Федеральное государственное бюджетное образовательное

учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет

Институт «Высшая Школа Менеджмента»

**ВЗАИМОСВЯЗЬ БУХГАЛТЕРСКИХ И РЫНОЧНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КОМПАНИИ**

Выпускная квалификационная работа

студента 4 курса бакалаврской программы,

профиль – Финансовый менеджмент

**СИДОРОВА Егора Михайловича**

**\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**

Научный руководитель:

к.э.н., доцент

НИКУЛИН Егор Дмитриевич

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Санкт-Петербург

2017

Заявление о самостоятельном выполнении выпускной квалификационной работы

Я, Сидоров Егор Михайлович, студент 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – «Финансовый менеджмент»), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Взаимосвязь бухгалтерских и рыночных показателей компании», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

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

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

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

**СОДЕРЖАНИЕ**

[Введение 1](#_Toc480755279)

[ГЛАВА 1. Теоретические основы оценивания собственного капитала компании 3](#_Toc480755280)

[1.1 Понятие ценности собственного капитала 3](#_Toc480755281)

[1.2 Понятие ценностной значимости учетной информации 11](#_Toc480755282)

[1.3 Эмпирические исследования взаимосвязи бухгалтерских и рыночных показателей компании 16](#_Toc480755283)

[Выводы 23](#_Toc480755284)

[ГЛАВА 2. Эмпирическое исследование ценностной значимости учетной информации российских компаний 25](#_Toc480755285)

[2.1 Гипотезы и методология исследования 25](#_Toc480755286)

[2.2 Эмпирические результаты 42](#_Toc480755287)

[Заключение 49](#_Toc480755288)

[Список использованной литературы 51](#_Toc480755289)

[Приложения 57](#_Toc480755290)

[Приложение 1. Состав выборки 57](#_Toc480755291)

[Приложение 2. Структура выборки 58](#_Toc480755292)

# Введение

Понятие ценности компании, являющееся одним из ключевых теоретических понятий данной работы, основано на взаимосвязи фундаментальной и рыночной ценности актива. Из этой взаимосвязи вытекает одна из важнейших в контексте оценки ценности компании характеристик ее бухгалтерских показателей, а именно: ценностная значимость (value relevance). Ценностная значимость характеризует способность того или иного бухгалтерского показателя компании объяснять величину или вариацию какого-либо количественного индикатора рыночной ценности фирмы.

Из определения ценностной значимости понятно, что данное свойство учетных показателей представляет интерес для всех лиц, которые так или иначе связаны с компанией. Это, в свою очередь, обуславливает существование большого количества исследований, посвященных ценностной значимости.

Направление исследований, посвященных концепции ценностной значимости учетной информации, сформировалось более шестидесяти лет назад, и за это время был накоплен существенный объем эмпирических свидетельств ценностной значимости учетных показателей (балансовых показателей и финансовых показателей результатов экономической деятельности) применительно к действующим на различных рынках компаниям, а также выявлены некоторые факторы, оказывающие влияние на данное свойство учетной информации (размер фирмы, финансовое состояние, стадия экономического цикла и др.).

Основной вывод, который можно сделать при рассмотрении существующих работ по данной тематике: большая часть таких исследований проводилась на основе данных развитых финансовых рынков, то есть на основе данных западных компаний. Исследования же, посвященные ценностной значимости учетной информации, проводившиеся на основе данных российских компаний, представлены относительно небольшим числом работ: [Бухвалов, Волков, 2005а, б], [Волков, Березинец, 2006], [Волков, 2008] и [Бухвалов, Акулаева, 2014]. Это обуславливает целесообразность проведения комплексного исследования на основе данных российских компаний, охватывающего как можно большее число наблюдений, используя таким образом множество методик, накопленных в рамках исследований, посвященных западным компаниям.

Целью настоящего исследования является установление и обоснование взаимосвязи между рядом бухгалтерских показателей и рыночной капитализацией российских компаний, а также выделение факторов, оказывающих влияние на ценностную значимость бухгалтерской информации российских компаний.

Задачи данной работы могут быть сформулированы следующим образом:

1. Определить основные характеристики понятия «ценностная значимость учетной информации»;
2. Произвести отбор бухгалтерских показателей, имеющих теоретическую взаимосвязь с рыночной ценностью компаний, а также факторов, оказывающих влияние на ценностную значимость учетной информации;
3. Провести эмпирическое исследование для российских компаний, направленное на установление взаимосвязи между их бухгалтерскими и рыночными показателями;
4. Обосновать результаты исследования и разработать их управленческие приложения.

В рамках настоящего исследования в качестве эконометрического инструмента использовалась техника построения линейной регрессии (как правило, множественной). В качестве информационных источников использовались база данных СКРИН, содержащая в себе информацию о значениях учетных показателей компаний и о динамике торгов акциями компаний; опубликованная финансовая отчетность компаний, вошедших в выборку; сайт Московской биржи; доклады Всемирного Банка, посвященные состоянию российской экономики и ряд других.

Первая глава настоящей работы посвящена теоретическим понятиям, лежащим в основе исследования. В первом параграфе рассматривается понятие фундаментальной ценности и ее взаимосвязь с рыночной ценностью, понятие ценности собственного капитала компании, дается краткая характеристика подходов к определению этой ценности. Во втором параграфе дается характеристика понятия ценностной значимости учетной информации, а также рассматриваются некоторые методологические особенности исследований, посвященных данному понятию. Третий параграф целиком посвящен обзору существующих исследований по данной тематике.

Вторая глава данной работы посвящена эмпирической составляющей исследования. В первом параграфе описывается методология исследования и формулируются научные гипотезы, требующие эмпирического подтверждения. Второй параграф посвящен полученным в ходе работы эмпирическим результатам.

В заключении подводятся итоги проделанной работы и формулируются их возможные управленческие приложения.

# ГЛАВА 1. Теоретические основы оценивания собственного капитала компании

## 1.1 Понятие ценности собственного капитала

Так как одним из ключевых понятий, составляющих теоретическую базу данного исследования, является комплексное понятие ценности компании, имеет смысл рассмотреть теорию, лежащую в его основе.

Итак, само по себе понятие ценности является несколько общим. В финансовой теории принято различать несколько видов ценности, одним из которых является понятие фундаментальной ценности (fundamental value), которая в общем виде представляет собой оценку определенного элемента (это может быть капитал компании или отдельный его элемент в виде актива или обязательства), получаемую на основе совокупности прогнозируемых платежей (выплат), связанных с данным элементом. Существуют также понятия рыночной стоимости или ценности (market value) актива или обязательства, соответствующей ценам сделок с использованием такого актива или обязательства на рынке, и балансовой стоимости (book value), соответствующей стоимости актива или обязательства, указанной в финансовой отчетности фирмы. Последние два вида ценности (стоимости) могут по аналогии с фундаментальной ценностью рассматриваться применительно к капиталу компании в целом [Волков, 2008].

Отдельно стоит рассмотреть смысловое наполнение понятий «стоимость» и «ценность». Нередко данные понятия в научной литературе используются как взаимозаменяемые, однако в рамках данного исследования представляется целесообразным упомянуть о существующей в рамках финансовой теории разницы в их смысловом наполнении. В контексте пояснения вышеупомянутой разницы разумнее всего рассматривать указанные понятия применительно к некоторому активу. Понятие ценности актива лежит в пределах «экономической» концепции, в рамках которой количественное выражение экономической полезности актива определяется не только ценой приобретения или создания данного актива, но и той экономической полезностью, которую компания может получить, экономически грамотно распоряжаясь данным активом, создавая таким образом дополнительную ценность. Понятие стоимости актива, в свою очередь, лежит в пределах «бухгалтерской» концепции или теории финансового учета, в рамках которой количественное выражение экономической полезности заданного актива определяется теми средствами, которые были затрачены на его приобретение или создание [Брейли, Майерс, Аллен, 2015]. Смысловое разграничение рассмотренных понятий не носит принципиального характера, однако в рамках данного исследования их использование будет согласовано с вышеизложенной схемой и с учетом специфики самих определений видов ценности, изложенных ранее, таким образом, понятие «fundamental value» будет переводиться как «фундаментальная ценность», понятие «market value» - либо как «рыночная ценность», либо как «рыночная стоимость», то есть данные понятия будут использоваться как взаимозаменяемые, а понятие «book value» - как балансовая стоимость.

Далее важно рассмотреть теоретическую взаимосвязь между понятиями фундаментальной и рыночной ценности. Эта взаимосвязь основана на гипотезе эффективного рынка, окончательная формулировка которой была дана американским исследователем Э. Фамой в 1965 году. В своем исследовании [Fama, 1965] Фама утверждает, что рынок эффективен, если он «быстро адаптируется к новой информации». Далее будут кратко рассмотрены формы эффективности рынка.

Итак, в рамках данной теории принято различать слабую, среднюю и сильную форму рыночной эффективности в зависимости от того, какая информация учитывается рыночной стоимостью актива. Слабая форма предполагает учет прошлой информации, относящейся к активу (информация о динамике цен и объеме торгов), то есть все исторические ценовые данные эффективно «перерабатываются» и учитываются рынком и не могут служить основой для прогнозирования с использованием инструментов технического анализа. Средняя форма предполагает учет вышеуказанной информации, а также публичной информации, которая становится доступной в настоящий момент, таким образом, средняя форма эффективности рынка подрывает концепцию фундаментального анализа и делает невозможной торговлю на новостях. Все ограничения для технического анализа, возникающие при слабой форме эффективности, соответственно, сохраняются. Сильная форма эффективности предполагает учет не только всей прошлой ценовой информации об активе и публичной настоящей информации, но и инсайдерской информации, доступной ограниченному кругу лиц в силу их служебного положения или иных причин. Таким образом, сильная форма эффективности характеризует рынок, на котором пользователи внутренней привилегированной информации не в состоянии использовать ее для получения сверхприбыли. Все ограничения, возникающие при слабой и средней формах эффективности, соответственно, сохраняются [Володин, 2012].

В рамках финансовой теории предполагается, что если рынок эффективен (средняя форма эффективности), то фундаментальная и рыночная ценность собственного капитала совпадают. В тексте данной работы еще не была определена концепция ценностной значимости учетной информации, однако уже сейчас имеет смысл указать на то, что данная концепция базируется на понятиях рыночной ценности капитала компании и учетной информации, взаимосвязь которых составляет теоретическую основу всего исследования. Как будет рассмотрено далее, информация, содержащаяся в финансовой отчетности компании, во многом определяет значение фундаментальной ценности капитала компании, то есть существует тесная взаимосвязь между одним из центральных теоретических понятий данной работы и понятием фундаментальной ценности капитала, что обуславливает целесообразность более подробного его рассмотрения в теоретической части работы.

В работе [Дамодаран, 2010] выделяют три подхода к оценке ценности компании (объекта): доходный, затратный и сравнительный подход. Доходный подход включает в себя совокупность методов оценки ценности объекта, основанных на определении ожидаемых поступлений (выплат) от объекта. Затратный подход включает в себя совокупность методов оценки ценности объекта, основанных на определении величины затрат, которые необходимо осуществить для восстановления или замещения объекта с учетом его износа. Сравнительный подход, в свою очередь, включает в себя совокупность методов оценки ценности объекта, основанных на сравнении данного объекта с аналогичными ему, но в отношении которых имеется информация о рыночных ценах (ценах сделок). В рамках данного исследования теоретически релевантными являются лишь методы, которые соответствуют доходному подходу к оценке ценности в терминологии Дамодарана [Beisland, 2009], о чем косвенно свидетельствуют введенные ранее определения ценности (фундаментальной). Комплексная характеристика таких методов дается в монографии [Волков, 2008] в объеме и форме, которые максимально соответствуют формату проводимого исследования, а также тем целям, которые преследует данная его часть, поэтому излагаемая ниже теория и соответствующая ей терминология согласуются с соответствующей частью вышеупомянутой монографии.

Итак, выделяют два основных подхода к оценке фундаментальной ценности собственного капитала организации:

* *операционный подход (operating approach)*, в рамках которого сначала определяется фундаментальная ценность всего капитала компании, как собственного, так и заемного, посредством дисконтирования по определенной ставке всех будущих поступлений, обеспеченных работой собственного и заемного капитала компании, а затем из этой величины вычитают фундаментальную ценность долга фирмы, которая определяется по аналогии с ценностью всего капитала компании, только в роли поступлений выступают все будущие выплаты, ассоциированные с долговыми обязательствами. Получаемая в итоге разница представляет собой фундаментальную ценность собственного капитала компании;
* *капитальный подход (capital approach)*, в рамках которого сразу происходит расчет фундаментальной ценности собственного капитала компании посредством дисконтирования по определенной ставке совокупности будущих поступлений акционерам фирмы.

Итак, одним из ключевых понятий при оценке фундаментальной ценности фирмы, является совокупность всех будущих поступлений, которые принято определять одним из двух способов:

* *денежные потоки (cash flows)*;
* *потоки остаточной прибыли (residual income flows)*.

Таким образом, в зависимости от подхода к оценке фундаментальной ценности собственного капитала компании и вида создающих ценность потоков можно выделить две модели оценки фундаментальной ценности собственного капитала компании, каждая из которых имеет две вариации. Данные модели и их формулировки будут рассмотрены ниже.

Первой из рассматриваемых моделей является *модель дисконтирования дивидендов (Dividend Discounted Model – DDM)*, характеризующаяся капитальным подходом к оценке фундаментальной ценности собственного капитала компании. В качестве поступлений в данной модели рассматриваются выплачиваемые акционерам компании дивиденды (в соответствии с приведенной выше терминологией – денежные потоки).

Математически модель дисконтирования дивидендов может быть представлена следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
|  | (1) |

Элементы формулы:

 – фундаментальная ценность собственного капитала, рассчитанная с использованием модели дисконтирования дивидендов (DDM);

 – требуемая доходность на собственный капитал;

 – чистые дивиденды в i-м году прогнозирования. Чистые дивиденды за период представляют из себя разницу между величиной дивидендных выплат собственникам за определенный период и величиной дополнительных инвестиций собственников (акционеров) рассматриваемой компании за тот же период в любой форме, включая эмиссию акций.

Представленная выше модель была впервые описана в 1938 году в исследовании [Williams, 1938], но принято считать, что полное теоретическое обоснование получила в работе [Gordon, Shapiro, 1956; Волков, 2008]. Подробное описание этой модели можно найти в работе [Sharpe, Alexander, Bailey, 1995]. Главным достоинством модели дисконтирования дивидендов в контексте теоретической обоснованности можно считать ее соответствие общепринятому правилу определения справедливой стоимости ценной бумаги, согласно которому для определения этой стоимости необходимо найти сумму дисконтированных денежных поступлений, ожидаемых от этой ценной бумаги [Sharpe, Alexander, Bailey, 1995].

Далее рассматривается *модель дисконтирования свободных денежных потоков (Discounted Free Cash Flow Model – DFCFM)*, где поступления по аналогии с предыдущей моделью по приведенной выше классификации относятся к денежным потокам, однако данная модель характеризуется операционным подходом к оценке фундаментальной ценности собственного капитала компании, то есть в качестве денежных потоков в данном случае рассматриваются поступления поставщикам собственного и заемного капитала, а не только собственного (в данной связи модель дисконтирования свободных денежных потоков может рассматриваться как развитие модели дисконтирования дивидендов). Данное свойство модели обуславливает существование еще одного различия между ней и предыдущей, а именно: в модели дисконтирования свободных денежных потоков в качестве ставки дисконтирования рассматривается ставка требуемой доходности на весь капитал компании (в модели дисконтирования дивидендов используется ставка требуемой доходности на собственный капитал компании).

Математически модель дисконтирования свободных денежных потоков может быть представлена следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
|  | (2) |

Элементы формулы:

 - фундаментальная ценность собственного капитала, рассчитанная с использованием модели дисконтирования свободных денежных потоков (DFCFM);

 – свободный денежный поток в i-м году прогнозирования;

 – средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital – WACC);

 – балансовая/рыночная стоимость долга (на момент оценки). Существующие стандарты финансового учета в общем виде обуславливают равенство между балансовой и рыночной стоимостью долга [Волков, 2008].

Математическая формулировка модели позволяет понять, почему она характеризуется как модель, основанная на операционном подходе к оценке фундаментальной ценности собственного капитала компании: первое слагаемое формулы есть значение фундаментальной ценности всего капитала компании. Для получения фундаментальной ценности собственного капитала компании из данного значения вычитают величину долга компании. Описание данной модели можно найти в ряде различных источников, включающих в себя как работы, посвященные общей теории финансов [Brealey, Myers, 1991; Damodaran, 1996], так и более узконаправленные исследования [Copeland, Koller, Murrin, 1995; Rappaport, 1986].

Далее рассматриваются две вариации модели остаточной прибыли. Источники теории, лежащей в основе данной модели можно найти исследованиях [Fama, Miller, 1972; Miller, Modigliani, 1961; Edwards, Bell, 1961].

Как понятно из определения, одним из центральных понятий данной модели является понятие остаточной прибыли, которая в англоязычной научной литературе обозначается как «residual income» или «abnormal income», например, в исследовании [Ohlson, 1995]. Остаточная прибыль в общем виде определяется как разница между величиной бухгалтерской прибыли организации и величиной ее затрат на капитал. Таким образом, данная величина может быть записана в следующем виде:

|  |  |
| --- | --- |
|  | (3) |

Элементы формулы:

 – остаточная прибыль i-го года;

 – бухгалтерская прибыль i-го года;

 – требуемая доходность на капитал;

 – балансовая стоимость инвестированного капитала на начало отчетного года или конец года, предшествующего отчетному.

Как уже отмечалось, существует две вариации модели остаточной прибыли в зависимости от того, что представляет из себя показатель остаточной прибыли.

*Остаточная операционная прибыль (Residual Operating Income – ReOI)* – показатель, тождественный показателю EVA (Economic Value Added) [Stewart, 1999; Волков, 2008]. Его значение равно величине чистой операционной прибыли компании после уплаты налога на прибыль, но до уплаты процентов, то есть значению показателя EBI (Earnings before Interest), за вычетом затрат на весь капитал организации.

Показатель EBI в научной литературе может обозначаться как NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) [Stewart, 1999] или NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) [Copeland, Koller, Murrin, 1995]. Капиталом организации (инвестированным капиталом) считают в данном случае величину балансовой стоимости чистых активов организации (Net Assets – NA).

Отдельно стоит отметить, что понятие «чистые активы» имеет несколько значений. В некоторых случаях под чистыми активами понимают разницу между всеми активами компании и всеми ее обязательствами, то есть подразумевается, что активы «очищены» от обязательств. Однако в рамках данного исследования, если не указывается обратного, под величиной чистых активов будет пониматься по аналогии с западными работами по финансовой теории та часть активов компании, которая финансируется за счет платных источников, то есть величина активов компании за вычетом кредиторской задолженности.

В качестве ставки в случае остаточной операционной прибыли рассматривается средневзвешенная стоимость капитала организации (WACC/kW).

 При заданных обозначениях формула расчета величины остаточной операционной прибыли имеет вид:

|  |  |
| --- | --- |
|  | (4) |

*Остаточная чистая прибыль (Residual Earnings – RE)* – показатель, значение которого равно разнице между величиной чистой прибыли организации (Net Income - NI) и величиной ее затрат на собственный капитал. Таким образом, в случае остаточной чистой прибыли в качестве инвестированного капитала рассматривается величина собственного капитала компании (Equity - E). В качестве требуемой доходности, рассматривается, соответственно, требуемая ставка доходности на собственный капитал (kE).

При заданных выше обозначениях формула расчета величины остаточной чистой прибыли имеет следующий вид:

|  |  |
| --- | --- |
|  | (5) |

Итак, в зависимости от вида остаточной прибыли рассматриваемая модель может быть представлена в одной из двух вариаций, одна из которых соответствует операционному подходу к оценке фундаментальной ценности собственного капитала компании, а другая - капитальному: модель остаточной операционной прибыли и модель остаточной чистой прибыли.

*Модель остаточной операционной прибыли (Residual Operating Income Model –ReOIM)* представляет фундаментальную ценность собственного капитала компании как сумму балансовой стоимости собственного капитала компании на момент оценки и совокупности дисконтированных по требуемой ставке доходности на весь капитал компании остаточных операционных прибылей.

Математически данную вариацию модели остаточной прибыли можно представить следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
|  | (6) |

Элементы формулы:

 - фундаментальная ценность собственного капитала, рассчитанная с использованием модели остаточной операционной прибыли (ReOIM);

 – величина остаточной операционной прибыли в i-ом году прогнозирования;

 – средневзвешенная стоимость капитала;

 – балансовая стоимость чистых активов на момент оценки;

 – балансовая (рыночная) стоимость долга на момент оценки.

*Модель остаточной чистой прибыли (Residual Earnings Model —REM)* представляет фундаментальную ценность собственного капитала компании как сумму балансовой стоимости собственного капитала компании на момент оценки и совокупности дисконтированных по требуемой ставке доходности на собственный капитал компании остаточных чистых прибылей.

Математически данную вариацию модели остаточной прибыли можно представить следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
|  | (7) |

Элементы формулы:

 - фундаментальная ценность собственного капитала, рассчитанная с использованием модели остаточной чистой прибыли (REM);

 – балансовая стоимость капитала на момент оценки;

 – величина остаточной чистой прибыли в i-ом году прогнозирования;

 – требуемая доходность на собственный капитал.

Каждая из рассмотренных выше моделей опирается на определенные допущения, принимаемые в рамках финансовой теории, и имеет свои преимущества и недостатки, однако процесс оценки фундаментальной ценности собственного капитала компании не является предметом данного исследования, и понятие фундаментальной ценности было рассмотрено ранее, как уже отмечалось, по причине того, что оно занимает важное место в массиве теории, составляющего основу данного исследования, так как связано с понятием ценностной значимости учетной информации. Теперь, когда данное понятие было охарактеризовано в объеме и форме, соответствующих формату работы, имеет смысл перейти непосредственно к рассмотрению понятия ценностной значимости, являющегося центральным в рамках данного эмпирического исследования.

## 1.2 Понятие ценностной значимости учетной информации

Информация, содержащаяся в финансовой отчетности компаний, может использоваться для различных целей. В числе прочего, как видно из предыдущего раздела работы, определенные показатели финансовой отчетности являются входными данными в процессе оценки фундаментальной ценности капитала компании, иными словами, фундаментальная ценность в значительной степени определяется значениями учетных показателей организации. Как уже отмечалось, при условии эффективности рынка фундаментальная ценность капитала и его рыночная ценность совпадают, однако на практике эти оценки зачастую различны. Таким образом, инвестору в процессе принятия решения об инвестировании средств в тот или иной актив необходимо, с одной стороны, ориентироваться на ценность, определяемую рыночными механизмами, то есть на рыночную ценность, с другой – на теоретически обоснованную фундаментальную оценку, зависящей от учетных показателей. Рассмотрение двух видов оценок подразумевает анализ их взаимосвязи, что в данном случае тождественно анализу взаимосвязи между показателями финансовой отчетности компании и ее рыночной ценностью. Данная взаимосвязь и лежит в основе концепции ценностной значимости учетной информации: учетная информация в общем виде называется ценностно значимой, если показатели финансовой отчетности связаны с рыночной ценностью компании. Определение понятия ценностной значимости можно сформулировать по-разному. В работе [Barth, Beaver, Landsman, 2001], например, говорится, что исследование ценностной значимости подразумевает рассмотрение и анализ взаимосвязи между показателями финансовой отчетности компании и рыночной ценностью ее капитала. В исследовании [Francis, Schipper, 1999] этому вопросу уделяется большее внимание: в работе дается четыре формулировки определение ценностной значимости. Формулировка, которая наиболее часто ложится в теоретическую основу исследований ценностной значимости учетной информации, например, в таких исследованиях как [Hellstrom, 2006; Pathirawasam, 2013], выглядит следующим образом: учетная информация является ценностно значимой в случае наличия статистической взаимосвязи между показателями финансовой отчетности и ценой акций компании или их доходностью.

 Такая формулировка была выбрана по причине того, что она лучше всего определяет то, каким образом осуществляется эмпирическое исследование ценностной значимости учетной информации. Объединяя воедино сказанное выше, стоит отметить, что исследования ценностной значимости фокусируются не на том, как учетные показатели используются в оценке, а на том, способна ли информация, содержащаяся в отчетности компании, ex post объяснить изменения в цене акций или других количественных индикаторах рыночной ценности компании.

Итак, как уже отмечалось ранее, в рамках данного исследования информация считается ценностно значимой, если существует статистическая взаимосвязь между показателями финансовой отчетности компании и (в общем виде) количественными индикаторами ее рыночной ценности. Формально это можно определить следующим образом: MVE = f (AI), где MVE – рыночная ценность капитала, а AI – учетная информация.

Характерной методологией исследования ценностной значимости учетной информации является регрессионный анализ. Например, исследователь может рассматривать значимость статистической взаимосвязи между определенными показателями учетной информации компании и рыночной ценностью ее капитала или долю вариации количественных индикаторов рыночной ценности компании, объясняемой значениями показателей финансовой отчетности. Регрессионный анализ позволяет найти ответы на подобные вопросы, в частности, в первом случае можно рассмотреть, значимы ли индивидуальные коэффициенты при рассматриваемых показателях отчетности в модели, а во втором – значение коэффициента детерминации построенной регрессионной модели.

Одной из наиболее распространенных спецификаций регрессионной модели в контексте изучения ценностной значимости является модель цены. Такая модель анализирует статистическую взаимосвязь между рыночной ценностью капитала компании и ее балансовой стоимостью:

|  |  |
| --- | --- |
| P = β0 + β1\*BVS + e |  (8) |

Элементы формулы:

 – цена акции компании;

 – балансовая стоимость на акцию;

e – случайная составляющая модели.

В рассмотренной ранее модели остаточной прибыли, использующейся для оценки фундаментальной ценности капитала компании, в качестве входных данных рассматривается балансовая стоимость капитала (собственного или чистых активов), то есть теоретически цена акции компании может быть представлена в виде функции от этих показателей, поэтому прибыль на акцию EPS (операционная или чистая) нередко включается в качестве второй переменной в рассмотренную выше регрессионную модель (обозначения переменных эквивалентны представленным в предыдущей модели):

|  |  |
| --- | --- |
| P = β0 + β1\*BVS + β2\*EPS + e |  (9) |

Модели (8) и (9), приведенные выше, сформулированы в формате «на акцию», то есть в относительном формате. Однако, выбор того, какой формат модели будет рассматриваться в работе, относительный или абсолютный, остается за исследователем. В данном случае вопрос сводится к тому, что представляет из себя зависимая переменная: рыночную капитализацию или цену отдельной акции компании. Очевидно, что в первом случае и зависимые показатели берутся по своим абсолютным значениям (в спецификации (9) это балансовая стоимость капитала компании и совокупная прибыль за рассматриваемый период), а во втором (представленном выше) – в расчете на одну акцию. Вопрос выбора между данными форматами может быть отнесен к разряду дискуссионных и требующих дальнейших исследований. С одной стороны, использование формата с использованием показателей в расчете на одну акцию вносит статистическую ошибку в связи с разномасштабностью данных (гетероскедастичностью), с другой – считается, что такие модели обладают лучшей объясняющей силой по сравнению со вторым вариантом [Волков, 2008].

Безусловно, цена акции компании – очень важный показатель для инвестора на фондовом рынке, однако, как только средства были вложены в акцию или портфель, фокус смещается с цены на доходность.

Прежде чем рассмотреть спецификацию регрессионной модели доходности, целесообразно кратко охарактеризовать допущение о порядке бухгалтерского учета запасов и потоков (Clean-Surplus Relation). В рамках данного допущения предполагается, что величина собственного капитала компании (E) может изменяться только по двум причинам: вследствие отношений с собственниками компании, количественно выраженными в привлечении от них дополнительного капитала и выплате дивидендов, или конечного результата деятельности компании в течение отчетного периода, выраженного показателем чистой всевключающей прибыли (Net Comprehensive Income). Этот показатель отличается от показателя чистой прибыли тем, что некоторые потоки по стандартам бухгалтерского учета не включаются в чистую прибыль, а относятся непосредственно к увеличению собственного капитала, например, результат переоценки основных средств, который в случае использования показателя чистой прибыли относится к добавочному капиталу, который является элементом собственного капитала. В случае использования показателя чистой всевключащей прибыли, подобные потоки включаются в ее состав.

В случае, если описанное выше допущение выполняется, изменения в балансовой стоимости собственного капитала равны прибыли, когда дивиденды не выплачиваются. С учетом этого обстоятельства, а также того, что в рамках исследований на тему ценностной значимости учетной информации большое внимание традиционно уделяется тому, как изменения в рыночной ценности капитала связаны с процессом создания ценности компанией, определяемым стандартами финансового учета, наряду с предыдущими существует следующая спецификация регрессионной модели:

|  |  |
| --- | --- |
| R = β0 + β1\*E + e | (10) |

Элементы формулы:

E – прибыль, обычно приведенная в соответствующий масштаб посредством деления ее величины на величину балансовой стоимости всех активов организации или рыночную ценность собственного капитала;

R – доходность акции компании;

e – случайная составляющая модели.

Взаимосвязь между количественными индикаторами рыночной ценности компании и отдельными показателями финансовой отчетности может рассматриваться для разных временных периодов. В частности, исследования, рассматривающие короткие временные промежутки, классифицируются как исследования формата «event study», а длительные – как исследования взаимосвязи. Исследования формата «event study» зачастую анализируют поведение цен акций или их доходностей в контексте публикации компанией данных своей финансовой отчетности. Временное окно в таких случаях может составлять день или два. Исследования взаимосвязи не рассматривают, насколько быстро рынок реагирует на новую информацию. Рассматриваемый в таких исследованиях временной интервал может быть достаточно длительным: от трех-четырех месяцев до нескольких лет. Данное исследование по своему формату соответствует второму типу, хотя разграничение между ними носит несколько условный характер.

Рассмотренные выше спецификации представлены в общем виде. В различных исследованиях на тему ценностной значимости учетной информации представленные показатели могут разбиваться на составляющие, или они могут дополняться другими факторами, например, модель (10) может быть модифицирована с добавлением в качестве еще одного рассматриваемого фактора изменения прибыли компании за год, деленного на рыночную стоимость ее собственного капитала. Подобная спецификация впервые была использована в исследовании [Easton, Harris, 1991], а затем и в ряде последующих исследований, таких как [Francis, Schipper, 1999], [Lev, Zarowin, 1999], [Ely, Waymire, 1999]. Указанные спецификации породили множество споров касательно того, какая из них лучше: модель цены или модель доходности. Исследователи не пришли к однозначному выводу по данному вопросу. Подобная обобщающая позиция представлена, к примеру, в фундаментальном исследовании [Landsman, Magliolo, 1988].

Считается, что у каждой из данных спецификаций в контексте эконометрического анализа есть свои достоинства и недостатки. В исследовании [Kothari, Zimmerman, 1995], например, говорится о том, что модели цены лучше специфицированы, так как оценки коэффициентов при регрессорах в таких моделях получаются несмещенными, в отличие от моделей доходности. В этом же исследовании утверждается, что присутствие в показателе прибыли ценностно нерелевантного «шума» приводит к тому, что, в общем виде, обе модели дают недооцененные значения коэффициентов при регрессорах. Подобная точка зрения высказывается и в исследовании [Kothari, Sloan, 1992].

В независимости от того, какие эффекты в контексте эконометрического анализа характерны для представленных спецификаций, выбор между моделями должен осуществляться прежде всего исходя из «экономической мотивации» исследования, то есть исходя из того, что исследуется в работе и ответ на какой вопрос исследователь намерен получить. Эконометрические искажения можно нивелировать посредством использования определенных инструментов, однако концептуально ошибочный выбор модели сведет на нет всю полезность проведенного исследования. В числе прочего, в исследовании [Barth, Beaver, Landsman, 2001] предлагается следующее объяснение того, как экономическая основа исследования связана с выбором той или иной спецификации: ключевая разница между исследованиями, направленными на изучение ценностной значимости учетной информации, которые используют модель цены и модель доходности, заключается в том, что первая группа фокусируется на определении того, что отражается в рыночной ценности компании, а вторая – на определении того, что отражает непосредственно изменение в рыночной ценности за определенный временной период. Таким образом, если исследователь намерен проанализировать ценностную значимость балансовой стоимости капитала или одной из его составляющих, то ему следует остановить свой выбор на модели цены. В случае же, если исследователь больше заинтересован в рассмотрении процесса создания ценности, то ему стоит остановить свой выбор на модели доходности. Возникают ситуации, когда исследователь заинтересован в анализе того, как ценностная значимость меняется со временем или как влияют на ценностную значимость учетной информации новые стандарты учета. В таком случае, следуя логике исследования [Kothari, Zimmerman, 1995] исследователю имеет смысл использовать обе модели. В числе прочего, это поможет убедиться, что специфика полученных результатов не связана с выбором одной из двух функциональных форм регрессионной модели.

## 1.3 Эмпирические исследования взаимосвязи бухгалтерских и рыночных показателей компании

Выше уже были рассмотрены некоторые особенности работ, являющихся частью теоретической основы данного исследования, далее будет концептуально рассмотрен массив существующих исследований ценностной значимости учетной информации. Стоит отметить, что работы на данную тематику в том или ином виде начали появляться уже в тридцатые годы прошлого века, однако в рамках этого исследования работы будут рассматриваться начиная с шестидесятых годов, так как именно тогда началось оформление существующей сегодня в рамках исследований ценностной значимости учетной информации методологии.

Исследованием, которое положило начало современной методологии изучения ценностной значимости учетной информации, считается [Ball, Brown, 1968]. Данное исследование относится к типу «event study», в котором наблюдаются значения сверхдоходности акций компаний в месяцы до и после публикации информации о прибыли соответствующих компаний. Исследователи пришли к выводу, что прибыль является ценностно значимым учетным показателем, однако большая часть ее информационного содержания в контексте объяснения ценности компании учитывается в цене акций еще до публикации компаниями данных о ее значении. Тем не менее, после объявления финансовых результатов деятельности в течение определенного временного промежутка имеет место изменение цены акций, то есть часть информации учитывается все же уже после публикации данных, что особенно заметно в случае отрицательных прибылей. Аналогичные выводы делаются в фундаментальном исследовании [Beaver, 1968]: прибыль ценностно значима. В качестве доказательства авторы указывают на то, что наблюдается увеличение в объеме торгов ценными бумагами компаний в пределах недели от даты публикации компаниями своих финансовых результатов. Более того, исследователи утверждают, что интервал, в рамках которого изменяются цены акций компаний в течение вышеуказанной недели, гораздо больше аналогичного показателя в рамках периодов, отстоящих от даты публикации более чем на одну неделю.

В исследованиях, посвященных ценностной значимости учетной информации, где используется потоковый показатель в виде прибыли, как в двух последних, величина коэффициента при значении показателя прибыли в регрессионной модели представляет большой интерес. Большое количество исследований было посвящено рассмотрению значения этого коэффициента (ERC – Earnings Response Coefficient). Некоторые исследователи заявляют, что прибыль объясняет ценность компании хуже, чем это можно ожидать в теории. Этот вывод был сделан исходя из низких эмпирических оценок ERC и низкого значения коэффициента детерминации в исследованиях с использованием ERC [Lev, 1989]. Предпринимались многочисленные попытки объяснить данное явление: в исследованиях [Kormendi, Lipe, 1987; Dechow, Ge, 2006] в качестве возможной причины рассматривалась низкая степень устойчивости прибыли во времени, в исследованиях [Basu, 1997; Penman, Xiao-Jun, 2002] анализировалось влияние на величину данного коэффициента используемых учетных методов и выдвигалась гипотеза, что низкое его значение обусловлено использованием устаревших способов ведения учета, в исследовании [Easton, Harris, Ohlson, 1992] в качестве причины рассматривались неадекватно короткие временные промежутки для измерения как независимой, так и результирующей переменных. В ряде исследований рассматривалась взаимосвязь ценностной значимости показателя прибыли (и ряда других) и явления учетного консерватизма [Watts, 1993; Ball, Shivakumar, 2005; Choi, 2007; Givoly, Hayn, 2000; Brown, He, Teitel, 2006]. Наконец, существуют исследования, рассматривавшие в качестве причины явление управления прибылью [Marquardt, Wiedman, 2004; Christensen, Hoyt, Paterson, 1999].

Определенное число исследований в контексте изучения ценностной значимости было посвящено проверке гипотезы о том, что низкая объясняющая способность прибыли обусловлена неверной спецификацией регрессионных моделей [Freeman, Tse, 1992; Easton, Harris, 1991; Jing, Thomas, 2000; Hayn, 1995; Beaver, McAnally, Stinson, 1997].

Рассматривая неверную спецификацию как возможную причину, исследователи [Jing, Thomas, 2000] строят модель множественной регрессии, в которую добавляют переменные, отражающие информацию, содержащуюся в прогнозах аналитиков, а также в изменениях в ставке дисконтирования. По сравнению с простой моделью регрессии, получившаяся модель имела значительно больший показатель коэффициента детерминации, а также большую оценку ERC. Далее, в исследовании [Easton, Harris, 1991] сравнивается прибыль и ее изменения в качестве объясняющих переменных с зависимой переменной в виде доходности акций. Сначала строится модель простой регрессии, затем – модель множественной с добавлением переменных к исходной. В первом случае каждый показатель оказывается статистически значимым. В модели множественной регрессии коэффициент при прибыли получился значимым для всех 19 лет анализа, а коэффициент при величине ее изменения – лишь в 8 годах из 19. Подобный результат дает основание полагать, что оба показателя все же являются ценностно значимыми. Такая же методология использовалась в относительно недавних исследованиях [Elgers, Porter, Emily Xu, 2008; Francis, Schipper, Vincent, 2003; Monahan, 2005].

Отдельного рассмотрения заслуживает ряд исследований, посвященных анализу ценностной значимости в разных странах. Например, исследование [Ball, Kothari, Robin, 2000] фокусируется на анализе ценностной значимости в семи странах. Исследователи характеризуют учетные системы стран с системой общего права как в высокой степени политизированные, а системы учета стран с прецедентным правом - как те, в которых стандарты учета во многом определяются непосредственно частным сектором. Опираясь на данные производственных компаний, исследователи [Ali, Lee-Seok, 2000] рассматривают взаимосвязь между мерами ценностной значимости в контексте специфики разных стран. Они обнаружили, что ценностная значимость в общем случае ниже в странах, где финансовые системы могут быть охарактеризованы как «банкоориентированные», то есть в странах, где небольшое количество банков контролирует большую часть рынка финансовых ресурсов, а также в странах, где частный сектор не задействован в процессе создания учетных стандартов для бизнеса. В этом же исследовании утверждается, что в странах, где используется Континентальная учетная система, считающаяся более контролируемой законодательно, универсальной, консервативной и всячески избегающей неопределенности, ценностная значимость в общем случае ниже, чем в странах, где используется англо-американская модель, характеризующаяся гибкостью и прозрачностью [Othman, Zeghal, 2006]. В исследовании [Mingyi, 2000] пришли к выводу, что использование в учете метода начислений вместо кассового метода негативно влияет на ценностную значимость учетной информации в странах со слабой юридической защитой акционеров (в случае высокой степени защиты негативного влияния на ценностной значимость со стороны метода начислений не наблюдается). В исследовании [Barth, Landsman, Lang, 2008] представлено обоснование того, что использование международных стандартов финансовой отчетности связано с более высоким качеством учетной информации.

В контексте исследования ценностной значимости с учетом специфики различных стран предпринимались попытки изучить влияние размера фирмы на ценностную значимость учетной информации компаний. Например, в работе [Brimble, Hodgson, 2007], объектом исследования которой являлись австралийские публичные компании, исследователи пришли к выводу, что ценностная значимость учетной информации «больших» фирм значительно выше, чем «маленьких». В качестве возможных причин получения подобных эмпирических результатов исследования авторы рассматривают фокус финансовых аналитиков на деятельности «больших» фирм (финансовые аналитики, по мнению авторов, уделяют меньшее внимание деятельности «маленьких» фирм, что непосредственно влияет на степень ценностной значимости учетной информации), более высокую степень доступности информации о деятельности «больших» компаний («большие» фирмы, как правило, более прозрачны, то есть более активно занимаются публикацией финансовых результатов деятельности), большое количество «старт-апов» в числе «маленьких» фирм, ценностная значимость учетной информации которых, по мнению авторов, при прочих равных, ниже, чем у фирм, функционирующих в течение более длительного срока, а также более ярко выраженную тенденцию «маленьких» фирм демонстрировать отрицательные финансовые результаты экономической деятельности, что также может вести к снижению ценностной значимости показателей финансовой отчетности. К похожим выводам пришли авторы исследования [Clarke, Hodgson, 2000]. Далее, в работе [Bae, Jeong, 2007] исследовалась ценностная значимость учетной информации фирм, являющихся частью специфических финансово-промышленных групп «чеболь» в Южной Корее (аналог японских конгломератов «дзайбацу»), и, хотя и был сделан вывод о том, что ценностная значимость учетной информации фирм, входящих в данные конгломераты ниже, чем «независимых» фирм, косвенным выводом исследования стало то, что ценностная значимость учетной информации «больших» фирм выше, чем «маленьких», что согласуется с результатами предшествующих исследований на соответствующую тематику.

Прибыль и ее составляющие – потоковые показатели, однако существует немалое количество исследований, посвященных анализу ценностной значимости балансовых показателей. В исследованиях [Ohlson, Penman, 1992; Collins, Maydew, Weiss, 1997; Dechow, Hutton, Sloan, 1999; Ayers, 1998; Barth, Beaver, Landsman, 1998; Dontoh, Radakrishnan, Ronen, 2004] доказывается, что цена акций компании в значительной степени зависит от балансовой стоимости ее капитала. Стоит, однако, заметить, что балансовые показатели очень чувствительны к принципам оценки, которыми руководствуется в учете организация.

В исследовании [Barth, Beaver, Landsman, 1998] рассматривается, как взаимосвязаны ценностная значимость балансовых показателей и условное «финансовое здоровье» фирмы. Исследователи пришли к выводу, что чем в худшем финансовом состоянии находится компания, тем большую ценностную значимость приобретает балансовая стоимость капитала. Обратное верно для прибыли. В качестве своего рода вывода в данном исследовании говорится, что роль балансовых показателей заключается преимущественно в предоставлении информации о ликвидационной стоимости компании, что особенно важно для кредиторов. Это коррелирует с изложенными ранее особенностями взаимосвязи «финансового здоровья» фирмы и ценностной значимости балансовых показателей. На схожей логике основано исследование [Jenkins, Kane, Velury, 2009]. Аналогичный вывод делается в исследовании [Dechow, Hutton, Sloan, 1999], где утверждается, что балансовая ценность собственного капитала обладает приростной информационной полезностью относительно прибыли в контексте объяснения рыночной ценности компании. В исследовании [Ayers, 1998] также говорят о том, что активы фирмы и ее обязательства в целом ценностно значимые.

В течение последних десятилетий большинство западных стран перешло от индустриальных экономик к высокотехнологичным, ориентированным на сферу услуг. Это не могло не повлиять на ценностную значимость учетной информации, что и проверятся в ряде исследований.

В частности, в исследовании [Collins, Maydew, Weiss, 1997] рассматривается, как изменилась ценностная значимость прибыли и балансовая стоимость капитала со временем, следуя методологии [Ohlson, 1995]. В качестве меры ценностной значимости используется, как это обычно и происходит, коэффициент детерминации. Объяснительная способность прибыли и балансовой стоимости капитала разбивается на три элемента: приростная объясняющая способность прибыли, приростная объясняющая способность балансовой стоимости и общая объясняющая способность этих показателей. В исследовании заключают, что хоть приростная объясняющая способность прибыли и снизилась за последние 40 лет, это компенсируется увеличением приростной ценностной значимости балансовой стоимости капитала. В целом, исследователи заключают, что общая объяснительная способность рассматриваемых показателей практически не изменилась в пределах рассматриваемого временного промежутка.

В исследовании [Francis, Schipper, 1999] делают аналогичный вывод. Исследователи заключают, что были получены смешанные эмпирические доказательства изменения ценностной значимости учетных показателей с течением времени. Кроме того, в данном исследовании не было найдено эмпирического доказательства выдвигавшейся изначально гипотезе, согласно которой высокотехнологичные фирмы претерпели более заметное снижение ценностной значимости учетной информации по сравнению с фирмами, работающими в технологически стабильных отраслях.

В проведенном в Австралии исследовании [Brimble, Hodgson, 2007] заключают, что ценностная значимость бухгалтерской прибыли снизилась за рассматриваемый временной период незначительно, похожие результаты были получены и для датских компаний в исследовании [Thinggaard, Damkier, 2008].

В исследовании [Hellstrom, 2006] рассматривается ценностная значимость учетной информации в переходной экономике. Объектом исследования является выборка компаний Чешской Республики, рассматриваемый период – 1994-2001 гг. Целью исследования является проанализировать адекватность концепции ценностной значимости учетной информации применительно к компаниям, действующим в переходной экономике. В итоге, исследователь приходит к выводу, что ценностная значимость учетной информации в таких компаниях ниже, чем в тех, которые действуют в развитой экономике, используя Швецию в качестве образца, но ценностная значимость в таких компаниях, тем не менее, увеличивается со временем, что объясняется движением экономики страны к постиндустриальной.

В течение последних десятилетий некоторые страны начали вводить использование в системах учета международных стандартов. В исследовании [Barth, Landsman, Lang, 2008] рассматривается, повышается ли качество учетной информации компаний и, как следствие, ее ценностная значимость при введении таких стандартов. Исследователи заключают, что фирмы, вводящие подобные стандарты меньше подвержены негативным эффектам, сопровождающим такое явление как управление прибылью, а также демонстрируют более тесную взаимосвязь между определенными показателями финансовой отчетности и количественными индикаторами рыночной ценности. Кроме того, были получены результаты, согласно которым у регрессионных моделей, направленных на изучение ценностной значимости учетной информации компаний, перешедших на использование международных стандартов учета (IAS/IFRS), значительно большие значения коэффициента детерминации. Анализ основывается на сравнении учетных показателей компаний двадцати одной страны, начавших использовать IAS между 1994 и 2003 годами. Начиная с 2005 года, европейские органы контроля учета требуют, чтобы все компании, представленные на европейских фондовых рынках следовали стандартам IFRS. То, как введение этих стандартов повлияло на ценностную значимость учетной информации компаний, является достаточно популярным предметом исследования. Например, в исследовании [Floros, 2007] приходят к выводу, что введение IAS в среде греческих компаний незначительно повлияло на ценностную значимость. Опираясь на исследование выборки из немецких компаний, исследователи [Hung, Subramanyam, 2007] приходят к выводу, что балансовая стоимость капитала и прибыли не более ценностно значимы у компаний, следующих стандартам IAS, чем у компаний, следующих национальным стандартам учета (German GAAP). Однако, в исследовании [Jermakowicz, Prather-Kinsey, Wulf, 2007] приходят к выводу, что ценностная значимость учетной информации уменьшилась для German DAX-30 компаний (тридцать немецких компаний с крупнейшим оборотом и капитализацией) после введения IFRS. Исследование финляндских компаний [Niskanen, Kinnunen, Kasanen, 2000] показало, что объединение Finland GAAP и IAS не оказало существенного влияния на ценностную значимость учетной информации.

С учетом того, что на показатели финансовой отчетности компаний влияет как специфика конкретной компании, так и общие макроэкономические условия, теоретически ожидаемо, что ценностная значимость учетной информации на разных стадиях экономического цикла различна, то есть зависит от нее. В ряде исследований предпринимались попытки исследовать эту взаимосвязь. Например, в работе [Richardson, Kane, Graybeal, 1998] исследователи пришли к выводу, что модели, основанные на использовании учетных показателей компании и используемые для прогнозирования банкротства компании, чувствительны к стадии экономического цикла. Аналогичные выводы были сделаны в исследовании [Kane, Richardson, Graybeal, 1996]: авторы получили эмпирические доказательства того, что учет в моделях по прогнозированию банкротства компании стадии экономического цикла повышает их объясняющую силу. Далее, в исследовании [Johnson, 1999] эмпирические результаты говорят о большей величине ERC в периоды экономического роста по сравнению с периодами экономического спада (в последнем исследовании модель была специфицирована таким образом, что ценностная значимость учетной информации, в частности, прибыли измерялась величиной ERC, а не коэффициентом детерминации регрессионной модели). Подобный результат объяснен тем, что в период экономического роста макроэкономические условия, в которых действует та или иная компания, оказывают благоприятный эффект на уровень ценностной значимости ее учетных показателей.

Некоторые исследования ценностной значимости учетной информации фокусируются на том, какой вклад существующий массив исследований на данную тематику внес в становление и развитие стандартов ведения учета. В частности, в исследовании [Holthausen, Watts, 2001] определяют такой вклад как достаточно скромный. Исследователи заявляют, что хотя существует колоссальный по своему объему массив научной литературы на тему ценностной значимости, исследователи не ставят перед собой цели разработать комплексную теорию, которая, опираясь на эмпирическую составляющую исследования, могла бы предложить улучшение для существующей системы финансового учета. Исследователи [Barth, Beaver, Landsman, 2001] не согласны с тем, что исследования ценностной значимости в данном контексте бесполезны. В последнем исследовании утверждают, что исследования, направленные на изучение ценностной значимости учетной информации, в числе прочего, оценивают, насколько хорошо инвесторы используют учетную информацию для оценки ценности компании, оказывая тем самым помощь составителям учетных стандартов.

Отдельного рассмотрения заслуживают исследования, объектами которых, как и в данной работе, являются отечественные компании. Первые из числа относительно немногочисленных работ на соответствующую тематику представлены исследованиями [Бухвалов, Волков, 2005а, б] и [Волков, Березинец, 2006]. Результаты этих исследований были учтены и дополнены в масштабной работе [Волков, 2008]. В данной работе автор ссылается на обширную базу западных исследований, проведенных на основе данных по развитым финансовым рынкам, в рамках которых эмпирически доказывается (подтверждается), что модели остаточной чистой прибыли лучше объясняют значения количественных индикаторов рыночной ценности компании и их динамику по сравнению с традиционными моделями дисконтирования дивидендов и дисконтирования свободных денежных потоков. Основываясь на этом обстоятельстве, автор рассматривает вопрос о том, соблюдаются ли подобные закономерности для экономических условий не развитых, а развивающихся рынков, в число которых входит и Россия. По аналогии с исследованием [Ashbaugh, Olsson, 2002], являющимся методологической основой монографии, автор ставит перед собой следующую цель: подтвердить гипотезу, согласно которой величины балансовой стоимости собственного капитала компании и остаточной чистой прибыли могут объяснять величину рыночной стоимости акций компании (по сравнению с рядом исследований, изучавших данный вопрос на основе данных развитых финансовых рынков, формулировка гипотезы была изменена в сторону «смягчения», то есть модель остаточной чистой прибыли не сравнивается с традиционными, а проверяется лишь ее способность объяснять рыночную ценность компаний в реалиях российского финансового рынка). Эмпирические результаты данного исследования подтвердили сформулированное выше теоретическое ожидание автора. Аналогичная методология и выводы с небольшими отличиями были получены в более позднем исследовании на соответствующую тематику [Бухвалов, Акулаева, 2014], в рамках которого была предпринята попытка нахождения единообразной формулы для оценивания компаний, которую можно было бы использовать для большинства отраслей российской экономики.

## Выводы

Итак, в рамках данной главы были рассмотрены основные теоретические понятия, лежащие в основе исследования.

Прежде всего было охарактеризовано понятие «ценности» как таковое, рассмотрена взаимосвязь между фундаментальной и рыночной ценностью актива, а также понятие фундаментальной ценности собственного капитала компании в контексте выделяемых в литературе по финансовой теории подходов к оценке такой ценности. Были рассмотрены и кратко охарактеризованы основные модели оценки фундаментальной ценности (собственного) капитала компании, после чего была дана характеристика концепции ценностной значимости учетной информации, являющегося, как уже неоднократно отмечалось, центральным понятием в теоретической основе данного исследования.

Следующая часть работы была представлена обзором существующих на соответствующую тематику исследований: были рассмотрены некоторые характерные для исследований на тему ценностной значимости учетной информации особенности, связанные с методологией, кратко охарактеризованы наиболее часто используемые в рамках исследований подобного рода спецификации регрессионных моделей, а также изложены со ссылкой на западные исследования рассуждения на тему того, какой логикой целесообразно руководствоваться исследователю при выборе той или иной спецификации. Далее был рассмотрен ряд наиболее широко представленных исследовательскими работами направлений изучения ценностной значимости учетных показателей компании. Отдельно были выделены и рассмотрены исследования, посвященные анализу ценностной значимости, объектом которых были российские компании.

Основной вывод, который можно сделать при рассмотрении множества западных исследований на тему ценностной значимости, заключается в том, что на данный момент существует колоссальное количество возможных направлений ее исследования, формировавшихся на протяжении более чем шестидесяти лет. Одновременно с этим, вывод, следующий из рассмотрения такого рода исследований, проведенных на базе российских компаний, заключается в том, что для отечественных компаний в контексте исследования ценностной значимости учетной информации к данному моменту было сделано относительно немного при всей актуальности такого рода исследований. Таким образом, существует немалое количество вариантов того, в каком направлении может двигаться исследователь в контексте изучения ценностной значимости учетных показателей российских компаний, и практически все эти направления исследования будут актуальны для российского финансового рынка. Вышеописанные выводы обуславливают целесообразность проведения комплексного исследования ценностной значимости учетной информации отечественных компаний, охватывающего как можно большее число наблюдений, используя таким образом совокупность накопленных на базе проведения исследований развитых финансовых рынков методик. Более конкретно избранные для исследования аспекты ценностной значимости учетной информации российских компаний будут рассмотрены в следующей главе.

# ГЛАВА 2. Эмпирическое исследование ценностной значимости учетной информации российских компаний

## 2.1 Гипотезы и методология исследования

Первая часть настоящего исследования методологически основывается на работах [Волков, 2008] и [Бухвалов, Акулаева, 2014] и ставит своей целью дополнить полученные в рамках указанных работ результаты исследования ценностной значимости учетной информации на базе отечественных компаний. На данном этапе представляется целесообразным охарактеризовать основные сходства и различия между данным исследованием и вышеназванными работами.

Прежде всего в рамках данного исследования рассматривается больший временной период. Исследование [Волков, 2008] охватывало 31 компанию за 4 года (по 2005 г.), то есть проводилось на базе 124 фирм-лет, более позднее исследование [Бухвалов, Акулаева, 2014] – более 500 наблюдений за период 2002 – 2013 гг. Очевидно, что для проведения данного исследования доступен больший объем релевантной статистической информации. Очевидно также, что увеличение количества рассматриваемых наблюдений при использовании в исследовании техники построения линейной регрессии, лежащей в основе данной работы, ведет к увеличению степени репрезентативности получаемых эмпирических результатов при условии, что это является методологически обоснованным и такие наблюдения являются адекватными (например, не могут быть охарактеризованы как статистические выбросы). Итак, в настоящем исследовании рассматривается временной интервал 2002-2015 гг.

В выборку включались публичные компании, акции которых торговались на биржах РТС/ММВБ в 2002-2011 гг. и на Московской Бирже в 2012-2015 гг. после их объединения в декабре 2011 года. Изначально, совокупное количество наблюдений составило 1246 фирм-лет, однако впоследствии эта величина была уменьшена до значения в 769 фирм-лет. Подобное уменьшение связано с исключением из рассмотрения страховых и инвестиционных компаний, а также компаний, являющимися финансовыми посредниками, согласно распространённому подходу, использующемуся в рамках исследования ценностной значимости учетной информации. Во многих исследованиях отмечается тот факт, что методы составления финансовой отчетности, использующиеся такими компаниями, как правило, существенно отличаются от методов, используемых компаниями, не входящими в данную группу [Hellstrom, 2006; Francis, Schipper, 1999; Волков, 2008]. Этой же логикой при корректировке списка входящих в выборку компаний руководствовались авторы работ [Волков, 2008] и [Бухвалов, Акулаева, 2014]. Еще одним критерием отбора входящих в выборку компаний являлась высокая ликвидность их акций, так как только такие компании обладают адекватными рыночными показателями, что также согласуется с логикой работ на тему исследования ценностной значимости учетной информации в общем, и вышеназванными работами в частности. В рамках данного исследования отбор ликвидных компаний производился с опорой на базу расчета индекса РТС (после 2011 года – индекс РТС и ММВБ Московской Биржи), одним из критериев включения в базу расчета которого является высокая ликвидность акций компании, а также, где применимо, на основу списка акций компаний, входящих в I уровень листинга ценных бумаг на Московской Бирже, также имеющим требования, связанные с ликвидностью. Кроме того, учитывалась информация об объеме торгов акциями той или иной компании. Стоит, однако, отметить, что не существует универсальной методики отнесения той или иной компании к разряду ликвидных. Понятно, что в ситуации, когда акции компании имеют нулевой объем торгов на фондовой бирже в рамках рассматриваемого периода, компания может однозначно определена как неликвидная. Понятно также, что в ситуации, когда акции компании в больших объемах (относительно, например, рыночной капитализации компании) торгуются на фондовом рынке непрерывно, компания может быть отнесена к числу ликвидных. Однако, на практике приходится рассматривать компании, занимающих промежуточное между описанными выше ситуациями положения. Таким образом, список выделенных в рамках данного исследования ликвидных компаний нельзя считать единственно верным. Стоит также отметить, что количество отобранных ликвидных компаний в конкретном году из рассматриваемого временного промежутка сопоставимо с соответствующими показателями из работы [Бухвалов, Акулаева, 2014], где, как уже отмечалось, рассматривался период 2002-2013 гг. Количество компаний, рассматриваемых в рамках конкретного года, а также общую структуру выборки рассматриваемых в рамках настоящего исследования компаний можно найти в приложениях к данной работе.

Структура анализируемых данных в рамках данного исследования по аналогии с работой [Бухвалов, Акулаева, 2014] представлена в виде кросс-секций. Это обусловлено тем, что ввиду упомянутой выше необходимости включения в выборку рассматриваемых в соответствующий год компаний только тех, чьи акции ликвидны, количество компаний, входящих в выборку меняется год от года. Этому также способствуют уход некоторых компаний с рынка и появление новых. В ситуациях, когда исследователь имеет дело с развитым финансовым рынком, и, как следствие, имеет в своем распоряжении большое количество наблюдений, возможно следование принципу, согласно которому в выборку включаются только те компании, которые удовлетворяют всем критериям формирования выборки на протяжении всего рассматриваемого временного интервала (применительно к данной ситуации это означало бы, что в выборку должны включаться только компании, акции которых характеризуются высокой ликвидностью на протяжении всех четырнадцати лет). Очевидно, что применительно к данной ситуации такой подход сделал бы невозможным использование техники регрессионного анализа (и без того небольшое количество наблюдений сократилось бы до критически малого). В качестве возможной альтернативы возможно использование эконометрических инструментов анализа «неполных» панельных данных (несбалансированная панель), однако был сделан вывод, что с учетом недостатков таких методов более репрезентативные результаты будут получены при работе с кросс-секциями. Использование сквозной регрессии (pooled regression), игнорирующей панельную природу данных, также было признано нецелесообразным и методологически необоснованным: использование подобного метода разрушает логику исследования в контексте спецификации моделей, кроме того, при использовании такого инструмента возникает проблема автокорреляции.

В исследованиях [Волков, 2008] и [Бухвалов, Акулаева, 2014] высказываются некоторые соображение на тему того, что использование данных финансовой отчетности компаний, составленной по МСФО, должно привести к повышению репрезентативности получаемых в контексте исследования подобного рода результатов по сравнению с ситуацией, когда рассматриваются учетные показатели отчетности, составленной по РСБУ. Тем не менее, следуя логике тех же исследований, в данной работе используется информация, содержащаяся в финансовой отчетности, составленной по РСБУ, так как в противном случае, как и в ситуации с отбором компаний по ликвидности их акций, использование регрессионного анализа стало бы невозможным (многие компании в рамках рассматриваемого периода не публиковали отчетность по стандартам МСФО). Содержание финансовой отчетности вошедших в выборку компаний было получено с использованием базы данных СКРИН.

На данном этапе целесообразно отметить, что в исследованиях, посвященных анализу статистической взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными данными, возникает проблема их сопоставления во времени. Существование данной проблемы обусловлено тем, что бухгалтерская отчетность компаний, составленная на момент времени t, публикуется с определенным временным лагом. Кроме того, рынку необходимо время на то, чтобы среагировать на опубликованную информацию. Это означает, что использование в исследовании в контексте анализа взаимосвязи рыночных и бухгалтерских показателей фактически наблюдаемого в момент времени t рыночного показателя и бухгалтерского показателя (показателей) на тот же момент времени не вполне корректно. В качестве решения, следуя принятой в исследованиях, посвященных изучению ценностной значимости учетной информации, методологии в рассматриваемых далее моделях рыночные показатели будут рассматриваться с временных лагом в один квартал см., напр., [Banz, Breen, 1986], то есть на начало второго квартала, что позволит рыночным показателям «учесть» поступившую бухгалтерскую информацию.

В работе [Волков, 2008] и более позднем исследовании [Бухвалов, Акулаева, 2014] в роли показателей финансовой отчетности, используемых в качестве факторов в регрессионной модели, выступали балансовая стоимость собственного капитала компании и перпетуитет остаточных (чистых) прибылей. Концептуально такие эмпирические модели основывались на том же принципе, что и модели оценки фундаментальной ценности собственного капитала компании, относящихся к классу моделей остаточной прибыли, а именно: ценность собственного капитала компании определяется стоимостью ресурсов, которые компания использует для создания ценности (балансовой стоимостью собственного капитала компании), и непосредственно создаваемой с использованием этих ресурсов ценностью (перпетуитетом остаточных чистых прибылей). Подобная спецификация моделей была обусловлена теми целями (кратко охарактеризованными в соответствующем разделе настоящего исследования), которые перед собой ставили исследователи (строго говоря, в исследовании [Волков, 2008] рассматривались и другие спецификации, однако описанные выше носили ключевой характер). По сути, такая спецификация является одной из многочисленных вариаций «базовой» модели Олсона, где в качестве факторов рассматривается балансовая стоимость капитала компании и ее прибыль. В настоящем исследовании в качестве второго из упомянутых выше элементов будет рассмотрена чистая прибыль компании, то есть будет использован «классический» вариант модели Олсона. Выбор в пользу такой спецификации обусловлен двумя причинами: при расчете выборочного парного коэффициента корреляции балансовой стоимости капитала компаний и перпетуитета остаточных чистых прибылей был сделан вывод о наличии мультиколлинеарности между данными факторами для большинства лет из рассматриваемого в работе временного периода, что ведет к увеличению дисперсии оценок коэффициентов регрессионной модели и затрудняет интерпретацию получаемых результатов, кроме того, в контексте исследования ценностной значимости учетной информации на базе отечественных компаний «классическая» спецификация модели Олсона не использовалась, таким образом, применение такой модели в настоящем исследовании, вероятно, может считаться методологически обоснованным.

Итак, первая гипотеза, выдвигаемая в рамках настоящего исследования, в общем виде может быть сформулирована следующим образом:

*Гипотеза 1: Существует прямая зависимость между рыночной капитализацией компании, ее балансовыми показателями, а также финансовыми показателями результатов деятельности.*

На основе гипотезы 1 формулируются подлежащие эмпирической проверке гипотезы 1.1 и 1.2.

*Гипотеза 1.1: Существует прямая зависимость между рыночной капитализацией компании, балансовой стоимостью ее капитала и показателем чистой прибыли.*

Гипотеза 1.1 будет подвергаться эмпирической проверке с использованием «базовой» модели Олсона (эта спецификация уже рассматривалась в предыдущей главе настоящей работы), которая имеет следующий вид:

|  |  |
| --- | --- |
| Pi = β0 + β1\*BVSi + β2\*EPSi + ei | (11) |

Элементы модели:

Pi – рыночная стоимость акции компании i;

BVSi – балансовая стоимость капитала на акцию компании i;

EPSi – чистая прибыль на акцию компании i;

ei – случайная составляющая модели.

Ранее уже была описана проблема сопоставления рыночных и бухгалтерских данных во времени и способ решения такой проблемы, реализуемый в рамках данного исследования, в том числе и в рамках описанной выше модели. Стоит также заметить, что в данной модели, как видно из обозначений, все показатели берутся в относительном формате по причинам, рассмотренным в предыдущей главе настоящего исследования. В относительном же выражении рыночные и бухгалтерские показатели будут использоваться в моделях (12), (13.1) и (13.2), которые будут представлены ниже.

Отдельного рассмотрения заслуживает зависимый показатель, используемый в моделях (11), (12), (13.1) и (13.2), представленный рыночной стоимостью акции компании. Для расчета указанного показателя использовались средние значения курсов обыкновенных акций компаний, взвешенные с учетом объема торгов в первом квартале, выступающем в роли лага в контексте решения проблемы сопоставления рыночных и бухгалтерских показателей во времени. Причиной использования при расчете рыночной цены акции такой методики является то обстоятельство, что значения рыночной цены на конец конкретного дня торгов сильно разнятся между собой, что может негативно сказаться на результатах проводимого исследования, а данный подход позволит «сгладить» скачки в рыночной стоимости акций компаний. Схожая методология реализована в работе [Волков, 2008]. Бухгалтерские показатели, используемые в моделях, рассматриваемых в рамках настоящего исследования, в том числе в модели (11), будут рассматриваться на конец соответствующего года (для потоковых показателей – за соответствующий год), если не указано обратного.

Ранее уже отмечалось, что структура анализируемых данных представлена в виде кросс-секций. Таким образом, эмпирическая проверка гипотезы 1.1 и других гипотез, которые будут выдвинуты в рамках настоящего исследования, будет осуществляться именно применительно к рассматриваемым кросс-секциям (годам). Иными словами, гипотеза может быть эмпирически подтверждена (не подтверждена), или могут быть получены «смешанные» эмпирические результаты на конкретном временном периоде (это может быть весь рассматриваемый в рамках данной работы временной интервал либо какая-то его часть).

Теперь имеет смысл рассмотреть взаимосвязь гипотезы 1.1 и модели (11), которая, как уже отмечалось, будет использована для ее эмпирической проверки. Гипотеза 1.1 будет считаться эмпирически подтверждённой на конкретном временном периоде в случае, если модель (11), построенная на основе данных за соответствующий период, будет статистически значима, а также будут статистически значимы и положительны коэффициенты при регрессорах. Кроме того, ожидается, что рассматриваемые в рамках модели факторы будут обладать высокой устойчивостью в контексте объяснения значения зависимого показателя, то есть в рамках данной модели значение скорректированного коэффициента детерминации будет являться мерой ценностной значимости рассматриваемых в качестве регрессоров бухгалтерских показателей, однако низкая объясняющая способность модели не будет являться основанием для утверждения, что гипотеза 1.1 эмпирически не подтверждается. Статистическая значимость модели будет проверяться с использованием критерия Фишера, а статистическая значимость коэффициентов при регрессорах – с использованием критерия Стьюдента, в частности, выводы о статистической значимости модели и коэффициентов будет делаться на основании соответствующих значений p-value (пороговое значение в рамках настоящего исследования установлено на уровне 0,05). Последнее касается всех рассматриваемых в рамках настоящего исследования эмпирических моделей.

Как будет показано далее, чистая прибыль в качестве показателя результата деятельности компании способна объяснять рыночную стоимость ее акции. Однако, в рамках настоящего исследования поднимается вопрос о том, является ли этот показатель, часто используемый для подобных целей в рамках отчетности, составленной по РСБУ, лучшим количественным индикатором создаваемой компании экономической ценности. В качестве возможной альтернативы рассматривается показатель операционного денежного потока компании, или CFO (Cash Flow from Operations).

На данном этапе представляется целесообразным более подробное рассмотрение указанного показателя c целью продемонстрировать, что существуют определенные теоретические предпосылки тому, что он способен давать лучшее объяснение рыночной стоимости акций компании по сравнению с чистой прибылью и почему формулировка и последующая эмпирическая проверка соответствующей гипотезы методологически обоснована.

Итак, значение данного показателя может быть найдено по следующей формуле: CFO = EBIT\*(1-T) – Изменения в оборотном капитале + Амортизация, где T – ставка налога на прибыль. Отличительной характеристикой этого показателя является то, что его значение равно величине денежных средств, которые компания получает в результате своей основной (текущей/операционной) деятельности. Здесь также имеет смысл отметить, что денежные средства являются наиболее ликвидным активом в распоряжении компании, что обуславливает его особую роль в ее деятельности. Информация о величине денежных средств в компании позволяет, в числе прочего, сделать выводы о ее краткосрочной ликвидности, а также долгосрочной кредитоспособности. За счет данного денежного потока компания де-факто оплачивает все свои счета. Данный показатель может служить лучшим количественным индикатором «успешности» ведения компанией бизнеса по сравнению с прибылью еще и потому, что возможна ситуация, когда согласно отчету о прибылях и убытках компания в соответствующем отчетном периоде получила чистую прибыль (то есть прибыль компании положительна), однако она не способна платить по своим долговым обязательствам из-за отсутствия достаточного количества денежных средств. Подытоживая сказанное выше, рассмотрение величины операционного денежного потока компании в качестве создаваемой ей ценности имеет под собой определенные теоретические основания.

Сформулированная на основе данного предположения гипотеза имеет следующий вид:

*Гипотеза 1.2: Существует прямая зависимость между рыночной капитализацией компании, балансовой стоимостью ее капитала и показателем операционного денежного потока.*

Эмпирическая проверка гипотезы 1.2 будет проводиться с использованием модели (12):

|  |  |
| --- | --- |
| Pi = β0 + β1\*BVSi + β2\*CFOi + ei | (12) |

Элементы модели:

Pi – рыночная стоимость акции компании i;

BVSi – балансовая стоимость капитала на акцию компании i;

CFOi – операционный денежный поток на акцию компании i;

ei – случайная составляющая модели.

Гипотеза 1.2 будет считаться эмпирически подтверждённой на определенном временном периоде в случае, если модель (12), построенная на основе данных за соответствующий период, будет статистически значима, а также будут статистически значимы и положительны коэффициенты при регрессорах.

В рамках обзора существующих исследований, посвященных ценностной значимости учетной информации, в числе прочего, рассматривалось направление, в рамках которого изучалось влияние размера фирмы на данное свойство показателей финансовой отчетности компаний. Краткая характеристика полученных в рамках этого направления эмпирических результатов представлена в разделе работы, посвященному обзору исследований ценностной значимости. Изучение влияния данного фактора на ценностную значимость применительно к российским компаниям также представляет определенный научный интерес. Для исследования данного явления описанные ранее данные разбивались на две подвыборки, где критерием разделения являлся, очевидно, размер компании, а именно: рыночная капитализация. При использовании такого эконометрического инструмента методологически правильным, вероятно, было бы провести расчет медианы рыночной капитализации всех компаний, акции которых торгуются на фондовом рынке, а затем осуществить разбиение на подвыборки (или использовать бинарные переменные) на основе того, как соотносится рыночная капитализация конкретной компании с рассчитанной медианой [Clarke, Hodgson, 2000; Pathirawasam, 2013]. Однако, ввиду естественного недостатка фирм-лет по отечественному фондовому рынку, усугубляемому необходимостью исключения из выборки финансовых компаний, а также того, что акции далеко не всех отечественных компаний являются реально торгуемыми (ликвидными), в рамках настоящего исследования была рассчитана выборочная медиана рыночной капитализации компаний, на основе которой и было произведено разбиение выборок (кросс-секций) на подвыборки.

Сообразно логике приведенных в соответствующем разделе предыдущей главы исследований теоретически ожидаемым представляется то, что у «больших» компаний ценностная значимость учетной информации выше, чем у «маленьких».

Таким образом:

*Гипотеза 2: Ценностная значимость балансовой стоимости капитала компании и показателя ее чистой прибыли выше у крупных компаний по сравнению с компаниями меньшего размера.*

Из формулировки гипотезы 2 очевидно, что ее эмпирическая проверка будет проводиться с использованием модели (11), представленной ранее. Для того, чтобы гипотеза 2 считалась эмпирически подтверждённой, должно выполняться несколько условий. Прежде всего, ожидается, что модель (11), построенная на основе данных за определенный временной период на базе подвыборки, состоящей из «больших» компаний, будет статистически значима, а также будут статистически значимы и положительны коэффициенты при регрессорах. Помимо этого, ожидается, что модель (11), построенная на основе данных за аналогичный временной период, но на базе подвыборки, состоящей из «маленьких» компаний, будет либо статистически не значима, либо будет обладать меньшим значением скорректированного коэффициента детерминации.

В числе направлений исследования ценностной значимости учетной информации, получивших свое развитие на основе исследования западных компаний и финансовых рынков, в соответствующем разделе настоящего исследования рассматривалось направление, в рамках которого изучается, в той или иной форме, влияние «финансового здоровья» компании на свойство ценностной значимости ее учетной информации. Исследование влияния такого фактора на свойство ценностной значимости представляется актуальным и для отечественных компаний. Методологически настоящее исследование основано на тех выводах, к которым в рамках рассматриваемого направления приходили многие исследователи и которые были комплексно изложены в рамках уже упоминавшегося исследования [Barth, Beaver, Landsman, 1998], а именно: чем в худшем финансовом состоянии находится компания, тем большую ценностную значимость приобретает балансовая стоимость капитала и ее составляющие, и тем меньшую – прибыль (верно и обратное). Теоретическим обоснованием получения подобных эмпирических результатов на развитых финансовых рынках является, в числе прочего, своего рода принцип, в рамках которого предполагается, что роль балансовых показателей компании заключается преимущественно в предоставлении стейкхолдерам информации о ликвидационной стоимости компании, соответственно, чем хуже «финансовое здоровье» компании, то есть чем больше, при прочих равных, вероятность ее банкротства, тем большее внимание стейкхолдеры уделяют балансовым показателям, например, балансовой стоимости всего капитала компании. Логика исследования [Jenkins, Kane, Velury, 2009] основана на схожих рассуждениях, в частности там говорится о том, что в ситуациях, когда есть основания полагать, что «финансовое здоровье» компании находится на «высоком» уровне, стейкхолдеры склонны уделять большее внимание тем финансовым показателям финансовой деятельности компании, которые аккумулируют в себе информацию о будущих экономических выгодах, которые компания в состоянии создать и экспроприировать (например, прибыли). В противном случае стейкхолдеры фокусируются на «исторических» показателях, аккумулирующих в себе информацию о «текущей» («исторической») стоимости компании. В рамках настоящего исследования сообразно изложенной выше логике будет рассматриваться влияние «финансового здоровья» компании на ценностную значимость балансовой стоимости ее капитала и прибыли.

Эконометрически исследование влияния описанного выше фактора на свойство ценностной значимости учетных показателей можно строить по-разному. В рамках настоящего исследования, по аналогии с исследованием влияния на свойство ценностной значимости размера компании, проводится разбиение исходных выборок (компаний, входящих во множество наблюдений за конкретный год) на две подвыборки, одна из которых включает в себя компании, характеризующиеся «высоким» уровнем «финансового здоровья», а другая, соответственно, – компании, характеризующиеся «низким» уровнем «финансового здоровья». В данном контексте целесообразно отметить, что не существует универсального критерия разбиения данных на подвыборки по указанному признаку. В комплексном исследовании [Barth, Beaver, Landsman, 1998], рассматриваемого в рамках настоящей работы как обобщающее значительное количество эмпирических результатов, полученных в исследованиях, проведенных на основе развитых финансовых рынков, например, в качестве компаний, характеризующихся «низким» уровнем «финансового здоровья», рассматриваются публичные компании, проходящие процедуру принудительного делистинга ввиду банкротства. Однако, подобный метод неприменим по отношению к отечественным компаниям: из-за требования к ликвидности акций рассматриваемых в рамках настоящей работы компаний и специфики российского фондового рынка количество потенциальных наблюдений такого рода, которые способен на практике получить исследователь, недостаточно для получения сколько-нибудь репрезентативных результатов регрессионного анализа. Использование специфических эмпирических моделей, адаптированных для использования на емких западных финансовых рынках, предлагаемых в некоторых исследованиях по данному направлению для количественного измерения уровня «финансового здоровья» фирмы, методологически необоснованно и нецелесообразно. Таким образом, в рамках данной работы для разбиения исходных данных на подвыборки по данному признаку будет использован несколько «смягченный» метод: компания будет включаться в первую подвыборку (компании с «высоким финансовым здоровьем») в рамках конкретного года в случае, если за данный год показатель чистой прибыли компании характеризуется положительной величиной, в противном случае компания будет отнесена ко второй подвыборке (компании с «низким финансовым здоровьем»).

На основе вышесказанного формулируются следующие гипотезы:

*Гипотеза 3.1: Балансовая стоимость капитала имеет более высокую ценностную значимость, чем чистая прибыль, если показатель чистой прибыли характеризуется отрицательной величиной.*

*Гипотеза 3.2: Чистая прибыль имеет более высокую ценностную значимость, чем балансовая стоимость капитала, если показатель чистой прибыли характеризуется положительной величиной.*

Для эмпирической проверки приведенных гипотез будут использоваться однофакторные модели (13.1) и (13.2):

|  |  |
| --- | --- |
| Pi = β0 + β1\*BVSi + ei | (13.1) |

|  |  |
| --- | --- |
| Pi = β0 + β1\*EPSi + ei | (13.2) |

Все обозначения в моделях тождественны обозначениям, представленным для модели (11).

Для того, чтобы гипотеза 3.1 считалась эмпирически подтвержденной, должно выполняться несколько условий. Ожидается, что модель (13.1), построенная на основе данных за определенный временной период на базе подвыборки «убыточных» компаний, будет статистически значима (в данном случае, значимость модели означает значимость коэффициента при единственном регрессоре), кроме того, коэффициент при регрессоре должен быть положительным. Помимо этого, ожидается, что модель (13.2), построенная основе данных за аналогичный временной период будет либо статистически незначима, либо обладать меньшим значением скорректированного коэффициента детерминации.

Для того, чтобы гипотеза 3.2 считалась эмпирически подтвержденной, также должен выполняться ряд условий. Ожидается, что модель (13.2), построенная на основе данных за определенный временной период на базе подвыборки «прибыльных» компаний, будет статистически значима, кроме того, коэффициент при регрессоре должен быть положительным. Помимо этого, ожидается, что модель (13.1), построенная основе данных за аналогичный временной период будет либо статистически незначима, либо обладать меньшим значением скорректированного коэффициента детерминации.

Важным понятием в контексте исследования ценностной значимости учетных показателей является понятие учетного консерватизма. Концептуально данное понятие может быть охарактеризовано через следующие условные принципы: информация о «хорошем» событии в контексте экономической деятельности компании учитывается только в том случае, если соответствующее событие уже произошло; информация о «плохом» событии учитывается, даже если соответствующее событие еще не произошло, но вероятным является то, что оно произойдет. На данном этапе имеет смысл рассмотреть данные принципы несколько подробнее, так как по причинам, которые будут изложены далее, понятие учетного консерватизма будет входить в число тех, что рассматриваются в рамках настоящего исследования.

Очевидно, что экономическая деятельность любого субъекта предполагает, что, в том или ином случае, он вынужден действовать в условиях недостатка информации, которая, при прочих равных, будь она в наличии, позволила бы ему принять оптимальное или близкое к оптимальному решение. Таким образом, для ряда потенциальных решений, которые приходится принимать экономическому субъекту, существует условный континуум возможных вариантов течения событий, образующийся двумя крайностями: максимально благоприятное и максимально неблагоприятное. Консервативный финансовый аналитик будет исходить из второго, то есть любые потери денег и ресурсов будут предполагаться максимально возможными, а любые приобретения – минимальными, например: все продажи компании будут минимальными, цены всех закупаемых ресурсов будут максимально высокими, без скидок, кредиторскую задолженность фирма будет погашать полностью и в срок, кредиты, выдаваемые компании, будут выдаваться под максимально высокую процентную ставку и на минимальный срок. Стоит, однако, отметить, что в контексте признания неблагоприятных событий должны учитываться только те, которые представляются аналитику возможными (в разумных пределах), то есть такие события как война, революция или техногенная катастрофа (стихийное бедствие) в расчет не принимаются (в случае, если деятельность компании не связана с чем-то подобным). Смысл консервативного поведения в учете сводится к обеспечению компанией в своих прогнозах максимально «твердой» базы, с позиции которой любые изменения в экономической деятельности, независящие от компании, будут благоприятными, так как все неблагоприятные уже были учтены.

Согласно ряду исследований, упомянутых в соответствующем разделе настоящей работы, проведенных на базе западных финансовых рынков, существует прямая взаимосвязь между учетным консерватизмом и ценностной значимостью учетной информации [Watts, 1993; Ball, Shivakumar, 2005; Choi, 2007]. В частности, в работе [Ball, Shivakumar, 2005] исследователи говорят о том, что более своевременное признание потерь (потенциальных), лежащее в основе составления консервативной бухгалтерской отчетности, обуславливает более высокую корреляционную связь между бухгалтерской информацией и количественными индикаторами рыночной ценности компании, что, в свою очередь, предполагает положительную взаимосвязь между тем, насколько консервативно компании составляют финансовую отчетность (учетным консерватизмом), и ценностной значимостью учетных показателей. Далее, авторы исследования [Givoly, Hayn, 2000] предполагают, что явление учетного консерватизма может частично объяснять более высокие значения ERC в соответствующих моделях. К похожим выводам приходят в работе [Brown, He, Teitel, 2006].

Итак, очевидно, что учетный консерватизм связан со свойством ценностной значимости учетных показателей теоретически, так как по сути данное явление является составной частью процесса составления финансовой отчетности компаний. Кроме того, как было сказано выше, существуют эмпирические доказательства наличия этой взаимосвязи, полученные на основе развитых фондовых рынков. Отчетность любой компании является консервативной в той или иной степени, иными словами, учетный консерватизм – это явление, с которым в теории сталкивается практически любая компания, чему, как уже было отмечено, существуют эмпирические доказательства, полученные в исследованиях западных финансовых рынков. Рассмотрение данного понятия в контексте изучения ценностной значимости учетной информации отечественных компаний ввиду изложенной выше информации также представляет определенный научный интерес. В рамках данной работы с использованием определенных эконометрических инструментов будет предпринята попытка получить эмпирические свидетельства, которые позволят понять, имеет ли место данное явление в российской экономической действительности (применительно ко входящим в выборку компаниям). Теоретически ожидаемо, что величина чистой прибыли, которая будет выступать в роли ключевого бухгалтерского показателя, оценивающего степень консервативности отчетности компании, оценивается компаниями консервативно.

Прежде чем переходить к формулировке соответствующей гипотезы и рассмотрению модели, при помощи которой будет осуществляться ее эмпирическая проверка, имеет смысл кратко охарактеризовать еще один фактор, влияние которого на свойство ценностной значимости учетных показателей будет рассматриваться в рамках настоящего исследования, а именно стадию экономического цикла. Понятие экономического цикла тесно связано с понятием экономического кризиса, который по сути обуславливает существование системы взаимосвязанных стадий экономического цикла. Исследование влияния стадии экономического цикла (кризиса) на свойство ценностной значимости учетной информации, как уже отмечалось в соответствующем разделе настоящей работы, - отдельное направление в рамках изучения ценностной значимости. Изучение влияния данного фактора применительно к российским компаниям представляется особенно актуальным, так как, в числе прочего, российская экономика относительно часто сталкивается с периодами, которые финансовые аналитики характеризуют как кризисные, причем нередко эти кризисные периоды обладают определённой спецификой, являясь, насколько это возможно в данном контексте, локальными. Иными словами, мировой экономический кризис 2008-го года затронул экономические системы всех стран, в том числе и России, однако кризис девяностых годов или валютный кризис 2014-го года в большей степени касаются именно российской экономической действительности.

Таким образом, в рамках настоящего исследования, в числе прочего, рассматривается явление консерватизма при составлении компаниями финансовой отчетности, напрямую связанное со свойством ценностной значимости, и влияние на ценностную значимость стадии экономического цикла. Однако, эти понятия рассматриваются не по-отдельности, а в совокупности. Иными словами, в рамках данной работы будет рассматриваться влияние стадии экономического цикла (в рамках страны) на учетный консерватизм. Подобный дизайн исследования имеет под собой ряд теоретических оснований и методологически основан на работе [Jenkins, Kane, Velury, 2009]. Концептуально логика анализа данных явлений именно в контексте их взаимосвязи основывается на том, что существует ряд оснований полагать, что стадия экономического цикла непосредственно влияет на то, насколько консервативную отчетность составляет компания. Эти причины будут изложены ниже. Таким образом, данная взаимосвязь будет также характеризовать влияние стадии экономического цикла на свойство ценностной значимости учетной информации. На данном этапе имеет смысл отметить, что стадии экономического цикла по аналогии с вышеприведенным исследованием разбиваются на две группы: стадия экономического роста и стадия экономического спада. Определение того, является ли конкретный временной период кризисным (периодом экономического спада), не имеет в своей основе универсального алгоритма. Конечно, подавляющее большинство финансовых аналитиков сойдутся во мнении, что мировой финансовый кризис (последний) начался в 2008 году, однако уже на стадии определения того, когда этот кризис закончился (и закончился ли он вообще) применительно к конкретной стране, между ними возникнут разногласия. В исследованиях, проведенных на основе данных развитых финансовых рынков при определении того, какой период в рамках соответствующего исследования будет считаться кризисным, если это предусмотрено методологией, авторы полагаются на данные аналитических компаний, занятых в соответствующей сфере. Например, в исследованиях, проведенных на основе данных фондового рынка США, авторы ориентируются на данные Национального Бюро экономических исследований, которое, в числе прочего, по определенным методикам классифицирует тот или иной период как кризисный или наоборот применительно к экономике Соединенных Штатов. Применительно к российским компаниям подобная возможность отсутствует. В рамках настоящего исследования определение того, какой период классифицировать как период экономического спада, а какой – как период экономического роста, производилось на основе докладов Всемирного Банка о состоянии российской экономики, которые публиковались на протяжении всего рассматриваемого в работе временного периода. Таким образом, имеет смысл отметить, что классификация, использующаяся в рамках настоящего исследования не является единственно возможной. Так, структура разделения в настоящем исследовании: 2002-2007 гг.; 2011-2013 гг. – периоды экономического роста, а 2008-2010 гг.; 2014-2015 гг. – периоды экономического спада.

Итак, если разделить стадии экономического цикла на две упомянутые выше группы, то, как уже отмечалось, существует ряд теоретических оснований полагать, что в периоды экономического спада компании склонны составлять финансовую отчетность более консервативно по сравнению с периодами экономического роста.

Прежде всего, есть основания полагать, что риск судебных разбирательств, связанных с ценными бумагами компаний, выше в периоды экономического спада, когда рынки капитала с большей вероятностью демонстрируют резкие падения рыночной стоимости ценных бумаг. Например, согласно исследованиям Стэндфордской юридической школы (Stanford Law School) значительное снижение рыночной стоимости акций в течение небольшого временного промежутка является непременным условием увеличения количества обвинений корпораций в различного рода мошеннических действиях со стороны регулирующих органов. В исследовании [Watts, 1993] одним из способов снижения риска подобного рода является более консервативное составление компаниями бухгалтерской отчетности. Подобные доказательства приводятся также в исследованиях [Ball, Shivakumar, 2005] и [Lara, Osma, Penalva, 2009]. В ряде исследований, основной фокус которых направлен на теорию аудиторской деятельности, утверждается, что в периоды экономического спада аудиторы, реагируя на повышение такого риска, всячески поощряют составление компаниями более консервативной финансовой отчетности. Подобная точка зрения высказывается, например, в работе [Huijgen, Lubberink, 2001]. Исследование [Willekens, Bauwhede, 2003] предоставляет эмпирические свидетельства того, что компании-клиенты большой четверки по описанным выше причинам придерживаются более консервативного подхода при составлении отчетности после «дела Энрон».

Далее, предполагается, что спрос на более консервативно составленную отчетность со стороны инвесторов и иных стейкхолдеров, включая регулирующие органы, выше в периоды экономического спада ввиду повышенной неуверенности последних в будущих результатах экономической деятельности компаний [Jenkins, Kane, Velury, 2009].

Последним аргументом в данном контексте является то, что фирмы зачастую предпочитают внутренние источники финансирования внешним, что обуславливается нежеланием топ-менеджмента становиться объектом «дополнительного» мониторинга со стороны кредиторов [Myers, 1984]. Однако, в периоды экономического спада во многих случаях внутреннее финансирование может быть недоступно компании ввиду ухудшившихся результатов экономической деятельности, что, соответственно, ведет к тому, что компании вынуждены прибегать к использованию внешних источников, становясь, таким образом, объектом мониторинга со стороны кредиторов. Кредиторы, в свою очередь, требуют от компаний более консервативно составленной отчетности, так как она позволяет адекватнее оценивать риски корпоративного банкротства. Пытаясь удовлетворить этим требованиям, компании, соответственно, составляют отчетность более консервативно. В дополнение к вышесказанному стоит отметить, что существуют эмпирические доказательства того, что составление более консервативной финансовой отчётности ведет к снижению стоимости капитала [Lafond, Olsson, Schipper, 2004] и стоимости долга [Zhang, 2008].

Таким образом, теоретически ожидаемо, что в периоды экономического спада величина чистой прибыли оценивается компаниями более консервативно, чем в периоды экономического роста.

Итак, на основе вышесказанного формулируется следующая гипотеза:

*Гипотеза 4: В периоды экономического спада величина чистой прибыли оценивается компаниями более консервативно, чем в периоды экономического роста.*

Количественная мера консервативности оценки компаниями чистой прибыли будет определяться при помощи модели, использованной в исследовании [Basu, 1997], где годовая чистая прибыль компании рассматривается в качестве зависимой переменной. Автор данной работы утверждает, что в такой модели стандартные ошибки и тестовые статистики, получаемые при использовании обычного метода наименьших квадратов, дают более адекватные значения при использовании подобной спецификации. Подобная количественная мера консервативности прибыли использовалась также в исследованиях [Pope, Walker, 1999; Ball, Shivakumar, 2005; Huijgen, Lubberink, 2001]. Отдельного упоминания заслуживает тот факт, что при такой спецификации модели мерой ценностной значимости выступает не скорректированный коэффициент детерминации, а величина ERC. Прямая зависимость между отрицательными значениями годовой доходности акций компаний, рассматриваемыми в рамках модели как «плохие» события, и значениями чистой прибыли компаний будет означать, что информация о «плохих» событиях учитывается прибылью быстрее, чем информация о «хороших», то есть, что величина чистой прибыли оценивается компаниями консервативно.

Непосредственная формулировка описанной выше эмпирической модели выглядит следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
| Earni = β0 + β1\*Reti + β2\*Dreti + β3\*Reti\*Dreti + ei | (14) |

Элементы формулы:

Earni – величина годовой чистой прибыли компании i;

Reti – годовая доходность акции компании i;

Dreti – бинарная переменная, равная единице, если Reti < 0, и равная нулю в противном случае;

ei – случайная составляющая модели.

Отдельного упоминания заслуживает тот факт, что величина годовой чистой прибыли в модели (14) делится на соответствующую величину рыночной капитализации компании для достижения эффекта соразмерности используемых в модели показателей. Величина коэффициента β1 оценивает «отклик» прибыли на значение доходности, когда доходность выражается положительной величиной, а величина β1 + β3 оценивает «отклик» прибыли на значение доходности, когда последняя отрицательна. Положительное значение β3 будет означать, что величина прибыли учитывает информацию о «плохих» событиях быстрее, чем о «хороших», то есть что величина чистой прибыли оценивается компанией консервативно. Влияние стадии экономического цикла на степень консервативности оцениваемой компаниями чистой прибыли будет оцениваться посредством сравнения результатов, полученных при построении модели (14) на периодах экономического роста и периодах экономического спада. В частности, величина β1 будет аккумулировать в себе влияние стадии экономического цикла на «отклик» прибыли на значение доходности, когда доходность отрицательна, а величина β3 – влияние стадии экономического цикла на «отклик» прибыли на значение доходности, когда доходность отрицательна. Для того, чтобы гипотеза 4 считалась эмпирически подтвержденной, прежде всего должно быть получено эмпирическое подтверждение того, что величина чистой прибыли оценивается компаниями консервативно. Для этого необходимо, чтобы модель (14) была статистически значима, а также чтобы были статистически значимы и положительны коэффициенты β1 и β3. Помимо этого, ожидается, что значение величины β3 в модели (14), построенной на основе периодов, определенных как периоды экономического спада, будет выше, чем аналогичный показатель в модели (14), построенной на основе периодов, определенных как периоды экономического роста. Это будет означать, что величина чистой прибыли учитывает информацию о «плохих» событиях в периоды экономического спада быстрее, чем в периоды экономического роста, то есть, что величина чистой прибыли в периоды экономического спада оценивается компаниями более консервативно.

Итак, выше была изложена методология, на которой основано данное исследование. Результаты эмпирической проверки сформулированных гипотез будут изложены в следующем параграфе настоящей главы.

## 2.2 Эмпирические результаты

Итак, ниже будут представлены результаты построения модели (11) на основе данных за весь рассматриваемый в рамках настоящего исследования период:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Et; Nit | Et; Nit |
| β1 | β2 | Prob > F | R2Adj. |
| 2002 | 0,39\*\*\* | 5,41\*\*\* | 0,00 | 0,71 |
| 2003 | 0,98\*\*\* | 7,88\*\*\* | 0,00 | 0,75 |
| 2004 | 1,59\*\*\* | 2,68\*\*\* | 0,00 | 0,79 |
| 2005 | 1,24\*\*\* | 7,66\*\*\* | 0,00 | 0,69 |
| 2006 | 1,27\*\*\* | 3,89\*\* | 0,00 | 0,71 |
| 2007 | 1,30\*\*\* | 2,34\*\*\* | 0,00 | 0,77 |
| 2008 | 0,21\*\*\* | 1,35\*\*\* | 0,00 | 0,66 |
| 2009 | 1,63\*\*\* | 2,77\*\*\* | 0,00 | 0,78 |
| 2010 | 1,17\*\*\* | 2,97\*\*\* | 0,00 | 0,69 |
| 2011 | 0,68\*\*\* | 5,15\*\*\* | 0,00 | 0,72 |
| 2012 | 0,37\*\* | 7,62\*\*\* | 0,00 | 0,63 |
| 2013 | 1,03\*\*\* | 1,89\*\* | 0,00 | 0,44 |
| 2014 | 1,17\*\*\* | 6,27\*\*\* | 0,00 | 0,40 |
| 2015 | 0,52\*\* | 8,75\*\*\* | 0,00 | 0,67 |

*Таблица 1 Результаты построения модели (11)*

В таблице 1, приведенной выше, а также в таблицах 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 и 9 используются следующие обозначения: (\*\*\*) – соответствующее значение p-value меньше, чем 0,01; (\*\*) – соответствующее значение p-value меньше, чем 0,05, но больше, чем 0,01; (\*) – соответствующее значение p-value меньше, чем 0,1, но больше, чем 0,05.

Итак, из приведенной выше таблицы можно сделать вывод о том, что на всем временном периоде 2002-2015 гг. модель (11) получилась статистически значимой, а также статистически значимыми получились коэффициенты при регрессорах. Значения коэффициентов при регрессорах положительны, что также ожидалось в теории. Таким образом, можно сделать вывод о том, что выдвигаемая в рамках данной работы гипотеза 1.1 эмпирически подтверждается на всем временном периоде. Кроме того, стоит отметить, что объясняющая сила модели (11) достаточно высока в пределах всего периода: наименьшее значение скорректированного коэффициента детерминации равно 40% в 2014 году, а наибольшее – 79% в 2004 году.

В рамках настоящего исследования были также получены результаты построения модели (11) для значения балансовой стоимости капитала не на конец соответствующего года, как это было сделано выше, а на начало. Результаты построения такой модели не влияют на эмпирическое подтверждение гипотезы 1.1, однако высокая объясняющая сила модели делает актуальным включение этих результатов в текст исследования.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Et-1; Nit | Et-1; Nit |
| β1 | β2 | Prob > F | R2Adj. |
| 2002 | 0,75\*\*\* | 5,37\*\*\* | 0,00 | 0,66 |
| 2003 | 1,00\*\*\* | 8,41\*\*\* | 0,00 | 0,69 |
| 2004 | 1,59\*\*\* | 3,52\*\*\* | 0,00 | 0,74 |
| 2005 | 0,96\*\* | 9,06\*\*\* | 0,00 | 0,61 |
| 2006 | 1,78\*\*\* | 3,70\*\* | 0,00 | 0,59 |
| 2007 | 1,64\*\*\* | 2,16\*\*\* | 0,00 | 0,63 |
| 2008 | 0,24\*\*\* | 1,42\*\*\* | 0,00 | 0,58 |
| 2009 | 1,69\*\*\* | 3,51\*\*\* | 0,00 | 0,67 |
| 2010 | 1,17\*\*\* | 3,88\*\*\* | 0,00 | 0,60 |
| 2011 | 0,67\*\*\* | 5,78\*\*\* | 0,00 | 0,63 |
| 2012 | 0,38\*\* | 7,75\*\*\* | 0,00 | 0,55 |
| 2013 | 1,00\*\*\* | 2,34\*\*\* | 0,00 | 0,34 |
| 2014 | 1,25\*\*\* | 4,06\*\*\* | 0,00 | 0,35 |
| 2015 | 0,63\*\* | 8,35\*\*\* | 0,00 | 0,56 |

*Таблица 2 Результаты построения модели (11) с использованием балансовой стоимости капитала на начало периода*

Итак, данная модель, как и «каноническая» версия модели (11), получилась статистически значимой на всем временном периоде, а также статистически значимыми и положительными получились коэффициенты при регрессорах. Объясняющая сила модели высока: наименьшее значение коэффициента детерминации равно 34% в 2013 году, наибольшее – 74% в 2004 году. Тем не менее, как уже отмечалось, объясняющая сила модели на каждом в соответствующем году такой модели ниже, чем модели (11), что вполне объяснимо. Результаты построения этой модели разве только усиливают достоверность эмпирических доказательств гипотезы 1.1, что послужило одной из основных причин включения результатов ее построения в текст работы.

Далее будут представлены результаты построения модели (12):

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Et; CFOt | Et; CFOt |
| β1 | β2 | Prob > F | R2Adj. |
| 2002 | 0,51\*\*\* | 3,65\*\*\* | 0,00 | 0,77 |
| 2003 | 0,91\*\*\* | 4,59\*\* | 0,00 | 0,91 |
| 2004 | 1,25\*\*\* | 1,98\*\*\* | 0,00 | 0,76 |
| 2005 | 1,33\*\*\* | 4,18\*\* | 0,00 | 0,85 |
| 2006 | 1,21\*\*\* | 2,87\*\*\* | 0,00 | 0,84 |
| 2007 | 1,56\*\*\* | 2,34\*\* | 0,00 | 0,75 |
| 2008 | 0,46\*\*\* | 1,13\*\* | 0,00 | 0,76 |
| 2009 | 1,37\*\*\* | 1,36\*\* | 0,00 | 0,77 |
| 2010 | 1,25\*\*\* | 2,70\*\*\* | 0,00 | 0,75 |
| 2011 | 0,82\*\*\* | 3,81\*\*\* | 0,00 | 0,80 |
| 2012 | 0,49\*\* | 5,22\*\*\* | 0,00 | 0,79 |
| 2013 | 0,88\*\*\* | 1,34\*\*\* | 0,00 | 0,42 |
| 2014 | 1,16\*\*\* | 2,37\*\* | 0,00 | 0,51 |
| 2015 | 0,69\*\* | 6,08\*\*\* | 0,00 | 0,72 |

*Таблица 3 Результаты построения модели (12)*

Итак, из приведенной выше таблицы можно сделать вывод, что модель (12) получилась статистически значимой, а также статистически значимыми и положительными получились коэффициенты при регрессорах. Кроме того, объясняющая сила модели получилась достаточно высокой: наименьшее значение скорректированного коэффициента детерминации равно 42% в 2013 году, наибольшее - 91% в 2003 году. Таким образом, можно сделать вывод о том, что выдвигаемая в рамках данной работы гипотеза 1.2 эмпирически подтверждается на всем временном периоде. Отдельного упоминания заслуживает то, что величина скорректированного коэффициента детерминации модели (12) выше, чем соответствующее значение модели (11), построенной на основе данных за тот же временной период, во всех случаях, кроме 2004-го, 2007-го и 2009-го года.

Далее будут представлены результаты эмпирической проверки гипотезы 2:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Et; Nit | Et; Nit |
| β1 | β2 | Prob > F | R2Adj. |
| 2002 | 0,95\*\*\* | 4,36\*\*\* | 0,00 | 0,78 |
| 2003 | 1,12\*\*\* | 5,37\*\*\* | 0,00 | 0,89 |
| 2004 | 1,22\*\*\* | 2,26\*\*\* | 0,00 | 0,89 |
| 2005 | 1,07\*\*\* | 5,68\*\*\* | 0,00 | 0,83 |
| 2006 | 1,14\*\*\* | 3,25\*\*\* | 0,00 | 0,84 |
| 2007 | 1,42\*\*\* | 2,49\*\*\* | 0,00 | 0,91 |
| 2008 | 0,55\*\*\* | 1,42\*\*\* | 0,00 | 0,75 |
| 2009 | 1,41\*\*\* | 2,37\*\*\* | 0,00 | 0,88 |
| 2010 | 1,23\*\*\* | 2,84\*\*\* | 0,00 | 0,87 |
| 2011 | 0,84\*\*\* | 3,98\*\* | 0,00 | 0,80 |
| 2012 | 0,76\*\*\* | 5,90\*\*\* | 0,00 | 0,79 |
| 2013 | 1,19\*\* | 1,83\*\*\* | 0,00 | 0,71 |
| 2014 | 1,08\*\*\* | 4,20\*\* | 0,00 | 0,52 |
| 2015 | 1,09\*\*\* | 5,26\*\*\* | 0,00 | 0,79 |

*Таблица 4 Результаты построения модели (11) на подвыборке «больших» компаний*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Et; Nit | Et; Nit |
| β1 | β2 | Prob > F | R2Adj. |
| 2002 | 0,46\*\*\* | 7,71\*\* | 0,00 | 0,59 |
| 2003 | 0,88\*\*\* | 9,12\*\* | 0,00 | 0,51 |
| 2004 | 1,01\*\* | 3,95\*\*\* | 0,00 | 0,58 |
| 2005 | 1,13\*\*\* | 8,91\*\*\* | 0,00 | 0,47 |
| 2006 | 1,09\*\* | 5,27\*\*\* | 0,00 | 0,55 |
| 2007 | 1,21\*\*\* | 3,70\*\* | 0,00 | 0,58 |
| 2008 | 0,11\*\* | 4,69\*\*\* | 0,00 | 0,50 |
| 2009 | 1,33\*\*\* | 3,24\*\*\* | 0,00 | 0,62 |
| 2010 | 1,07\*\*\* | 4,48\*\* | 0,00 | 0,43 |
| 2011 | 0,42\*\*\* | 6,31\*\*\* | 0,00 | 0,63 |
| 2012 | 0,21\*\* | 8,33\*\*\* | 0,00 | 0,39 |
| 2013 | 0,91\*\* | 2,97\*\*\* | 0,00 | 0,19 |
| 2014 | 1,01\*\*\* | 8,65\*\*\* | 0,00 | 0,26 |
| 2015 | 0,41\*\*\* | 9,14\*\* | 0,00 | 0,48 |

*Таблица 5 Результаты построения модели (11) на подвыборке «маленьких» компаний*

Итак, эмпирические результаты построения модели (11) на указанных подвыборках позволяют сделать вывод о том, что в обоих случаях модель получилась статистически значимой, а также статистически значимыми и положительными получились коэффициенты при регрессорах. Как и ожидалось в теории, величина скорректированного коэффициента детерминации модели (11), построенной на подвыборке «больших» компаний, получилась выше, чем аналогичный показатель модели (11), построенной на подвыборке «маленьких» компаний, для всего рассматриваемого в работе временного периода. Это означает, что гипотеза 2, выдвигаемая в рамках настоящего исследования, эмпирически подтверждается на всем временном периоде. Помимо тех теоретических обоснований подобных результатов, которые формулируются авторами западных исследований на соответствующую тематику, кратко рассмотренных в соответствующем разделе настоящей работы, применительно к российским компаниям имеет смысл сказать о том, что большая часть компаний, определенных как «большие» в рамках описанной методики, по сути представлена «голубыми фишками» российского фондового рынка, поэтому вполне ожидаемо, что учетная информация, публикуемая такими компаниями будет более ценностно значимой по сравнению с аналогичной информацией других компаний.

Далее будут представлены результаты построения моделей (13.1) и (13.2):

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Et | Nit | Et | Nit |
| β1 | β1 | Prob > F | R2Adj. | Prob > F | R2Adj. |
| 2008 | 0,34\*\*\* | 2,74\*\*\* | 0,00 | 0,66 | 0,00 | 0,72 |
| 2009 | 0,77\*\*\* | 8,02\*\*\* | 0,00 | 0,33 | 0,00 | 0,50 |
| 2010 | 0,97\*\*\* | 8,34\*\*\* | 0,00 | 0,31 | 0,00 | 0,65 |
| 2011 | 1,11\*\*\* | 8,55\*\* | 0,00 | 0,51 | 0,02 | 0,65 |
| 2012 | 0,89\*\*\* | 8,73\*\*\* | 0,00 | 0,28 | 0,00 | 0,59 |
| 2013 | 1,60\*\*\* | 9,12\*\*\* | 0,00 | 0,46 | 0,00 | 0,50 |
| 2014 | 1,35\*\*\* | 9,08\*\*\* | 0,00 | 0,20 | 0,00 | 0,49 |
| 2015 | 1,22\*\*\* | 7,48\*\*\* | 0,00 | 0,32 | 0,00 | 0,52 |

*Таблица 6 Результаты построения моделей (13.1) и (13.2) на подвыборке «прибыльных» компаний*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Et | Nit | Et | Nit |
| β1 | β1 | Prob > F | R2Adj. | Prob > F | R2Adj. |
| 2008 | 0,47\*\*\* | 3,64\*\*\* | 0,00 | 0,56 | 0,00 | 0,46 |
| 2009 | 1,29\*\*\* | 7,12\*\*\* | 0,00 | 0,87 | 0,00 | 0,74 |
| 2010 | 0,97\*\*\* | 3,32\*\* | 0,00 | 0,68 | 0,02 | 0,44 |
| 2011 | 1,46\*\*\* | 7,55\*\* | 0,00 | 0,87 | 0,02 | 0,71 |
| 2012 | 0,64\*\*\* | 8,96\*\*\* | 0,00 | 0,88 | 0,00 | 0,79 |
| 2013 | 0,35\*\* | 0,14\*\* | 0,02 | 0,22 | 0,03 | 0,13 |
| 2014 | 0,33\*\*\* | 1,79\*\*\* | 0,00 | 0,44 | 0,00 | 0,37 |
| 2015 | 0,68\*\*\* | 2,15\*\*\* | 0,00 | 0,42 | 0,00 | 0,31 |

*Таблица 7 Результаты построения моделей (13.1) и (13.2) на подвыборке «убыточных» компаний*

Прежде всего стоит отметить, что, как очевидно из приведенных выше таблиц, исходный временной период был сокращен до 2008-2015 гг. Это связано с тем, что количество компаний, вошедших в выборку и получивших отрицательную чистую прибыль, то есть чистый убыток, в 2002-2007 гг. было столь малым, что использование техники построения линейной регрессии было нецелесообразным, так как результаты построения моделей получились бы совершенно не репрезентативными.

Итак, из приведенных выше таблиц очевидно, что модели (13.1) и (13.2) получились статистически значимыми на всем рассматриваемом в рамках эмпирической проверки гипотез 3.1 и 3.2 периоде для каждой из двух подвыборок. Знаки коэффициентов при регрессорах соответствуют теоретически ожидаемым. Основываясь на полученных значениях скорректированного коэффициента детерминации можно сделать вывод: балансовая стоимость капитала обладает большей ценностной значимостью, чем чистая прибыль на подвыборке «убыточных» компаний, а чистая прибыль, в свою очередь, обладает большей ценностной значимостью на подвыборке «прибыльных» компаний. Таким образом, гипотезы 3.1 и 3.2 эмпирически подтверждаются на временном периоде 2008-2015 гг. Относительно периода 2002-2007 гг. никаких выводов сделать нельзя.

Далее будут представлены результаты построения модели (14):

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Rett; Rett×Drett | Rett; Rett×Drett |
| β1 | β3 | Prob > F |
| 2008 | 0,021\*\*\* | 0,172\*\* | 0,00 |
| 2009 | 0,018\*\*\* | 0,139\*\*\* | 0,00 |
| 2014 | 0,029\*\*\* | 0,122\*\* | 0,00 |
| 2015 | 0,023\*\*\* | 0,141\*\*\* | 0,00 |

*Таблица 8 Результаты построения модели (14) на основе данных за периоды экономического спада*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Год** | **Значения оценок коэффициентов модели** | **Характеристики модели** |
| Rett; Rett×Drett | Rett; Rett×Drett |
| β1 | β3 | Prob > F |
| 2005 | 0,071\*\*\* | 0,119\*\*\* | 0,00 |
| 2006 | 0,029\*\*\* | 0,082\*\*\* | 0,00 |
| 2007 | 0,040\*\*\* | 0,089\*\* | 0,00 |
| 2011 | 0,052\*\*\* | 0,098\*\*\* | 0,00 |
| 2012 | 0,039\*\*\* | 0,113\*\*\* | 0,00 |
| 2013 | 0,074\*\*\* | 0,092\*\* | 0,00 |

*Таблица 9 Результаты построения модели (14) на основе данных за периоды экономического роста*

Как и в ситуации с построением моделей (13.1) и (13.2), модель (14) строилась на основе данных периодов с достаточным для построения регрессионной модели количеством отрицательных значений доходности акций. Так, из исходного временного периода были исключены 2002-2007 гг. и 2010 год.

Прежде всего очевидно, что в рамках описанного периода модель (14) получилась статистически значимой. Кроме того, получились статистически значимы и положительны коэффициенты β1 и β3, что и ожидалось в теории. Значимость коэффициента β3, а также его знак позволяют в рамках описанной ранее логики интерпретации результатов построения такой модели сделать вывод о том, что величина чистой прибыли оценивается компаниями консервативно. Это, как уже отмечалось, является одним из условий, которое должно выполняться для эмпирического подтверждения гипотезы 4, выдвинутой в рамках настоящей работы.

Оценивая полученные результаты в контексте эмпирической проверки гипотезы 4, стоит отметить, что сравнивать результаты построения регрессионной модели на разных выборках не вполне корректно, однако в данном случае очевидно, что значения коэффициента β3 модели, построенной на основе данных за периоды, определенные как периоды экономического спада, выше, чем аналогичный показатель в модели, построенной на основе данных за периоды, определенные как периоды экономического роста. Конечно, репрезентативность подобных результатов представляется относительно невысокой (оптимальное использование такой модели предполагает анализ панельных данных, охватывающих большой временной период), однако с учетом тех ограничений, которые накладывают на исследователя особенности данных отечественных компаний, их рассмотрение все же представляется целесообразным. Так, гипотеза 4 в рамках определенной для настоящего исследования методологии получает эмпирическое подтверждение.

# Заключение

Итак, все сформулированные в рамках настоящего исследования гипотезы получили эмпирическое подтверждение в рамках определенной методологии.

Один из основных выводов, который можно сделать на основании полученных в рамках данной работы эмпирических результатов, заключается в том, что балансовая стоимость капитала и величина чистой прибыли компаний объясняют значительную часть вариации рыночной стоимости акций компаний. На большей части рассматриваемого в рамках работы временного периода эти показатели объясняют более 50% вариации рыночной стоимости акций. Это соответствует выводам, которые были получены в более ранних работах, посвященных исследованию ценностной значимости учетной информации и проведенных на основе отечественных компаний, уже не раз упоминавшихся в тексте работы, иными словами, получение подобных эмпирических результатов было теоретически ожидаемо. В этом отношении российские компании схожи с западными, являющимися частью развитых финансовых рынков. Таким образом, в той степени, в какой полученные результаты репрезентативны, можно утверждать, что инвесторы при определении рыночной стоимости акции ориентируются на величину балансовой стоимости капитала копании и величину ее чистой прибыли. Кроме того, подобные эмпирические свидетельства позволяют говорить о том, что для объяснения рыночной ценности акций компаний в определенном смысле достаточно иметь информацию только о текущих значениях указанных показателей, таким образом, есть основания утверждать, что в контексте определения эмпирической фундаментальной ценности собственного капитала компаний можно избегать прогнозирования будущих значений показателей, характеризующих экономическую деятельность компании.

При замене величины чистой прибыли значением показателя операционного денежного потока компании объясняющая сила модели возрастает на большинстве временных промежутков. В тексте работы были рассмотрены некоторые теоретические обоснования подобного результата.

Влияние такого фактора как размер компании на свойство ценностной значимости учетной информации также получило эмпирическое подтверждение. Результаты работы соответствуют тем, что были получены на основе исследования развитых финансовых рынков, несмотря на то, что ряд методологических аспектов данной работы отличался от тех, что имели место в западных исследованиях, послуживших основной исследования влияния указанного фактора. Основанием получения таких результатов, как уже отмечалось, помимо тех, что выдвигались в ряде западных работ, может служить то, что компании, определенные в рамках настоящей работы как «большие», по сути представляют собой наиболее развитые и экономически устойчивые компании, осуществляющие свою основную деятельность на территории России, поэтому неудивительно, что ценностная значимость учетной информации таких компаний, в частности балансовой стоимости капитала и чистой прибыли, выше, чем у остальных.

Финансовое состояние компании, как было показано, также оказывает непосредственное влияние на ценностную значимость учетных показателей компании. В частности, в случае «убыточных» компаний инвесторы склонны ориентироваться на значения «исторических» учетных показателей компаний, в частности на балансовую стоимость капитала, а в случае компаний «прибыльных» - на показатели, в большей степени аккумулирующих информацию о тех экономических выгодах, которые компания в состоянии создать и присвоить, в частности, на величину чистой прибыли.

Наконец, были получены эмпирические свидетельства того, что величина чистой прибыли оценивается компаниями консервативно. Данные периодов, определенных как периоды экономического спада, демонстрируют, что величина чистой прибыли оценивается более консервативно по сравнению с остальными периодами. Это является отражением большего в периоды экономического спада спроса на составлениями компаниями консервативной отчетности. Эта информация представляет, в числе прочего, ценность для аудиторов и регулирующих органов: в периоды экономического роста компании могут использовать более «агрессивные» практики составления отчетности.

# Список использованной литературы

1. Березинец, И. В. Основы эконометрики / И. В. Березинец. – 4-е изд., испр. и доп. – СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2011. – 192 с.
2. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. Базовый курс / Р. Брейли, С. Майерс, Аллен Ф. – 2-е изд. – М.: Вильямс, 2015. – 576 с.
3. 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.
4. Бухвалов А. В., Волков Д. Л. 2005б. Фундаментальная ценность собственного капитала: использование в управлении компанией. Научные доклады НИИ Менеджмента СПбГУ. № 1.
5. Бухвалов, А. В. Эмпирическая фундаментальная оценка российских компаний: в поисках стратегической ценности / А. В. Бухвалов, Е. А. Акулаева // Российский журнал менеджмента. – 2014. – Т. 12, № 2. – С. 3-12.
6. Волков, Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков. – 2-е изд. – СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента», Издат. дом. С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. – 320 с.
7. Волков Д. Л., Березинец И. В. 2006. Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки. Научные доклады НИИ Менеджмента СПбГУ. №3 (R).
8. Володин, С. Н. Эффективность методов технического анализа при сверхкраткосрочных операциях на фондовом рынке : автореф. дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / Володин Сергей Николаевич. – М., 2013.
9. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – 1344 с.
10. Ali A, Lee-Seok H. Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. J Account Res 2000; 38: 1-21.
11. Ashbaugh H., Olsson P. 2002. An Exploratory Study of the Valuation Properties of Cross-Listed Firm’s IAS and US GAAP Earnings and Book Values. Accounting Review 77 (1): 107-126.
12. Ayers BC. Deferred tax accounting under SFAS No. 109: An empirical investigation of its incremental value relevance relative to APB No. 11. Account Rev 1998; 73: 195-212.
13. Bae, K.H., Jeong S.W. (2007). The value relevance of earnings and book value, ownership structure, and business group affiliation: Evidence from Korean Business Groups. Journal of Business Finance and Accounting, 34 (5), 740-766.
14. Ball R, Brown P. An empirical evaluation of accounting income numbers. J Account Res 1968; 6: 159-78.
15. Ball R, Kothari SP, Robin A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. J Account Econ 2000; 29: 1-51.
16. Ball R. and L. Shivakumar (2005), Earnings Quality in U.K. Private Firms: Comparative Loss and Recognition Timeliness, Journal of Accounting and Economics, Vol. 29, pp. 83-128.
17. Banz, R., and Breen, W. (1986). Sample dependent results using accounting and marketing data: Some evidence. Journal of Finance, 41(4), 779-793.
18. Barth ME, Beaver WH, Landsman WR. Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. J Account Econ 1998; 25: 1-34.
19. Barth ME, Beaver WH, Landsman WR. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. J. Account Econ 2001; 77-104.
20. Barth ME, Landsman WR, Lang MH. International accounting standards and accounting quality. J Account Res 2008; 46: 467-98.
21. Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. J Account Econ 1997; 14: 3-37.
22. Beaver WH. The information content of annual earnings announcements. J Account Res 1968; 6: 67-92.
23. Beaver WH, McAnally ML, Stinson CH. The information content of earnings and prices: A simultaneous equations approach. J Account Econ 1997; 23: 53-81.
24. Beisland, L. A. A Review of the Value Relevance Literature / L. A. Beisland // The Open Business Journal. – 2009. – Vol. 2. – pp. 7-27.
25. Brealey R., Myers S. 1991. Principles of Corporate Finance. 4th ed. McGraw-Hill: N.Y.
26. Brimble M, Hodgson A. On the intertemporal value relevance of conventional financial accounting in Australia. Account Finance 2007; 47: 599-622.
27. Brown, W., H. He and K. Teitel (2006), Conditional Conservatism and the Value Relevance of Accounting Earnings: An International Study, European Accounting Review, Vol. 15, pp. 605-26.
28. Choi, W. (2007), Bank Relationships and the Value Relevance of the Income Statement: Evidence from Income Statement Conservatism, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 34, pp. 1051-72.
29. Christensen TE, Hoyt RE, Paterson JS. Ex ante incentives for earnings management and the informativeness of earnings. J Bus Finance Account 1999; 26: 807-32.
30. Collins DW, Maydew EL, Weiss IS. Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty yers. J Account Econ 1997; 24: 39-67.
31. Copeland T., Koller T., Murrin J. 1995. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd ed. John Wiley & Sons.: N.Y.
32. Damodaran A. 1996. Investment Valuation. John Wiley & Sons.: N.Y.
33. Dechow PM, Ge W. The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. Rev Account Stud 2006; 11: 253-96.
34. Dechow PM, Hutton AP, Sloan RG. An empirical assessment of the residual income valuation model. J Account Econ 1999; 26: 1-34.
35. Dontoh A, Radhakrishnan S, Ronen J. The declining value relevance of accounting information and non-information-based trading: An empirical analysis. Contemp Account Res 2004; 21: 705-812.
36. Easton, P. and T. Harris (1991), Earnings as Explanatory Variables for Returns, Journal of Accounting Research, Vol. 29 (Spring), pp. 19-36.
37. Easton PD, Harris TS, Ohlson JA. Aggregate accounting earnings can explain most of security returns. J Account Econ 1992; 15: 119-42.
38. Edwards E., Bell P., 1961. The Theory and Measurement of Business Income. University of California Press: Berkeley, CA.
39. Elgers PT, Porter SL, Emily Xu L. The timing of industry and firm earnings information in security prices: A re-evaluation. J Account Econ 2008; 45: 78-93.
40. Ely, K. and G. Waymire (1999), Accounting Standard-setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927-93, Journal of Accounting Research, Vol. 37, No.2, pp. 319-52.
41. Fama, E. The Behavior of Stock Market Prices / E. Fama // Journal of Business – 1968. – Vol. 38, N. 1. - P. 34-105.
42. Fama E., Miller M. 1972. The Theory of Finance. Dryden Press: Hinsdale, IL.
43. Francis J, Schipper K. Have financial statements lost their relevance? J Account Res 1999; 37: 319-52.
44. Francis J, Schipper K, Vincent L. The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to Earnings) performance measures for returns. Contemp Account Res 2003; 20: 121-64.
45. Floros C. The effects of international accounting standards on stock market volatility: The case of Greece. Invest Manage Financ Innovat 2007; 4: 61-72.
46. Freeman RN, Tse SY. A nonlinear model of security price responses to unexpected earnings. J Account Res 1992; 30: 185-209.
47. Givoly, D. and C. Hayn (2000), The Changing Time-series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?, Journal of Accounting and Economics, Vol. 29, pp. 287-320.
48. Gordon M., Shapiro E. 1956. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. Management Science 3 (1): 102-110.
49. Hayn C. The information content of losses. J Account Econ 1995; 20: 125-53.
50. Hellstrom K. The value relevance of financial accounting information in a transition economy: the case of Czech Republic. Eur Account Rev 2006; 15: 325-49.
51. Hodgson, A., Clarke, S.P. (2000). Earnings, cashflow and returns: functional relations and the impact of firm size. Accounting and Finance, 40 (1), 51-73.
52. Holthausen RW, Watts RL. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. J Account Econ 2001; 31: 3-75.
53. Huijgen, C. and M. Lubberink (2001), Earnings Conservatism, Litigation and Contracting: The Case of Cross-Listed Firms, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 32, Nos. 7&8, pp. 1275-309.
54. Hung M, Subramanyam K. Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. Rev Account Stud 2007; 12: 623-57.
55. Jenkins, D.S. Earnings Conservatism and Value Relevance Across the Business Cycle / D.S. Jenkins, G.D. Kane, U. Velury // Journal of Business & Accounting. – 2009. – Vol. 36 N. 9-10. – P. 1041-1058.
56. Jermakowics EK, Prather-Kinsey J, Wulf I. The value relevance of accounting income reported by DAX-30 German companies. J Int Financ Manage Account 2007; 18: 151-91.
57. Jing L, Thomas J. Stock returns and accounting earnings. J Account Res 2000; 38: 71-101.
58. Johnson, M.F. (1999), Business Cycles and the Relation between Security Returns and Earnings, Review of Accounting Studies, Vol. 14, pp. 93-117.
59. Kane, G., F. Richardson and P. Graybeal (1996), Recession-induced Stress and the Prediction of Corporate Failure, Contemporary Accounting Research (Fall), pp. 631-50.
60. Kormendi R, Lipe R. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. J Bus 1987; 60: 323-45.
61. Kothari SP, Sloan RG. Information in prices about future earnings: Implications for earnings response coefficients. J Account Econ 1992; 15: 143-71.
62. Kothari SP, Zimmerman JL. Price and return models. J Account Econ 1995; 20: 155-92.
63. R. Lafond, P. Olsson and K. Schipper (2004), Cost of Equity and Earnings Attributes, The Accounting Review, Vol. 79, No. 4, pp. 967-1010.
64. Landsman WR, Magliolo J. Cross-sectional capital market research and model specification. Account Rev. 1988; 63: 586.
65. Lara, J., B. Osma and F. Penalva (2009), The Economic Determinants of Conditional Conservatism, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 36, Nos. 3&4 (April/May), pp. 336-72.
66. Lev B. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. J Account Res 1989; 27: 153-92.
67. Lev, B. and P. Zarowin (1999), The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them, Journal of Accounting Research, Vol. 37, No. 2, pp. 353-85.
68. Marquardt CA, Wiedman CI. The effect of earnings management on the value relevance of accounting information. J Bus Finance Account 2004; 31: 297-332.
69. Miller M., Modigliani F. 1961. Dividend policy, growth, and valuation of shares. Journal of Business 34 (4): 411-433.
70. Mingyi H. Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis. J Account Econ 2000; 30: 401-20.
71. Monahan SJ. Conservatism, growth and the role of accounting numbers in the fundamental analysis process. Rev Account Stud 2005; 10: 227-60.
72. Myers, S.C. (1984), The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, Vol. 39, pp.579-92.
73. Niskanen J, Kinnunen J, Kasanen E. The value relevance of IAS reconciliation components: empirical evidence from Finland. J Account Public Policy 2000; 19: 119-37.
74. Ohlson J. 1995. Earnings, book values, and dividends in security valuation. Contemporary Accounting Research 11 (2): 661-687.
75. Ohlson JA, Penman SH. Disaggregated accounting data as explanatory variables for returns. J Account Audit Finance 1992; 7: 553-73.
76. Othman HB, Zeghal D. A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases. Int J Account 2006l 41: 406-35.
77. Pathirawasam, C. Value relevance of Earnings and Book Value: The Importance of Ownership Concentration and Firm Size / C. Pathirawasam // Journal of Competitiveness. – 2013. – Vol. 5, N. 2. – pp. 98-107.
78. Penman SH, Xiao-Jun Z. Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. Account Rev 2002; 77: 237-64.
79. Pope, P. and M. Walker (1999), International Differences in the Timeliness, Conservatism and Classification of Earnings, Journal of Accounting and Research, Vol. 37 (Supplement), pp. 53-87.
80. Rappaport A. 1986. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. Free Press: N.Y.
81. Richardson, F.M., G. Kane and P. Graybeal (1998), The Impact of Recession on the Prediction of Corporate Failure, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 25, pp. 821-42.
82. Sharpe W., Alexander G., Bailey J. 1995. Investments. 5th ed. Prentice Hall: Englewood Cliffs, N.J.
83. Stewart B. 1999. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Business.: N.Y.
84. Thinggaard F, Damkier J. Has financial statement information become less relevant? longitudinal evidence from Denmark. Scand J Manage 2008; 24: 375-87.
85. Watts, R. (1993), A Proposal for Research on Conservatism, Presented at the American Accounting Association Annual Meeting (San Francisco, CA).
86. Willekens, M. and H. Bauwhede (2003), Auditor Reporting Conservatism as a Defense Mechanism Against Increased Post-Enron Litigation Risk, Working Paper.
87. Williams J. 1938. The Theory of Investment Value. Harvard University Press: Cambridge, MA.
88. Zhang, J. (2008), The Contracting Benefits of Conservatism to Lenders and Borrowers, Journal of Accounting and Economics, Vol. 45, No. 1, pp. 27-54.

# Приложения

## Приложение 1. Состав выборки

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| АВТОВАЗ | Казаньоргсинтез | ОАО «Полюс Золото» | ОАО «ОГК-2» | Северсталь |
| Аптечная сеть 36,6 | КАМАЗ | ОАО «Распадская» | ОАО «ОГК-3» | Селигдар |
| Ашинский метзавод | Комиэнерго | ОАО «Трубная металлургическая компания» | ОАО «ОПИН» | СибирьТелеком |
| Аэрофлот-Российские авиалинии | Кубаньэнерго | ОАО АК «АЛРОСА» | ОАО «Полиметалл» (Интернэшнл) | Соллерс |
| Башинформсвязь | Кузбассэнерго | ОАО «Акрон» | ОАО «Россети» (Холдинг МРСК) | Сургутнефтегаз |
| Башкирэнерго | Лебедянский | ОАО АФК «Система» | ОАО «Ростовэнерго» | Татнефть (им. Шашина) |
| Башнефть | Ленэнерго | ОАО «Группа Компаний ПИК» | ОАО «РусГидро» (Гидро ОГК) | ТрансКонтейнер |
| Верхнесалдинское металлургическое объединение | Лукойл | ОАО «Дагэнерго» | ОАО «Саратовэнерго» | Тулэнерго |
| Вимм-Билль-Данн Продукты Питания | МГТС | ОАО «ДИКСИ Групп» | ОАО «Седьмой Континент» | Уралкалий |
| ВолгаТелеком | Мосэнерго | ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС» | ОАО «Стальная группа «Мечел» | Уфанефтехим |
| ГАЗ | Научно-производственная корпорация ИРКУТ | ОАО «Компания М.видео» | ОАО «Фармстандарт» | Уфимское моторостроит.объединение  |
| ГМК Норильский никель | Нижнетагильский металлургический комбинат  | ОАО «Магнит» | ОАО «ФосАгро» | ФСК Единая энергетическая система |
| Группа ЛСР | НОВАТЭК | ОАО «ММК» | Объединенные заводы (ОМЗ) | Центральный телеграф |
| Группа Разгуляй | ОАО «Газпром нефть» | ОАО «Московская объединенная электросетевая компания» (МОЭСК) | Пивоваренная компания Балтика | Челябинский металлургический комбинат |
| ГУМ Торговый Дом | ОАО «Газпром» | ОАО «МОСТОТРЕСТ» | РБК Информационные системы | Челябэнерго |
| Дальневосточное морское пароходство | ОАО «Группа Черкизово» | ОАО НК «Роснефть» | РИТЭК | Энел Россия |
| Дальсвязь | ОАО «МегаФон» | ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» | Ростелеком | ЮКОС |
| Иркутскэнерго | ОАО «Мобильные ТелеСистемы» | ОАО «Новороссийский морской торговый порт» | Самараэнерго | Северсталь |

## Приложение 2. Структура выборки

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Число компаний | 30 | 35 | 42 | 50 | 60 | 59 | 62 | 63 | 61 | 60 | 62 | 62 | 62 | 61 |
| Число фирм-лет | 30 | 65 | 107 | 157 | 217 | 276 | 338 | 401 | 462 | 522 | 584 | 646 | 708 | 769 |