на панельных данных российских компаний.

## Заключение диссертации по теме "Финансы, денежное обращение и кредит", Осипов, Ярослав Игоревич

3.4. Вывод

Исследование эмпирических данных во время финансового кризиса подтвердило ряд выдвинутых гипотез. Размер компании является не значимым фактором, dummy переменная госсобственность остается значимой характеристикой с отрицательным коэффициентом влияния на добавленную стоимость. Такое влияние на EVA в период предшествующий кризису и во время кризиса обусловлен тем, что госкомпании не рационально используют свои материальные средства, на выплаты дивидендов или бонусов высшему руководству компаний. Отраслевые переменные не оказывают влияния на EVA. Факторы капитальные вложения (СарЕх) и амортизация статистически значимые величины, что соответствует предыдущим исследованиям. Подтверждается связь данных показателей с инвестированным капиталом и во время финансового кризиса. Это свидетельствует о том, что показатели СарЕх и амортизация очень важны для российских компаний, если они стремятся получить положительную экономическую прибыль. Финансовый рычаг не влияет на EVA, что свидетельствует об не эффективном использовании российскими компаниями данный инструмент финансовой политики.

Заключение

Научные и практические результаты проведенного исследования заключаются в следующем:

1. Проведенное исследование свидетельствует, что на финансовых рынках у инвестора всегда есть альтернатива экономического выбора, определяющая выгодное направление в применении инвестиционных ресурсов. Инвестор всегда пытается сравнить ожидаемый уровень дохода на капитал с текущей нормой процента по ссудам. Чтобы сделать правильный инвестиционный выбор инвестор использует финансовые измерители и оценки стоимости компании;

2. Анализ экономической стоимости российских компаний убедительно показал, что концепция экономической прибыли исходит из простого предположения о том, что компания создает стоимость для акционеров только в случае, если она получает экономическую прибыль. Устойчивые и процветающие компании не те, у которых больше учетной, балансовой прибыли, а те, которые создают добавленную стоимость для акционеров;

3. Исследованы ключевые факторы формирования стоимости на основе дисконтированных моделей экономической прибыли и их модификации в виде моделей добавленной стоимости. Выявлены ключевые факторы создания добавленной экономической стоимости - инвестиции, рентабельность и темп роста денежного потока.

4. В диссертации исследованы академические модели экономической прибыли, как предтеча добавленной экономической стоимости: модель Ольсена, ЕВО и Ольсена - Фальтхама. Рассмотрены пути их усовершенствования и развития. Основным принципом, лежащим в основе EVA, является то, что учетная прибыль необходима, но недостаточна для создания дополнительной стоимости. Чтобы получить дополнительную стоимость, компания должна иметь экономическую прибыль (а это непосредственно влияет на повышение цены акций). Компания, которая имеет отрицательную добавленную экономическую стоимость, снижает стоимость акционерного капитала, что приводит к снижению цены на ее акции.

5. Расчет экономической добавленной стоимости сочетает в себе сравнительную простоту и возможность определения на её основе стоимости компании, а также мотивирует менеджмент компании к принятию эффективных инвестиционных решений. EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная, положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная - о ее снижении и разрушении. Более того, измеритель EVA снижает остроту агентской проблемы компании и снижает безвозвратные издержки, которые в диссертации рассматриваются как скрытый фактор разрушения стоимости компании.

6. Практическое применение EVA не только при оценке инвестиционного проекта, но и как показателя финансовой деятельности компании за любой период, что является его существенным преимуществом в сравнении с традиционными показателями (DCF, NPV и т.д.) или такими как доход или рентабельность. Это преимущество обусловлено тем, что концепция EVA базируется на комплексном подходе, как в оценке компании, так и менеджмента.

7. В диссертации приведен графический анализ EVA у трех групп российских компаний. Эмпирический анализ, проведенный по базе данных добавленной стоимости EVA циклических российских компаний, показал, что адекватной инструментальной моделью анализа EVA является эконометрическая модель на панельных данных со случайными эффектами.

8. На эмпирических данных нашли подтверждения ряд выдвинутых гипотез. Так, dummy переменные размер компании и госсобственность являются значимыми характеристиками (факторами) и оказывают отрицательное (разрушающее) воздействие на EVA. Данный результат объясняется тем, что государственные компании (обыкновенных акций в собственности государства более 51%) обладают излишками производственных мощностей и материальных запасов и поэтому управляются не эффективно. Отраслевые dummy переменные не влияют на создание добавленной стоимости. Однако имитационный расчет показал, что факторы капитальные вложения СарЕх и амортизация влияют на EVA. Этот вывод подтверждает тот факт, что исследуемые ключевые показатели KPI связаны с инвестированным капиталом и не противоречат финансовой теории об опосредованном их воздействии на EVA. Также эконометрический анализ выявил, что финансовый рычаг (D/E) не оказывает влияния на EVA российских компаний. Такой вывод явно противоречит теории. Возможным объяснением данного факта может быть то, что российские компании не привыкли использовать финансовый рычаг в качестве инструмента создания стоимости.

9. Исследование эмпирических данных во время финансового кризиса подтвердило ряд гипотез, выдвинутых ранее. Размер компании является не значимым фактором, хотя dummy переменная госсобственность остается значимой характеристикой с отрицательным коэффициентом влияния на добавленную стоимость. Такое влияние на EVA в период предшествующий кризису и во время кризиса обусловлен тем, что госкомпании не рационально используют свои материальные средства, на выплаты дивидендов или бонусов высшему руководству компаний. Отраслевые переменные не оказывают влияния на EVA. Факторы СарЕх и амортизация статистически значимые величины, что соответствует предыдущим исследованиям. Подтверждается связь данных показателей с инвестированным капиталом и во время финансового кризиса. Это свидетельствует о том, что показатели капитальные вложения (СарЕх) и амортизация очень важны для российских компаний, если они стремятся получить положительную экономическую прибыль. Финансовый рычаг не влияет на EVA, что свидетельствует об не эффективном использовании российскими компаниями данный инструмент финансовой политики.

## Список литературы диссертационного исследования кандидат экономических наук Осипов, Ярослав Игоревич, 2012 год

1. Абрамов Е.Г. Структура баланса организации с учетом ее интеллектуальных активов // Российское предпринимательство. — 2011. —№3. —с. 76-80.

2. Аныпин В.М. Инвестиционный анализ. — М.: Дело, 2004. — 280 с.

3. Атилл Н. Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МФСО.— М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 440 с.

4. Барбер Ф., Штрак Р. Удивительная экономика персонал -зависимого бизнеса // Harward Business Review. Россия. — 2005. — №8(10).

5. Березинец И.В., Волков Д.Л. Управление ценностью: анализ, основный на бухгалтерских показателях моделей оценки. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ, 2006. (Научные доклады. № 3(R). — 2006).

6. Бернштейн П. Фундаментальные идеи финансового рынка: Эволюция.— М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. 247 с.

7. Битюцких В.Т. Мифы финансового анализа и управление стоимостью компании.— М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. 224 с.

8. Бухвалов A.B., Волков Д.Л. Исследование зависимости между фундаментальной ценностью и рыночной капитализацией российских компаний // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия Менеджмент. — 2005. — № 1. — с. 26-44.

9. Бухвалов А. В. Корпоративные финансы как инструмент стратегического менеджмента // Российский журнал менеджмента. — 2010. — Т. 8. — № 3. — с. 57-70.

10. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.1.— К.: Ника-Центр, 1999. —592 с.

11. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.2.— К.: Ника-Центр, 1999. —512 с.

12. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. Т.1.— К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. — 672 с.

13. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. Т.2.— К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. — 560 с.

14. Боер Ф. Питер Оценка стоимости технологий: проблемы бизнеса и финансов в мире исследований и разработок.— М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. — 448 с.

15. Боер Ф. Питер Практические примеры оценки стоимости технологий.— М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. — 256 с.

16. Брег С. Настольная книга финансового директора.— М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.— 532 с.

17. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. -М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2006. 1008 с.

18. Бригхэм Ю., Эрхарт М. Финансовый менеджмент. СПб: Питер, 2007. 960 с.

19. Валдайцев C.B., Воробьев П.П. Инвестиции / под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Лялина. — M.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005. — 440 с.

20. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании // Российский журнал менеджмента. — 2005. — Т. 3. — № 2. — с. 3-42.

21. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альбина Бизнес Букс, 2005. - 1341 с.

22. Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. — 2004. — № 2. — с. 3-26.

23. Долгопятова Т.Г., Кузнецов Б.В. Факторы адаптации промышленных предприятий // Модернизация экономики России: социальный контекст: 4 кн./ отв. ред. Е.Г. Ясин. — М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ. — 2004. — Кн. 2. — с. 237-272.

24. Долматова И.Н. Стоимость непубличной компании: оценка с позиции стейкхолдеров // Российское предпринимательство. — 2011. — №3. — с. 64-70.

25. Донцова JI.B., Никифорова H.A. Комплексный анализ бухгалтерской отчетности. М.: «Дело и сервис», 2001. - 304 с.

26. Дорнбуш Р., Фишер С. Макроэкономика, 2008. — М.: ИНФРА-М. 784 с.

27. Дубровин В.В. Оценка высокотехнологичной компании на различных этапах развития. // Автореферат на соискание ученой степени кандидата экономических наук, специальность 08.00.10. «Финансы, денежное обращение и кредит». — М., 2009. — 27 с.

28. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса, 2006. СПб.: Питер. - 464 с.

29. Ибрагимов Р. Можно ли управлять стоимостью компании, " капитализируя денежный поток"? // Рынок ценных бумаг. — 2002. — N16(223). — с. 69-73.

30. Ивашковская И.В. Модель стратегического стоимостного анализа фирмы // Экономическая наука современной России. — 2008. —№3. —с. 115-127.

31. Ивашковская И.В. Стратегический мониторинг создания стоимости для всех стейкхолдеров компании // Вестник Финансовой академии. — 2008. — № 3. — с. 69-85.

32. Ивашковская И.В. Управление стоимостью новый вектор аналитики фирмы // Управление компанией. — 2004. — №4. — с. 30-34.

33. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров, 2011. — М.: ИНФРА-М. — 430 с.

34. Касьяненко Т.Г. Оценка бизнеса. — Ростов н/Д: Феникс, 2009. — 621 с.

35. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Гелиос АРВ, 1999.-351 с.

36. Кинг Альфред М. Справедливая стоимость — дорожная карта менеджеров, аудиторов, инвесторов и оценщиков. Бизнес = Executive's Guide to Fair Value Profiting from the New Valuation Rules. — M.: Маросейка, 2010. — 129 с.

37. Ковалев B.B. Введение в финансовый менеджмент. — М.: "Финансы и статистика", 2001. — 768 с.

38. Ковалев В.В., Петров В.В. Как читать баланс. М.: Финансы и статистика, 2002. - 520 с.

39. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. — М.: Финансы и статистика, 2006. — 560 с.

40. Ковалев В.В., Ковалев Вит.В. Финансы организаций (предприятий). — M.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2006. — 352 с.

41. Ковалева A.M., Лапуста М.Г., Скамай Л.Г. Финансы фирмы. — М.: ИНФРА-М, 2003. — 496 с.

42. Кочович Елена Финансовая математика: с задачами и решениями. — М.: Финансы и статистика, 2004. — 384 с.

43. Козырь Ю.В. Стоимость компании. Оценка и управленческие решения.— М.: Издательство «Альфа-Пресс», 2009. — 376 с.

44. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. — М.: ЗАО «Олимп Бизнес», 2005 . - 576 с.

45. Коупленд Т., Долгофф A. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимости компании. — М.: Эксмо, 2009. —384 с.

46. Кудина М.В. Теория стоимости компании.— М.: ИНФРА-М, 2010. —358 с.

47. Лимитовский М. А. Устойчивый рост компании и эффекты левериджа // Российский журнал менеджмента. — 2010. — Т. 8. — №2. —с. 35-46.

48. Лопаткина Н.Ю. Оценка конкурентного потенциала интегрированной бизнес группы // Российское предпринимательство. — 2011. — № 9. — с. 78-83.

49. Максютов А.А. Экономика предприятия. М.: «Альфа Пресс», 2005. - 528 с.

50. Мартин Джон Д., Пети Вильяме Дж. VBM — управление, основанное на стоимости.— Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2006. — 272 с.

51. Маршалл А. Основы экономической науки.-М.: Эксмо, 2007.-832 с.

52. Мерсер 3., Хармс Т. Интегрированная оценка бизнеса. — М.: Маросейка, 2008. — 288 с.

53. Мими Джеймс и Тимоти Коллер. Формирующиеся рынки: особенности оценки компаний. Вестник МакКинси ("The McKinsey Quarterly. — 2000. — N4. — p. 7-11.).

54. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ, 1999.-М.: Дело.-220 с.

55. Мордашев С. Рычаги управления стоимостью компании. Рынок ценных бумаг. — N 15(198). — 2001. — с. 51-55.

56. Налоговый кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая. — М.: ООО «ТК Вебли», 2002. 512 с.

57. Нешитой A.C. Инвестиции. — М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2006. — 376 с.

58. Орехов С. А., Селезнев В. А. Основы корпоративного управления. —М.: Маркет ДС, 2008

59. Орехов С. А., Селезнев В. А., Тихомирова Н. В. Корпоративный менеджмент. — М.: Дашков и Ко, 2011

60. Осипов Я.И. Оценка стоимости компании с помощью экономической и бухгалтерской прибыли // Российское предпринимательство. — 2011. — №3 (2). — с. 71-75.

61. Осипов Я.И. Финансовая стратегия компании и модель EVA // Российское предпринимательство. — 2011. — №9 (1). — с. 6671.

62. Осипов Я.И. Справедливая цена на финансовых рынках // Математико-статистический анализ социально-экономических процессов: Межвузовский сборник научных трудов. Выпуск 8./

63. Московский государственный университет экономики, статистики и информатики. — М. — 2011. — с. 159-161.

64. Оценка бизнеса / под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. — М.: Финансы и статистика, 2006. 376 с.

65. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование. -СПб.: Питер, 2006. 784 с.

66. Попков В.П., Евстафьев Е.В. Оценка бизнеса. Схемы и таблицы.

67. Спб.: Питер, 2007.— 240 с.

68. Просветов Г.И. Оценка бизнеса: Задачи и решения.— М.: «Альфа Пресс», 2008.— 238 с.

69. Пястолов С.М. Экономический анализ деятельности предприятия. -М.: Академический проект, 2002. 573 с.

70. Ратникова Т.А. Введение в эконометрический анализ панельных данных // Экономический журнал ВШЭ. — 2006. — Т10. — №2. —с. 267-316.

71. Ратникова Т.А. Введение в эконометрический анализ панельных данных // Экономический журнал ВШЭ. — 2006. — Т10. — №3. —с. 492-519.

72. Ратникова Т.А. Введение в эконометрический анализ панельных данных // Экономический журнал ВШЭ. — 2006. — Т10. — №4.с. 638-669.

73. Рош Дж. Стоимость компании: От желаемого к действительному. Минск: Гребцов Паблишер, 2008. 352 с.

74. Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между алчностью и страхом, 2004. М.: Дело. - 271 с.

75. Рудык Н.Б. Структура капитала корпорации: Теория и практика, 2004. М.: Дело. - 272 с.

76. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов, 2005. М.: Дело. - 224 с.

77. Рудык Н.Б. Методы защиты от вредного поглощения, 2006. -М.: Дело.-384 с.

78. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса.— М.: Маросейка, 2008. —432 с.

79. Симионова Н.Е. Оценка бизнеса: теория и практика. — Ростов н/Д: Феникс, 2009. — 621 с.

80. Синогейкина Е.Г. Оценка имущественных комплексов предприятий на неразвитых рынках // Оценочная деятельность в России: Сборник научных трудов. Вып. 9 /Финансовая академия при Правительстве РФ. — М. — 2009

81. Синогейкина Е.Г. Перевалова К.А. Расчет премии за контрольный пакет акций в холдингах// Теоретический и научно-методический журнал «Вестник университета». — №21. — М.: Издательский дом ГУУ. — 2009

82. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости, 2005. М.: ЗАО «Олимп - Бизнес», 2005. — 432 с.

83. Соколова Ю.В. Создание добавленной стоимости компании венчурным инвестором // Российское предпринимательство. — 2011. —№ 11. —с. 48-54.

84. Структурные изменения в российской промышленности / под ред. Е.Г. Ясина, М.: Изд. Дом ГУ-ВШЭ, 2004. — 376 с.

85. Тис. Д., Пизано Г., Шуен Э. Динамические способности фирмы и стратегическое управление // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия «Менеджмент». — 2003. — № 4. — с. 133183.

86. Тамбовцев В. Л. Исследовательская программа «стратегия как практика» в изучении стратегического менеджмента // Российский журнал менеджмента. 2011. Т. 9. № 4. с. 51-62

87. Тамбовцев В. Л. Стратегическая теория фирмы: состояние и возможное развитие // Российский журнал менеджмента. — 2010. —Т. 8. —№ 1. —с. 5-40.

88. Трубникова Л.С. Малый бизнес: оценка деятельности с позиции экономической привлекательности // Российское предпринимательство. — 2011. — № 9. — с. 29-34.

89. Феррис К., Пети Б. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении. М.: ИД «Вильяме» , 2005 . - 255 с.

90. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия. — М.: Издательско-торговая корпорация, «Дашков и К», 2010. — 256 с.

91. Четыркин Е.М. Финансовая математика. — М.: Дело, 2002. — 400 с.

92. Четыркин Е.М. Финансовый анализ производственных инвестиций. — М.: Дело, 2006. — 256 с.

93. Чиркова Г. Как оценить бизнес по аналогии. Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — 224 с.

94. Царев В.В., Канторович А.А. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология. М.: Юнити - ДАНА, 2007. - 575 с.

95. Цимбаленко С.В. Финансовые вычисления. — М.: Финансы и статистика, 2007. — 160 с.

96. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. — М.: ИНФРА, 2003. — 1028 с.

97. Шипов В. Некоторые особенности оценки стоимости отечественных предприятий в условиях переходной экономики // Рынок ценных бумаг. — 2000. — N 18. — с. 20-37.

98. Шпилевская Е.В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса).— Ростов н/Д: Феникс, 2010. — 346 с.

99. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса).— М.: Издательство «Омега-J1», 2009. — 229 с.

100. Эванс Ф. Оценка компании при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. — М.: Альпима Паблишерз, 2009. — 332 с.

101. Эрбар А., Стюарт Б. Революция EVA // Российский журнал менеджмента. — Т.З. — № 4. — с. 77-100.

102. Ясин Е.Г. Российская экономика. Истоки и панорама рыночных реформ.— М.: ГУ-ВШЭ, 2002. — 437 с.

103. Abate J.A., Grant J.L., Stewart G.B.III. The EVA Style of Investing // The Journal of Portfolio Management. — 2004. — Vol. 30. — № 4. —pp. 61-72.

104. Alonso S.B., Palenzueva V.A., Herrero G.F. The Real Options Component of Firm Market Value: the Case of the Technological Corporation // Journal of Business Finance and Accounting. — 2006. — Vol. 1-2. — No. 33. — p. 203-219.

105. Aretz K., Pope P.F. Common Factors in Default Risk Across Countries and Industries: Ljubljana Meetings Papers/ EFA.2007.

106. Baran D., Hrotko L., Olejnik P. Economic value added — EVA.// Economics and management. — № 12. — 2007. — pp. 669-675.

107. Barham B., Chavas J-P., Coomes O. Sunk cost and the natural resources extraction sector: analytical models and historical examples of hysteresis and strategic behavior in the Americas.// Land Economics. — Vol. 74. — No 4. — 1998. — pp. 429-448.

108. Bernard V. The Feltham-Ohlson Framework: Implication for Empiricists.// Contemporary Accounting Research. — №11. — 1995. —pp. 733-747.

109. Charles M., Lee C. Accounting-Based Valuation: impact on

110. Business Practices.// Accounting Horizons. — Vol. 13. — No. 4. — December 1999.

111. Chen J., Zhu Z. Measuring Intellectual Capital: A new Model and Empirical Study // Journal of Intelectual Capital. — 2004. — Vol. 5. No. 1.—p. 195-212.

112. Chen S., Dodd O. Market Efficiency, CAPM, and Value-relevance of Earnings and EVA: A Reply to the Comment by Professor Paulo// Journal of Managerial Issues. — 2002. — Vol. 14. — No. 4. — p. 507-512.

113. Child J., Rodrigues S.B. Repairing the Breach of Trust in corporate governance // Corporate Governance. — 2004. — Vol. 12. — No. 2.p. 143-152.

114. Fama E., French K. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds // Journal of Financial Economics. — 1993. — Vol. 33.1. No. 1. — p. 3-56.

115. Feltham G., Grant J., Mbagwu C., Vaidyanathan G. Perhaps EVA Does Beat Earning-revisiting Previous Evidence// Journal of Applied Corporate Finance. — 2004. — Vol. 16. — No. 1. — p. 83-88.

116. Feltham G., Ohlson J. Residual earnings valuation with risk and stochastic interest rate. // The accounting review. — Vol. 72. — No. 2. — 1999. —pp. 165-183.

117. Feltham G., Ohlson J. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. // Contemporary Accounting Research. — Vol. 11.— Spring 1995. — pp. 689-731.

118. Fernandez P. EVA, Economic profit and Cash Value Added Do NOT Measure Shareholder Value Creation: IESE Business School Working Paper. — 2002.

119. Garvey G.T., Milbourn T. EVA versus earnings: Does it matter which is more highly correlated with stock returns.// Journal of Accounting Research. — Vol. 38. — 2000. — pp. 209-245.

120. Grant J.L. Foundations of economic value added/ second edition.// Wiley «fe Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2003. 324 p.

121. Grant J.L., Abate J.A. Focus of Value. A Corporate and Investor Guide to Wealth Creation. Wiley, 2001. 225 p.

122. Greene W.H. Econometric analysis/ 6th edition // Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey 07458, 2008. 1178 p.

123. Huang C., Wang M. The Effects of Economic Value Added and Intellectual Capital on the Market Value of Firms: An Empirical Study // International Journal of Management. — 2008. December.

124. Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: an analysis of decision under risk // Econometrica. — Vol. 47. — No. 2. — Mar. 1979. — pp. 263-291.

125. Keil M., Tan B., Wei K-K. A cross-cultural study on escalation of commitment behavior in software projects.// MIS quarterly. — Vol. 24. — No. 2. — 2000. — pp. 299-325.

126. Kyriaziz D., Anastassis C. The Validity of the Economic Value Added Approach // European Financial Management. — 2007. — Vol. 13.— No. 1.— p. 71-100.

127. Lee B.-S. An Empirical Test of the Accounting-Based Residual Income Model and the Tradi.Xiaoquan Jiang.// The Journal of Business. — Vol. 78. — No. 4. — Jul 2005. — pp. 1465-1504.

128. Liang C., Yao M. The Value relevance of Financial and Nonfinancial Information Evidence from Taiwan's Information Electronics Industry // Review of Quantitative Finance and Accounting. — 2005.— Vol.24. — Vol. 2.— p. 135-157.

129. Lo K., Lys T. The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory,1.mitations, and Empirical Applications.// Journal of Accounting, Auditing and Finance. — Vol. 15. — Summer 2000. — pp. 337367.

130. Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the cost of capital: Correction.// The American Economic Review. — Vol. 53. — No. 3. — 1963. — pp. 433-443.

131. Modigliani F., Miller M.H. Dividend Policy Growth, and the valuation of shares.// The Journal of Business. — Vol. 34. — No. 4.1961.— pp. 411-433.

132. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporate finance and the theory of Investment.// The American Economic Review. — Vol. 48,— No. 3.— 1958.— pp. 261-297.

133. O'Byrne S.F. EVA and Market Value // Journal of Applied Corporate Finance. — 1996. — Vol. 9. — No. 1. — p. 116-125.

134. O'Byrne S.F. EVA and Shareholder Return // Journal of Applied Corporate Finance. — 1997. — Vol. 7. — No. 1. — p. 50-54.

135. O'Byrne S.F. EVA and Its Critics // Journal of Applied Corporate Finance. — 1999. — Vol. 12. — No. 2. — p. 92-96.

136. Ohlson J. Discussion of Earnings, Book Value and Dividends in Equity Valuation.// Contemporary Accounting Research. — Vol. 18.

137. Spring 2001.— pp. 107-120.

138. Ohlson J. Earnings, Book Value and Dividends in Equity Valuation.// Contemporary Accounting Research. — Vol. 11. — Spring 1995. — pp. 661- 687.

139. Ottosson E., Weissenrieder F. CVA, Cash Value Added A New Method For Measuring Financial Performance // Gothenburg Studies in Financial Economics. — 199 Study. — 1996:1.

140. Paulo S. Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant A Comment // Journal of Managerial Issues. — 2002. — Vol. 14. — No. 4. — p. 500-506.

141. Pinches G.E., Narayanan V.K., Kelm K.M. How the Market Values the Different Stages of Corporate R&D Initiation, Progress, and Commercialization // Journal of Applied Corporate Finance. — 1996. — Vol. 9. — No. 1. — p. 60-69.

142. Stern J., Shiely J., Ross I. The EVA Challenge. Implementing Value-added Change in an Organization. Wiley&Sons, Inc., 2001.

143. Stewart G.B. Ill . Announcing the Stern Stewart Performance 1000. A New Way of Viewing Corporate America // Journal of Applied Corporate Finance. — 1990. — Vol. 3. — No. 2. — p. 38-59.

144. Thaler R. Toward a positive theory of consumer choice.// Journal of Economic Behavior and organization. —Vol. 1. — 1980. — pp. 3960.

145. Weissenrieder F. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? // Gothenburg Studies in Financial Economics. — 1997 Study. — 1997:3.

146. Young S., O'Byrne S. EVA and Value-based Management: A Practical Guide to Implementation. McGraw-Hill, 2000.152. www.damodan.com153. www.bloomberg.com