

Федеральное государственное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»

**ВЗАИМОСВЯЗЬ РЫНОЧНЫХ И БУХГАЛТЕРСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ  
РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

Выпускная квалификационная работа  
студентки 4-го курса программы бакалавриата  
по направлению 38.03.02 «Менеджмент»  
гр. «Финансовый менеджмент»  
**Андреевой Дианы Эдуардовны**

---

Научный руководитель  
**Никулин Егор Дмитриевич**

---

Санкт-Петербург  
2020

## **Заявление о самостоятельном выполнении выпускной квалификационной работы**

Я, Андреева Диана Эдуардовна, студентка 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Взаимосвязь бухгалтерских и рыночных показателей российских компаний», предоставленной 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 защищенных 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)

31.05.2020

\_\_\_\_\_ (Дата)

## Аннотация

**ФИО Студента:** Андреева Диана Эдуардовна

**Тема выпускной квалификационной работы:** Взаимосвязь рыночных и бухгалтерских показателей российских компаний

**Факультет:** Высшая школа менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет

**Программа:** Менеджмент

**Год окончания:** 2020

**ФИО научного руководителя:** Никулин Егор Дмитриевич

**Целью** данной работы является установление взаимосвязи между основными бухгалтерскими показателями и рыночной капитализацией российских компаний.

Для достижения цели были поставлены следующие **задачи:**

- определить понятие ценностной значимости (value relevance) бухгалтерской информации;
- собрать и осуществить первичную обработку данных;
- выбрать и обосновать спецификации моделей исследования;
- осуществить анализ данных;
- проинтерпретировать результаты и сформулировать выводы.

Были получены следующие **результаты**. Между балансовой стоимостью собственного капитала, чистой прибылью и рыночной капитализацией существует прямая взаимосвязь на российском рынке. Кроме того, было выяснено, что при изучении ценностной значимости целесообразно оценивать модели отдельно для «крупных» и «маленьких» компаний. Что касается компаний, публикующих убытки, исследование показало, что балансовая стоимость собственного капитала более ценностно релевантна, чем прибыль, а для прибыльных компаний, как для «крупных», так и для «маленьких», более ценностно значимым показателем является именно прибыль. Кроме всего прочего, результаты показали, что и для подвыборки «крупных» компаний, и для подвыборки «маленьких» компаний отчетность, составленная по МСФО более релевантна. При рассмотрении периодов экономического спада было выяснено, что ценностная значимость балансовой стоимости собственного капитала не изменилась на этих периодах для «крупных» компаний, но снизилась для «маленьких». Говоря о чистой прибыли, нужно отметить, что с ней сложилась противоположная ситуация: ее ценностная релевантность в эти периоды снизилась для «крупных» компаний, но осталась прежней для «маленьких».

**Ключевые слова:** Ценностная значимость, Ценностная релевантность, Бухгалтерские показатели.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение .....	5
Глава 1. Теоретические основы взаимосвязи бухгалтерских и рыночных показателей .....	8
1.1. Финансовая отчетность и рыночная стоимость собственного капитала.....	8
Роль финансовой отчетности .....	8
Понятие ценностной релевантности (value relevance).....	10
1.2. Измерение взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями.....	13
Модель Олсона .....	13
Другие способы измерения .....	15
1.3. Обзор исследований.....	16
Исследования зарубежных рынков .....	16
Исследования, проведенные на выборке российских компаний.....	21
Выводы по главе .....	23
Глава 2. Эмпирическое исследование .....	26
2.1. Описание выборки .....	26
2.2. Методология и постановка гипотез .....	29
2.3. Результаты исследования.....	36
Основная модель .....	36
«Крупные» и «маленькие» компании .....	37
Отрицательная / положительная прибыль .....	40
МСФО и РСБУ .....	45
Экономические спады .....	46
Отраслевые различия .....	48
Выводы по главе .....	51
Заключение.....	53
Список литературы.....	57
Приложение 1. Список компаний .....	64

## **ВВЕДЕНИЕ**

Согласно теории об эффективных рынках, текущая цена акции содержит в себе всю доступную инвесторам информацию из любых доступных им источников. Одним из основных источников такой информации является финансовая отчетность компании: в ней, например, отражается финансовое состояние на момент (бухгалтерский баланс), а также демонстрируется, что сделала компания за период (отчет о финансовых результатах). Область исследования, которой посвящена настоящая работа, на английском языке носит название «value relevance of accounting information». Общепринятого перевода этого термина на русский язык нет, поэтому в этой работе для обозначения такого свойства учетной информации будут использоваться два синонимичных словосочетания «ценностная значимость» и «ценностная релевантность».

В данной работе будет рассмотрена ценностная релевантность учетной информации, которая выражается в наличии взаимосвязи между рыночными и бухгалтерскими показателями. Нужно также отметить, что и в академических работах, и в бухгалтерских стандартах отмечается, что релевантность является одним из главных характеристик финансовой отчетности.

Балансовая стоимость собственного капитала и чистая прибыль являются ключевыми показателями бухгалтерской отчетности для этой области исследования. Изучению взаимосвязи между этими показателями и рыночной ценой (капитализацией) собственного капитала посвящено множество зарубежных статей: первые исследования появились в 1960-х гг. прошлого века. При этом, нужно сказать, что результаты таких исследований различаются в зависимости от выбранных для изучения рынков и периодов. Тем не менее, основной результат работ почти везде одинаков: каждое исследование подтверждает наличие взаимосвязи между рыночными и бухгалтерскими показателями.

Нужно отметить также, что ключевой моделью для исследования ценностной релевантности учетной информации является модель Олсона, которая включает в себя рыночную ценность собственного капитала как зависимую переменную и бухгалтерскую стоимость собственного капитала, и прибыль как независимые.

То, каким образом учетная информация найдет отражение в рыночной цене, зависит от множества факторов. Некоторые из их числа изучаются в настоящей работе: размер компании, отрицательна или положительна прибыль компании в отчетном периоде, стандарты, по которым составлена отчетность, используемая инвесторами, потенциал роста компании, фаза экономического цикла, а также принадлежность к отрасли.

**Актуальность** данной работы обусловлена, в первую очередь, высокой важностью финансовой отчетности для ее пользователей в целом и инвесторов в частности. Существование моделей оценки собственного капитала с использованием бухгалтерских показателей прибыли подчеркивает важность учетных показателей. Кроме того, несмотря на высокую степень исследования развитых финансовых рынков, а также некоторых из развивающихся, на российском рынке было проведено крайне ограниченное количество исследований ценностной релевантности бухгалтерской информации.

**Целью** данной работы является установление взаимосвязи между основными бухгалтерскими показателями и рыночной капитализацией российских компаний.

Для достижения цели были поставлены следующие **задачи**:

- определить понятие ценностной значимости бухгалтерской информации;
- собрать и осуществить первичную обработку данных;
- выбрать и обосновать спецификации моделей исследования;
- осуществить анализ данных;
- проинтерпретировать результаты и сформулировать выводы.

Основными источниками информации (исследований, данных) стали: EBSCO (<https://www.ebsco.com/>), Emerald Insight (<https://www.emerald.com/insight/>), Thomson Reuters Eikon (<https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>), СПАРК (<https://spark-interfax.ru>), центр раскрытия корпоративной информации (<https://www.e-disclosure.ru>), Investing.com (<https://ru.investing.com/>), MFD.ru (<https://mfd.ru/>), а также официальные сайты компаний.

Для целей работы была сформирована выборка компаний, торговавшихся на российских биржах в период с 2008 г. по 2018 г. и имевших в достаточной степени ликвидные акции. Выборка включает в себя 110 компаний из 11 отраслей и содержит 601 наблюдение.

Настоящая работа имеет следующую структуру. Первая глава посвящена обзору теоретических и эмпирических исследований, в которых изучается ценностная релевантность бухгалтерской информации. Первый параграф раскрывает роль финансовой отчетности в рыночной оценке компании инвесторами, там же обозреваются основные подходы к определению ценностной релевантности учетных показателей и освещаются основные особенности исследований ценностной релевантности. Второй параграф посвящен описанию способов измерения ценностной релевантности. Сначала описывается основная модель данной области исследования — модель Олсона, освещаются допущения, лежащие в ее основе, а затем приведены некоторые другие способы измерения взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями, встречающиеся в исследованиях. В третьем параграфе обозреваются исследования ценностной релевантности: сначала

зарубежные, проведенные на рынках развитых и развивающихся стран, а затем отечественные. В заключении первой главы описываются основные выводы.

Вторая глава посвящена эмпирическому исследованию. Первый параграф представляет собой описание выборки, содержит обоснования для исключения некоторых из компаний из выборки, а также отраслевую структуру выборки. Во втором параграфе описывается и обосновывается методология, а также формулируются исследовательские гипотезы. Третий параграф содержит результаты исследования и их интерпретацию. В нем отражены результаты исследования основной модели по всей совокупности данных; результаты исследования на следующих подвыборках: компании с отрицательной чистой прибылью и компании с положительной чистой прибылью, «крупные» компании и «маленькие» компании; результаты изучения ценностной релевантности бухгалтерской отчетности, составленной по разным стандартам: МСФО и РСБУ; а также результаты изучения влияния периодов экономических упадков на ценностную релевантность учетных показателей. Кроме того, в этом параграфе представлены результаты исследования отраслевых различий по некоторым из отраслей.

# **ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ВЗАИМОСВЯЗИ БУХГАЛТЕРСКИХ И РЫНОЧНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

## **1.1. Финансовая отчетность и рыночная стоимость собственного капитала**

Рыночная оценка стоимости компании выражается в ее рыночной капитализации и отражает ожидания инвесторов относительно текущего положения компании и ее перспектив. В свою очередь, ожидания формируются на основании доступной инвестору информации: финансовой отчетности компании, публичных заявлений менеджеров и т.д. Так, [Окулов, 2005] пишет, что в текущих ценах выражается согласованное мнение некоторого количества инвесторов, которые, обработали большой объем информации, чтобы сформировать это мнение. [Tharmila, Nimalathasan, 2013] пишут, что инвесторы неспособны напрямую оценить деятельность компании, в которую они намерены инвестировать, поэтому такая оценка, а, соответственно, и решение об инвестировании, принимается на основе финансовой отчетности, подготовленной менеджерами организации.

### **Роль финансовой отчетности**

Прежде чем перейти к рассмотрению взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями, необходимо сказать о том, что инвесторы, принимая решения, берут во внимание различную информацию, однако предполагается, что финансовая отчетность является, основным и главным источником информации о компании как для собственников, так и для кредиторов. При этом, [Barth et al., 1998] отмечают, что такая форма отчетности как баланс более подходит для кредиторов, так как облегчает решения о выдаче или отказе в выдаче кредита, в то время как в оценке стоимости собственного капитала отчет о прибылях и убытках играют более важную роль.

Необходимо также сказать о целях финансовой отчетности. Так, согласно международным стандартам финансовой отчетности целью отчетности является обеспечение заинтересованного круга лиц информацией о финансовом положении компании, которая имеет ценность для принятия решений [Волков, 2006]. Что касается Федерального закона «О бухгалтерском учете», то, согласно ему, финансовая отчетность «должна давать достоверное представление о финансовом положении экономического субъекта на отчетную дату, финансовом результате его деятельности и движении денежных средств за отчетный период, необходимое пользователям этой отчетности для принятия экономических решений». При этом, в редакции закона от 1996 года акцентируется контроль за организацией как цель отчетности.



В работах по исследованию взаимосвязи рыночных и бухгалтерских показателей чаще всего используется информация из таких форм отчетности как баланс и отчет о финансовых результатах (отчет о прибылях и убытках), немного реже используют отчет о движении денежных средств. Ниже пойдет речь о том, что собой представляют и с какой целью используются эти формы отчетности. Такая информация нужна, в том числе, и для понимания, почему в эконометрических моделях используются те или иные переменные.

Бухгалтерский баланс отражает финансовое состояние компании на момент отчетной даты. Он показывает, какова стоимость активов компании (то есть того, что создает ценность), а также каковы источники их финансирования, иными словами, баланс указывает как на то, откуда пришли средства (например, собственные средства акционеров или же банковский кредит), так и на то, как они используются и на что тратятся. Баланс отражает такие важные для инвесторов и менеджеров компании показатели как структура капитала компании и размер оборотного капитала (все это используется, например, в моделях оценки стоимости компании).

Следующая форма — отчет о финансовых результатах (отчет о прибылях и убытках). В отличие от баланса, который отражает состояние на определенную дату (иными словами, состояние «на момент»), отчет о финансовых результатах демонстрирует, каким образом компания достигла того, что есть сейчас, то есть показывает результат компании за отчетный период [Cretu et al., 2019]. В данном отчете отражается один из самых главных показателей деятельности компании — прибыль. Этот показатель важен не только инвесторам, но и поставщикам, и государству, и другим заинтересованным сторонам. Неудивительно, что именно прибыль чаще всего является объектом для менеджерских манипуляций.

Отчет о движении денежных средств является относительно молодой формой отчетности, отражающей поступление и расходование денежных средств компании [Волков, 2006]. Денежные потоки, проходящие через компанию, делятся на 3 группы: денежные потоки от текущей деятельности, денежные потоки от инвестиционной деятельности и денежные потоки от финансовой деятельности. Этот отчет особенно важен тем, что в модели дисконтирования денежных потоков, используемой для оценки стоимости компании, в некоторых вариациях используется информация именно из этого отчета (например, когда чистый денежный поток вычисляется как сумма потоков от операционной и инвестиционной деятельности). При этом, денежный поток часто воспринимается как более надежный показатель, чем прибыль, потому что он менее подвержен манипуляциям [Lev, Zarowin, 1999].

Тем не менее, существуют различные факторы, которые не позволяют информации, содержащейся в финансовой отчетности в ожидаемой манере влиять на рыночные показатели. Среди таких факторов, например, находится искажение в соотношении выручки и затрат [Lev, Zarowin, 1999]: крупные инвестиции и затраты, например, такие как НИОКР, а также реструктуризация затрат совершаются немедленно, однако выгода от них приходит позже, что ведет к тому, что выгоды не соотношены с затратами.

Кроме того, в некоторых исследованиях [Collins et al., 1997; Francis, Schipper, 1999] отмечается тот факт, что снижение силы взаимосвязи между рыночными и бухгалтерскими показателями компании может быть спровоцировано ростом компаний технологических отраслей. В таких отраслях наблюдается более значительная разница между тем, что отражено в финансовой отчетности и тем, что важно для инвесторов, так, например, это касается нематериальных активов [Amir, Lev, 1996; Lev, Zarowin, 1999]. Можно отметить, что несмотря на рост важности и численности компаний технологического сектора в современном мире, провести такое исследование на российском рынке не представляется возможным, так как доля публичных компаний этой отрасли очень мала.

Как будет указано далее, некоторые исследователи приходят к выводам о том, что взаимосвязь между рыночными показателями и бухгалтерскими показателями слабеет со временем. Однако, [Lev, Zarowin, 1999] делают важный вывод о том, что ухудшение взаимосвязи между информацией из бухгалтерской отчетности и рыночными показателями компании могут иметь не слишком серьезные последствия, но только в том случае, если инвесторы смогут получать необходимую информацию из других, нефинансовых источников. В противном случае, ухудшение качества финансовой информации может привести к таким нежелательным последствиям, как росту транзакционных издержек для инвесторов, так и росту стоимости капитала для компании.

### **Понятие ценностной релевантности (value relevance)**

Направление исследований в области взаимосвязи бухгалтерских и рыночных показателей в англоязычной литературе носит название «value-relevance of accounting information». Несмотря на то, что такая взаимосвязь изучается с конца 1960-х [Ball, Brown, 1968; Beaver, 1968], [Amir et al., 1993] был первым, кто употребил понятие value relevance для описания такой взаимосвязи [Barth et al., 2001, Mulenga 2018]. Как следует из самого термина, суть value relevance выражается в способности финансовой отчетности быть релевантной для ее пользователей. Так, например, [IASB, 2001] утверждает, что информация, отраженная в финансовой отчетности релевантна (relevant), если она может оказывать влияние на принятие решений ее пользователями.

Многие исследователи отмечают, что релевантность является ключевым показателем качества финансовой отчетности (например, [Sherlita, 2019]). [Ball, Brown, 1968], которые стали одними из первых, кто провел изучение взаимосвязи между прибылью и доходностью акции, так же отмечают, что высокий коэффициент корреляции между упомянутыми показателями сигнализирует о том, что такая финансовая информация — высокого качества. [Shreyes, Gowda, 2018] отмечают также, что релевантность финансовой отчетности взаимосвязана с ее надежностью. Под надежностью подразумевается способность финансовой отчетности отражать реальное положение дел [Barth et al., 2001]. Распространенный взгляд на value relevance заключается в том, что оно представляет собой взаимосвязь между значениями показателей в финансовой отчетности и рыночной стоимостью капитала компании [Beisland, 2009; Barth et al., 1998; Francie, Schipper, 1999; Vijitha, Nimalathan, 2014; Dawar, 2014].

[Francis, Schipper, 1999] выделяют 4 интерпретации понятия value-relevance. Первая интерпретация предполагает, что информация, содержащаяся в финансовой отчетности, управляет ценой акции, «улавливая» ее истинную ценность, к которой она и движется. Для такого определения авторы предлагают измерение value relevance как прибыли, которую можно получить, используя принципы торговли, основанные на учетной информации (accounting-based trading rules). Вторая интерпретация — финансовая отчетность обладает таким свойством как value-relevance, если в ней отражены переменные, используемые в оценочной модели, или информация, позволяющая предсказать значения этих переменных. Измерение value-relevance в этом случае предполагает оценку той степени, в которой, например, прибыль способна предсказать будущие денежные потоки или будущие значения прибыли. Третья и четвертая интерпретации связаны со статистической взаимосвязью между ценой или доходностью и показателями, содержащимися в финансовой отчетности. Третья интерпретация заключается в том, что финансовая отчетность обладает свойством value-relevance, если инвесторы берут ее во внимание при установлении цен. В таком случае, это свойство будет измеряться как способность учетной информации изменять весь набор информации на рынке. Четвертая интерпретация (которую в конечном итоге и используют авторы) говорит о том, что информация из финансовой отчетности коррелирует с информацией, которую используют инвесторы при принятии решений.

[Tharmila, Nimalathan, 2013] утверждают, что value relevance — это способность финансовой отчетности улавливать и отражать ценность компании. При этом, такая способность зависит от множества факторов, в том числе и внешних, среди которых экономическая обстановка, институциональная среда и др. [Hail, 2013].

[Barth et al., 2001] делают важное замечание о том, что информация, содержащаяся в финансовой отчетности не обязательно должна быть новой для пользователя, отсутствие новизны не делает ее менее релевантной. Дело в том, что основная роль бухгалтера заключается в том, чтобы агрегировать информацию из различных (возможно даже из доступных в том числе и для инвесторов) источников и представлять ее в финансовой отчетности. При этом, финансовая отчетность, по мнению авторов, может обладать свойством *value relevance*, но не быть релевантной для принятия решений, так как информация, отраженная в отчетности, могла быть получена пользователем раньше.

Кроме всего прочего, необходимо также отметить, что исследования в рассматриваемой тематике нередко пытаются определить, удовлетворяют ли потребности инвесторов существующие стандарты отчетности (например, [Francis, Schipper, 1999; Barth et al., 2001]).

При изучении ценностной значимости в качестве рыночных показателей выбирают доходность акции, цену акции или рыночную капитализацию компании. В отношении выбора между ценой и капитализацией следует отметить, что первый показатель является относительным, в то время как второй — абсолютным. [Волков, 2008] утверждает, что выбор цены в качестве рыночного показателя (объясняемой переменной) делает модель неприменимой для решения ряда важных управленческих задач (таких как, например, прогнозирование ценности непубличных компаний). Такая проблема возникает из-за появления гетероскедастичности (разномасштабности данных) в модели. Однако при этом, модели, в которых регрессантом является цена, обладают важным преимуществом — большей объясняющей силой (коэффициент детерминации таких моделей, как правило, выше), по сравнению с моделями, в которых объясняемой переменной является капитализация.

В качестве объясняющих переменных в подавляющем числе случаев выступают чистая прибыль и балансовая стоимость собственного капитала. Что касается прибыли, то считается, что она является отражением будущих денежных потоков [Collins et al., 1999]. Роль балансовой ценности для оценивания ценностной релевантности является и эконометрической, и идеологической. В первом случае это означает, что балансовая ценность используется для контроля за различной масштабностью данных. Что касается идеологической роли, то в этом случае взгляды авторов несколько расходятся, представляя две альтернативы для интерпретации рассматриваемого показателя. Первая интерпретация предполагает, что фирма продолжает вести свою деятельность в обозримом будущем (соблюдается *going concern assumption*), в таком случае балансовую ценность в модели интерпретируют как прокси-переменную для ожидаемых нормальных прибылей [Ohlson,

1995; Penman, 1992]. Вторая альтернатива подразумевает интерпретацию балансовой стоимости собственного капитала — как прокси-переменной для адаптационной или ликвидационной ценности [Burgstahler, Dichev 1997; Berger et al., 1996; Barth et al., 1996]. Адаптационная ценность представляет собой ценность ресурсов компании, независимо от того, как используются эти ресурсы, такая ценность сохраняется при использовании ресурсов либо внутри компании с помощью способа, отличного от того, что принят в настоящее время в компании, либо при предоставлении таких ресурсов внешним агентам.

При этом, [Burgstahler, Dichev 1997] отмечают, что балансовая стоимость капитала отражает ценность ресурсов компании вне зависимости от эффективности их использования, а прибыль, в свою очередь, отражает то, как эффективно компания использует имеющиеся ресурсы. При этом, автор отмечает, что балансовая стоимость и прибыль являются дополняющими факторами ценности собственного капитала

Что касается рыночных показателей, то утверждается, что модели, в которых объясняемая переменная — доходность, менее удобны, чем модели, где регрессантом является цена или капитализация [Rees, 1997]. Во-первых, изменения (то есть доходность) могут быть вызваны факторами, несущественными для исследования, а когда используется цена (то есть данные одного года), такая проблема перед исследователем не стоит. Во-вторых, было показано, что модели, где объясняемая переменная — доходность, чувствительны к окну исследования [Collins, Kothari, 1989], зачастую это окно приходится расширять в прошлое, чтобы уловить ожидания инвесторов относительно готовящейся к публикации учетной информации. Когда исследуется цена, такой проблемы не возникает, так как цена уже включает в себя всю информацию и все ожидания, присутствующие на рынке. В-третьих, при использовании цены или капитализации гораздо проще исследовать влияние отдельных элементов объясняющих переменных (например, можно разложить прибыль на разные составляющие). И кроме того, модели, в которых используется доходность, способны улавливать краткосрочные связи, в отличие от моделей с ценами, которые могут отражать и долгосрочные связи.

## **1.2. Измерение взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями**

### **Модель Олсона**

Существует несколько основных моделей оценки собственного капитала фирмы: дивидендная модель, модель дисконтирования денежных потоков и их вариации. В каждой из них используется информация из финансовых отчетов. Так, для расчета денежного

потока используются показатели чистой прибыли, амортизации, капитальных затрат и инвестиций в оборотный капитал. Однако существует ряд моделей, напрямую использующих бухгалтерские показатели, — модели остаточной прибыли. В 1995 г. Олсен представил работу, которая положила начало активному использованию такой модели для оценки капитала. Кроме этого, модель Олсона [Ohlson, 1995] стала применяться и для оценки ценностной релевантности учетной информации, публикуемой компаниями.

Далее будет представлено подробное рассмотрение модели и допущений, положенных в ее основу.

Модель опирается на три допущения:

- 1) Рыночную ценность определяет приведенная (текущая) стоимость ожидаемых дивидендов:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+R_f)^{-\tau} E_t[\text{Div}_{t+\tau}]$$

где  $P_t$  — рыночная цена акции (или стоимость компании),  $R_f$  — безрисковая ставка,  $E_t[\text{Div}_{t+\tau}]$  ожидаемая величина дивидендов в год  $t$ , зависящая от информации в год  $t$ .

- 2) Дивиденды уменьшают балансовую стоимость, а не текущую прибыль: это следует уже из теории Модильяни-Миллера, в которой утверждается, что каждый доллар выплаченных дивидендов снижает рыночную ценность на доллар. Это так же следует из так называемого допущения о порядке бухгалтерского учета запасов и потоков (clean surplus relation), согласно которому балансовая стоимость на конец периода ( $BV_e$ ) равна балансовой стоимости на начало периода ( $BV_b$ ) и чистой прибыли (NI) за этот период за вычитанием дивидендов (Div):

$$BV_e = BV_b + NI - \text{Div}$$

Иными словами, допущение подразумевает, что размер собственного капитала может изменяться по двум причинам: первая — отношения с собственниками, которые выражаются в привлечении капитала и выплате дивидендов, вторая — финансовый результат компании за отчетный период.

- 3) Аномальные прибыли имеют характер стохастических временных рядов.

Необходимо также отметить, что модель разрабатывалась автором при условии риск-нейтрального мира, это означает, что в качестве ставки дисконтирования в модели выступает безрисковая ставка.

Учитывая, что разница в значениях балансовой стоимости на конец и на начало периода равно разности прибыли и дивидендов, а также тот факт, что дивиденды снижают текущую балансовую стоимость, а не текущую прибыль, автор приходит к следующему математическому выражению:

$$BV_{t-1} = BV_t + Div_t - Earn_t$$

где  $BV$  — балансовая стоимость акции;  $Div_t$  — дивиденды, выплаченные в году  $t$ ;  $Earn_t$  — прибыль, полученная за год  $t$ .

Затем автор определяет остаточную (аномальную) прибыль как прибыль за вычетом платы за стоимость капитала:

$$Earn_t^a \equiv Earn_t - R_f * BV_{t-1}$$

Из двух предыдущих выражений следует:

$$Div_t = Earn_t^a - BV_t + (1 + R_f) * BV_{t-1}$$

И затем Олсон переходит к равенству:

$$P_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} (1 + R_f)^{-\tau} E_t[\widetilde{Earn}_{t+\tau}^a]$$

При этом, автор предполагает следующее:

$$Earn_{t+1}^a = \omega Earn_t^a + v_t + \varepsilon_{t+1}$$

где  $v_t$  — некая информация, отличающаяся от остаточной прибыли.

Далее, комбинируя вышеуказанные равенства, автор переходит к линейной функции:

$$P_t = y_t + \alpha_1 Earn_t^a + \alpha_2 v_t$$

Таким образом, полученная модель позволяет оценивать взаимосвязь между бухгалтерскими показателями компании и ее рыночной стоимостью без прямой необходимости прогнозировать дивидендные выплаты или остаточные прибыли, в отличие от модели дисконтирования дивидендов. При этом, нужно отметить, что переменная  $v_t$  практически не наблюдаема, поэтому в большинстве исследований она упускается (за исключением тех, в которых эта переменная является фокусом исследования, например, [Ballester et al., 1999]).

### Другие способы измерения

В подавляющем числе исследований взаимосвязи бухгалтерских и рыночных показателей для измерения этой самой взаимосвязи используются статистические методы.

В большинстве исследований (в том числе и из числа тех, что будут рассмотрены в настоящей работе) в качестве измерения взаимосвязи между рыночными и бухгалтерскими показателями используется коэффициент детерминации (R-квадрат), что объясняется тем,

что подавляющее число исследователей используют регрессионный анализ. Используется также и сочетание регрессионного и корреляционного анализа [Modi, 2014; Almumani, 2014]

[Francis, Schipper, 1999] выделяют два способа измерения взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями (value relevance). Первый способ заключается в измерении дохода, который можно получить от предвидения (прогнозирования) финансовой отчетности. Технически такой способ заключается в построении портфелей, составленных на основе базовой бухгалтерской информации. Второй способ авторы называют объясняющей силой информации, содержащейся в финансовой отчетности, подразумевая способность финансовых показателей (прибыли и балансовой стоимости собственного капитала) объяснить рыночную цену собственного капитала или его рыночную доходность.

Те же [Francis, Schipper, 1999] предлагают еще один способ измерения ценностной релевантности финансовой информации при условии, что под ценностной релевантностью подразумевается отражение в бухгалтерских отчетах переменных, используемых для оценки компании. Способ заключается в оценке способности прибыли предсказывать будущие значения прибыли или будущие денежные потоки.

Встречаются также работы, где используется event-study, например, в [Menike, Wang, 2013; Su, 2002, Naser, 2002].

### **1.3. Обзор исследований**

#### **Исследования зарубежных рынков**

Первые исследования взаимосвязи между рыночными и бухгалтерскими показателями компаний были проведены еще в конце 1960-х [Beaver, 1968; Ball, Brown, 1968]. Однако всплеск количества исследований взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями произошел, главным образом, после работы Олсена [Ohlson, 1995], о которой уже рассказывалось выше. Предложенная им модель стала тестироваться на различных выборках и модифицироваться. Так, в большинстве работ тестируется наличие взаимосвязи между прибылью, балансовой стоимостью собственного капитала и одним из рыночных показателей (цена акции, рыночная капитализация компании, в некоторых работах используется рыночная доходность).

Во множестве работ исследовались тренды в силе взаимосвязи между рыночными и бухгалтерскими показателями на длительном периоде. Так, [Collins et al., 1997] проверили предположение о том, что сила взаимосвязи между рыночными показателями и прибылью и балансовой стоимостью собственного капитала ослабела со временем. Авторы



исследовали силу взаимосвязи как отдельных бухгалтерских показателей (прибыли и балансовой стоимости) с рыночной ценой, так и совокупности этих показателей. В результате, было обнаружено, что сила взаимосвязи не только не снизилась, но и немного увеличилась с течением времени (к таким же результатам пришли и [Gjerde et al., 2005; Landsman Maydew, 2002]). Тем не менее, они выявили сдвиг в силе взаимосвязи относительно бухгалтерских показателей: сила взаимосвязи между прибылью и ценой снизилась, в то время как сила взаимосвязи между балансовой стоимостью собственного капитала и рыночной ценой увеличилась.

[Lev, Zarowin, 1999] пришли к противоположным выводам по поводу характера изменения силы взаимосвязи между бухгалтерскими показателями и рыночной ценой или доходностью: авторы выяснили, что в течение периода исследования сила взаимосвязи между прибылью, балансовой стоимостью собственного капитала и рыночной ценой снизилась. Авторы объясняют это тем, что их исследование было проведено на периоде, соответствующем второй половине периода исследования [Collins et al., 1997], (компании в выборке были практически одни и те же).

Аналогично, [Francis, Schipper 1999] обнаружили снижение силы взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями, и, так же, как и в предыдущих рассмотренных статьях, было выяснено, что объясняющая сила прибыли в объяснении цены ниже, чем сила балансовых показателей.

В 2011 году [Keener, 2011] провела исследование, основанное на работе [Collins et al., 1997] на более позднем временном периоде. Обнаружилось, что, аналогично базовой работе, сила взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями компаний не уменьшилась в течение периода исследования. Кроме того, сила взаимосвязи прибыли и рыночной цены увеличилась со временем, в то время как сила взаимосвязи между балансовой стоимостью и рыночной ценой осталась неизменной. Исходя из противоположных результатов исследований можно сделать вывод о значимости выбора периода исследования.

Можно добавить, что в [Keener, 2011] не было обнаружено статистически значимой разницы в силе взаимосвязи рыночных и бухгалтерских показателей компаний разных отраслей.

Показатель прибыли является одним из главнейших в финансовых отчетах компании, поэтому отдельного рассмотрения заслуживает такой показатель как ERC (earnings response coefficient) [Lev, 1989]. Так называется коэффициент, стоящий в модели перед показателем прибыли. Если в модели одновременно представлены прибыль ( $E$ ) и ее изменение ( $\Delta E = E_t - E_{t-1}$ ) (такие модели могут принять вид, например:  $R_t = \alpha_0 + \alpha_1 E_t + \alpha_2 E_{t-1}$ ,

где  $R_t$  — рыночная стоимость собственного капитала), коэффициент ERC представляет собой сумму коэффициентов перед показателями прибыли и изменением прибыли, применительно к модели, представленной выше:  $ERC = \alpha_1 + \alpha_2$ . С помощью этого коэффициента можно придать количественное выражение информации, которую инвесторы получают от прибыли [Suryani, 2019]. Так, например, [Farooq et al., 2018] выяснили, что с увеличением интервала измерения ERC возрастает, что означает более высокую важность прибыли, публикуемой в отчетах компании, для инвесторов, имеющих долгосрочные вложения.

Необходимо сказать, что слабая сила взаимосвязи между прибылью и рыночными показателями (доходностью) отмечалась [Lev, 1989]: автор обнаружил, что прибыль объясняет только 5-10% вариации доходности.

Анализируя взаимосвязь между рыночными и бухгалтерскими показателями, авторы выделяют факторы, влияющие на силу такой взаимосвязи:

- 1) разовые элементы (nonrecurring items — доходы или расходы, которые не возникают на регулярной основе);
- 2) отрицательные прибыли (это отмечают так же [Hayn, 1995; Elliot, Hanna, 1996; Basu, 1997 и др.]);
- 3) размер компании.

Иногда среди таких факторов указывают и инвестиции в нематериальные активы.

Говоря о разовых элементах, можно отметить, что [Collins et al., 1997] заметили, что компании стали чаще публиковать информацию о разовых элементах, что может объяснить сдвиг в силе взаимосвязи от прибыли к балансовой стоимости со временем, о котором говорилось ранее.

Что касается отрицательных прибылей, то было обнаружено, что сила взаимосвязи прибыли и рыночной цены снижается, если компания в отчетном периоде показала убытки (однако увеличивается сила взаимосвязи балансовой стоимости и цены) [Jan, Ou, 1995; Berger et al., 1996; Burgstahler Dichev, 1997; Collins et al., 1997]. [Hayn, 1995] обнаружила, что связь между доходностью акции и прибылью у компаний, публикующих убытки, слабее, чем у компаний с положительной прибылью. Это может объясняться тем, что убытки воспринимаются рынком как временное явление.

Говоря об отрицательных прибылях, необходимо также упомянуть об аномалии, обнаруженной [Jan, Ou, 1995]: результаты их исследования показали, что между ценой акции и отрицательной прибылью существует обратная взаимосвязь, иными словами, результаты наталкивают на вывод о том, что чем больший убыток публикует компания, тем выше цена ее акции. При этом, важным является тот факт, что в исследовании

использовалась модель капитализации прибыли (иными словами, единственной объясняющей переменной в модели являлась прибыль). [Collins et al., 1999] объясняют аномалию с взаимосвязью именно тем, что в модели упущена переменная — балансовая ценность капитала. Тем не менее, проведенное в 2007 г. исследование [Papadaki, Siougle, 2007], показало, что включение в модель балансовой стоимости не меняет ситуацию: взаимосвязь между прибылью и рыночной капитализацией компании (или ценой акции) остается обратной. Следовательно, проблема получения аномальных результатов при исследовании фирм с отрицательными прибылями не решается добавлением в модель предположительно упущенной переменной балансовой стоимости собственного капитала.

Что касается размера компании, то [Collins et al., 1997] утверждают, что маленькие компании имеют более частую тенденцию к публикации убытков, чем крупные (к такому выводу пришел и [Haun, 1995]), что приводит к тому, что сила взаимосвязи между балансовой ценностью и рыночной ценой становится сильнее, чем связь между прибылью и рыночной ценой. К аналогичным результатам пришли и [Chen et al., 2001], когда использовали модель с ценой в качестве зависимой переменной, и [Badu, Appiah, 2018; Collins et al., 1997; Pathirawasam, 2013]. Нужно также отметить, что в связи с вышеуказанным фактом, сдвиг силы взаимосвязи со временем от прибыли к балансовой стоимости авторы объясняют увеличением доли маленьких компаний в выборке. Тем не менее, существует мнение о том, что в целом, сила взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями выше в маленьких компаниях, что связано с наличием большего количества источников информации о крупных компаниях, однако эмпирически это мнение подтверждается редко. Тем не менее, одним из таких примеров подтверждения этого предположения являются результаты работы [Brimble, Hodgson, 2007], они обнаружили, что ценностная релевантность бухгалтерской информации «маленьких» компаний выше, чем «крупных».

На рыночные показатели влияет множество факторов, как внутренних, так и внешних, поэтому, ряд исследователей посчитали недостаточным исследовать ценностную релевантность только балансовой стоимости собственного капитала и прибыли компании. Так, например, были исследования, где в качестве объясняющих переменных были использованы дивиденды [Ali, Chowdhury, 2010; Shreyes, Gowda, 2018; Modugu et al., 2012, Nyabundi, 2013] и др.). Также, в качестве регрессоров используются показатели долговой нагрузки или сам долг [Ernest, Oscar, 2014]. Так, например, [Rees, 1997] в качестве бухгалтерских показателей выбрал дивиденды, нераспределенную прибыль, долг и инвестиции. Автор пришел к результатам, почти полностью не совпадающим с изначальными гипотезами: дивиденды имеют более сильную взаимосвязь с ценой, чем

нераспределенная прибыль (изначальная гипотеза: нет разницы), долг не имеет значимой взаимосвязи с рыночной ценой (гипотеза подтвердилась), инвестиции имеют положительную взаимосвязь с рыночной ценой (изначальная гипотеза: отсутствие значимой взаимосвязи).

Нужно сказать, что долг так же исследовался [Malik, Ali, 2013] на выборке компаний Пакистана. В этом исследовании авторы пришли к выводу о том, что долг имеет статистически значимую положительную взаимосвязь с рыночной ценой. Из такого различия в выводах с предыдущим приведенным исследованием следует логичный вывод о том, что значимость взаимосвязи рыночной цены с тем или иным бухгалтерским показателем зависит не только от периода выборки, но и от исследуемого рынка.

Большинство современных работ, как правило, можно разделить на две группы. К первой группе относятся исследования, посвященные тестированию моделей на выборках развивающихся стран (в том числе на подвыборках, сформированных по отраслевому критерию), где прежде таких исследований не проводилось, и определению тех бухгалтерских показателей, которые в большей степени взаимосвязаны с рыночными показателями. Вторая группа состоит из исследований, в которых изучается изменения силы ценностной релевантности после введения международных стандартов финансовой отчетности.

Так, например, [Chen et al., 2001] исследовали взаимосвязь между прибылью, балансовой стоимостью собственного капитала и рыночной ценой компании в Китае. Они пришли к выводу, что, несмотря на неадекватные учетные стандарты, финансовая отчетность в этой стране ценностно релевантна (обладает таким свойством как value-relevance). Кроме того, авторы пришли к тем же результатам, касательно исследования зависимости силы взаимосвязи между рыночными и бухгалтерскими показателями, размера компании и публикации компанией убытков или разовых статей (nonrecurring elements), что и [Collins et al., 1997] (эти результаты обсуждались выше).

[Charitou et al., 2000] исследовали взаимосвязь между прибылью, денежным потоком и рыночной доходностью на рынке Японии. Исследователи пришли к двум важным выводам: первый заключается в том, что денежный поток имеет более сильную взаимосвязь с рыночной доходностью, чем прибыль, а второй — инвесторы на японском рынке ведут себя очень схожим образом с инвесторами рынка США.

[Purswani, Patnaik, 2017] изучили вопрос взаимосвязи прибыли, балансовой стоимости собственного капитала, дивидендов, Р/В-коэффициента, операционного денежного потока, чистой стоимости активов и оборачиваемости активов с рыночной ценой собственного капитала на Индийском рынке. Исследователи выяснили, что статистически

значимую положительную взаимосвязь с рыночной ценой имеют прибыль и Р/В-коэффициент.

Многие исследования посвящены изучению влияния внедрения международных стандартов финансового учета на силу взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями в разных странах. Авторы пытаются выяснить, изменяется ли качество финансовой отчетности после введения новых стандартов, а, следовательно, изменяется ли сила взаимосвязи между изучаемыми показателями: [Fuad et al, 2017] изучили этот вопрос на рынке Индонезии, [El-Diftar, Elkalla, 2019] — на рынке стран Ближнего Востока и Северной Африки, [Flores, Lopes, 2019] — на отрасли компаний электроэнергетики в Бразилии. При этом, вопреки распространенным ожиданиям, некоторые исследования обнаружили, что введение международных стандартов финансовой отчетности не только не привели к повышению ценностной релевантности финансовых показателей, но и снизили ее. Это продемонстрировано в частности в исследовании [Flores, Lopes, 2019]. Интересный факт был описан в [Kouki, 2018], он проводил исследование на рынках Европейских стран: в период, когда составление и публикация отчетности по МСФО были добровольными, отчетность, составленная по локальным стандартам, характеризовалась более ценностно релевантной. Однако после введения обязательных требований о составлении отчетности по МСФО, бухгалтерская информация из этих отчетов стала более релевантной.

Отдельного рассмотрения заслуживают исследования, в основе которых лежит гипотеза о нелинейности взаимосвязи между рыночными и бухгалтерскими показателями. Одна из наиболее распространенных работ — исследование [Burgstahler, Dichev 1997]. Гипотеза, исследуемая авторами, заключалась в предположении о том, что ценность собственного капитала является выпуклой функцией прибыли при сохранении балансовой ценности капитала неизменной, и ценность собственного капитала является выпуклой функцией балансовой ценности при сохранении прибыли неизменной.

### **Исследования, проведенные на выборке российских компаний**

На рынке России было проведено несколько исследований. Одно из первых проводилось в 2005 году [Бухвалов, Волков, 2005]. В своей работе авторы рассматривают модель остаточной чистой прибыли и анализируют, могут ли балансовая стоимость собственного капитала и остаточная прибыль объяснять рыночную капитализацию в условиях российского фондового рынка. Авторы выяснили, что указанная модель работает и с российскими компаниями.

Еще одной работой, целью которой являлась проверка того, могут ли модели остаточной прибыли объяснять рыночные цены акций в частности на российском рынке, стала работа [Волков, Березинец, 2006]. В качестве объясняющей переменной авторами была выбрана цена акции. В рамках исследования авторами были оценены 5 моделей:

- 1)  $P_{t+\tau,i} = \beta_0 + \beta_1 E_{t-1,i} + e_{1,t+\tau,i}$ ;
- 2)  $P_{t+\tau,i} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{t,i} + e_{2,t+\tau,i}$ ;
- 3)  $P_{t+\tau,i} = \mu_0 + \mu_1 E_{t-1,i} + \mu_2 RE_{t,i}^* + e_{3,t+\tau,i}$ ;
- 4)  $P_{t+\tau,i} = \delta_0 + \delta_1 E_{t,i} + \delta_2 RE_{t,i}^* + e_{4,t+\tau,i}$ ;
- 5)  $P_{t+\tau,i} = \varphi_0 + \varphi_1 E_{t-1,i} + \varphi_2 RE_{t,i}^* + \varphi_3 P_{t+\tau-1,i} + e_{3,t+\tau,i}$ ;

где  $P_{t+\tau,i}$  — рыночная цена акции компании  $i$  на момент  $t+\tau$  ( $\tau$  — временной лаг, позволяющий оценить влияние опубликованной финансовой отчетности на цену акции),  $E_{t-1,i}$  — балансовая ценность собственного капитала на акцию компании  $i$  на момент  $t-1$ ,  $E_{t,i}$  — балансовая ценность собственного капитала на акцию компании  $i$  на момент  $t$ ,  $RE_{t,i}^*$  — перпетуитет остаточной чистой прибыли, который рассчитывается как  $RE_{t,i}^* = \frac{RE_{t,i}}{r_e}$ ,  $r_e$  — стоимость собственного капитала,  $P_{t+\tau-1,i}$  — цена акции компании  $i$  в предшествующий год,  $e_{n,t+\tau,i}$  — случайная составляющая, указывающая на неучтенные в соответствующей модели факторы.

В ходе оценивания было выяснено, что наибольшей объясняющей силой обладает третья модель. Она основана на предположении, что при построении ожиданий относительно будущих чистых прибылей инвесторы полагаются на текущие значения этого показателя. Оценивание пятой модели дало неоднозначные результаты для сравнения. Так, объясняющая сила модели (R-квадрат), учитывающей небухгалтерскую информацию, выше объясняющей силы третьей модели, однако пятая модель проигрывает третьей (а также и всем прочим оцененным моделям) по показателям  $t$ -статистики и коэффициента Фишера.

В 2014 году [Бухвалов, Акулаева, 2014] поставили перед собой задачу найти единообразную модель, подходящую для оценивания большей части отраслей отечественной экономики. В своей работе авторы предлагают модифицированную эмпирическую модель, которая выглядит следующим образом:  $V_{it+1} = \beta_1 E_{it}^{BV} + \beta_2 \frac{RE_{it}}{k_E}$ , где  $V_{it+1}$  — эмпирическая фундаментальная ценность компании  $i$  в год  $t+1$ ,  $E_{it}^{BV}$  — балансовая стоимость собственного капитала компании  $i$  в год  $t$ ,  $RE_{it}$  — остаточная прибыль компании  $i$  в год  $t$ ,  $k_E$  — требуемая доходность.

Кроме того, авторы приходят к важному выводу, который впоследствии использовался в российских исследованиях, описанных ниже, что в модели остаточной чистой прибыли нет никакого экономического смысла в свободном члене  $\alpha_0$ .

Авторы утверждают, что модель подходит для оценивания большинства российских компаний, но не всех. Это связано, например, с тем фактом, что для быстрорастущих компаний характерна нелинейная модель, так же, как и для компаний с высокой вероятностью банкротства [Burgstahler, 1998; Zhang, 2000].

[Nikulin, Vorobeva, 2018] изучили взаимосвязь между бухгалтерскими и рыночными показателями российских компаний с разным потенциалом роста. Авторы разделили компании в зависимости от потенциала роста, который определялся через коэффициент PE (price-to-earnings ratio) на три группы: компании с низким потенциалом роста, со средним и с высоким. Авторы выяснили, что оценивание компаний с учетом потенциала роста дает более точную оценку. Так, например, для компаний с низким потенциалом роста чистая прибыль не оказывает влияния на рыночную ценность компании. Что касается компаний со средним потенциалом роста, то и прибыль, и балансовая стоимость собственного капитала значимы, однако прибыль имеет бóльшую объясняющую силу, чем балансовая стоимость СК. В компаниях с высоким потенциалом роста так же оба бухгалтерских показателя значимы, тем не менее, балансовая стоимость обладает меньшей объяснительной силой, по сравнению с прибылью.

## **Выводы по главе**

Таким образом, в данной главе были рассмотрены теоретические основы взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями компаний. В первую очередь, была рассмотрена роль финансовой отчетности в оценке компаний, в их восприятии заинтересованными сторонами. Кроме того, были приведены некоторые обстоятельства и условия, мешающие бухгалтерским показателям в ожидаемой манере отражаться в ценах акций. Так, например, компании технологических отраслей могут иметь такие нематериальные активы, которые не отражены в бухгалтерском балансе, но при этом, однако, нередко оцениваются инвесторами выше тех, что указаны в финансовой отчетности.

Далее было указано, что в англоязычной литературе (в том числе, в исследованиях, приведенных в настоящей главе) такая взаимосвязь носит название value relevance of accounting information, что можно перевести на русский язык как ценностная значимость (релевантность) бухгалтерской информации. Так, было выяснено, что релевантность является одним из ключевых показателей качества финансовых отчетов. Кроме того, были

приведены основные подходы к определению того, что собой представляет ценностная релевантность бухгалтерских отчетов. Суммируя большую часть из определений, можно сделать вывод, что название настоящей работы, а именно «взаимосвязь бухгалтерских и рыночных показателей», является сутью ценностной значимости.

Второй параграф посвящен способам измерения ценностной релевантности. Была описана основополагающая для данной области исследования модель Олсона. В подавляющем числе работ, посвященных изучению взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями и опубликованных после выхода статьи Олсона, эта модель взята за основу. Прочих способов не так уж много: измерение доходности портфеля, построенного на основе учетных показателей, измерение способности прибыли предсказывать будущие значения прибылей.

В третьем параграфе приведен обзор исследований. Научные статьи разделены на 2 группы — исследования, проведенные на зарубежных рынках, и исследования, проведенные на российском рынке. Что касается зарубежных рынков, то исследования ценностной релевантности бухгалтерской информации начали проводиться с 1960-х годов. Изучая взаимосвязь между рыночными и бухгалтерскими показателями во времени, исследователи приходили к различным выводам о характере изменения ее силы в зависимости от изучаемого периода. Взаимосвязь изучалась также и на подвыборках: в зависимости от размера компании, в зависимости от того, опубликовала фирма в отчетном периоде прибыль или убыток, в зависимости от отрасли. Необходимо сказать, что основная модель оказывалась значимой на всех рынках, однако прочие результаты варьируются в зависимости от изучаемого рынка.

Отдельный ряд исследований представляют те, что изучают изменение ценностной релевантности бухгалтерских отчетов компании после введения международных стандартов отчетности. Как правило, в таком случае усиливалась взаимосвязь между рыночными и бухгалтерскими показателями, однако некоторые исследования все же показали, что после введения МСФО в некоторых отраслях релевантность информации снизилась.

Нужно также отметить, что современные работы, чаще всего, представляют собой исследования, проведенные на развивающихся рынках (таких как рынок Индии, рынки африканских развивающихся стран, рынки Азии).

Что касается российских исследований, то их было проведено относительно немного. Одно из первых исследований было проведено в 2005 г. [Бухвалов, Волков, 2005]. Оно внесло важный вклад для последующих работ: был сделан вывод об отсутствии экономического значения у константы в модели Олсона. Одна из самых современных



статей об исследовании на российском рынке была опубликована в 2018 г. Никулиным и Воробьевой [Nikulin, Vorobeva, 2018]. В исследовании было выяснено, что ценностная значимость бухгалтерских показателей изменяется в зависимости от потенциала роста компании.

## ГЛАВА 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

### 2.1. Описание выборки

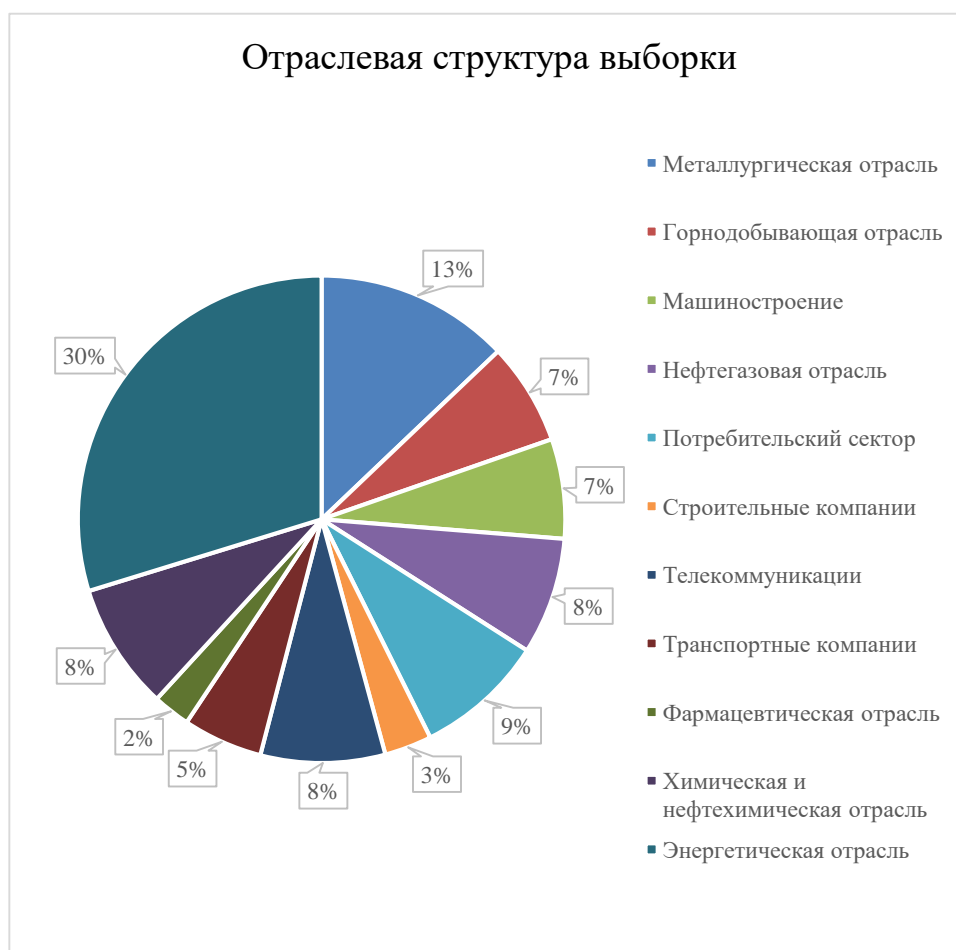
Для целей исследования была сформирована выборка публичных российских компаний, торгующихся на российских биржах в период с 2008 г. по 2019 г. Важным критерием для отбора компаний для исследования была ликвидность их обыкновенных акций.

При этом, нужно отметить, что не существует единого универсального критерия для определения ликвидности ценной бумаги. В данной работе в качестве основы для формирования выборки были взяты индекс РТС и индексы МосБиржи (основной индекс и отраслевые индексы). Отраслевые индексы Мосбиржи включают в себя: индекс компаний нефтегазовой отрасли, индекс компаний потребительского сектора, индекс компаний химической и нефтехимической отрасли, индекс компаний металлургической и горнодобывающей отраслей, индекс компаний машиностроительной отрасли, индекс компаний телекоммуникационных компаний, индекс компаний энергетической отрасли, индекс транспортных компаний. Выбор в пользу компаний, включенных в индексы, был сделан на основании того, что для включения ценной бумаги в тот или иной индекс должны быть выполнены определенные условия, в том числе и условия ликвидности. Кроме того, как уже было сказано выше, общепринятого критерия для определения степени ликвидности ценной бумаги не существует, что также послужило причиной использования индексов при формировании выборки.

При формировании выборки были использованы следующие базы данных и информационные ресурсы. Для получения бухгалтерских показателей были использованы база данных СПАРК (<https://spark-interfax.ru>), Thomson Reuters, центр раскрытия корпоративной информации (<https://www.e-disclosure.ru>), а также официальные сайты компаний. Для получения рыночных показателей использовались информационные ресурсы Investing.com (<https://ru.investing.com/>), MFD.ru (<https://mfd.ru/>), и база данных Thomson Reuters.

Важно отметить, что бухгалтерские показатели брались из отчетности, составленной по российским стандартам бухгалтерского учета. Несмотря на тот факт, что для исследования был выбран относительно поздний период, некоторые из компаний, подходящие по критериям для формирования выборки, не публиковали отчетность по международным стандартам финансовой отчетности в необходимые периоды. Для того, чтобы не терять ценные с идеологической и эконометрической точки зрения наблюдения, было принято решение использовать отчетность, составленную по РСБУ.

После отбора компаний, подходящих по критериям публичности и ликвидности, было произведено очищение выборки от статистических выбросов. В ходе этого процесса из выборки были исключены, в числе прочих, все наблюдения по некоторым из компаний. Среди таких компания были, например, ПАО «Газпром», ПАО «Лукойл», ПАО НК «Роснефть» и некоторые другие. Кроме того, из исследования были исключены компании, чья балансовая стоимость капитала за период оказалась ниже нуля. Это связано с тем, что отрицательная балансовая стоимость собственного капитала указывает на серьезные финансовые проблемы в компании, а это может поставить под угрозу предположение о том, что компания будет продолжать деятельность в обозримом будущем. Ценностная релевантность таких компаний требует отдельного изучения, выходящего за рамки данного исследования.



**Рис. 1.** Отраслевая структура выборки

В итоговую выборку попали 110 компаний из 11 отраслей, их список представлен в приложении 1. Общее количество наблюдений в период с 2008 г. по 2018 г. равно 601. Число компаний по каждому из годов, а также число фирм-лет представлено в таблице 1.

**Таблица 1 Число компаний и фирм-лет в выборке**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Число компаний	51	54	53	53	54	56	55	58	57	56	54
Число фирм-лет	51	105	158	211	265	321	376	434	491	547	601

Отраслевая структура выборки представлена на Рис. 1. На графике видно, что почти треть выборки составляют компании энергетического сектора, а наименее многочисленная отрасль из представленных — машиностроительная. При этом, количество наблюдений по нефтегазовой отрасли составляет лишь 8%, что связано с тем, что, те самые статистические выбросы представляли собой, в основном, именно компании нефтегазового сектора экономики.

В таблице 2 продемонстрированы обозначения для основных переменных исследования.

**Таблица 2 Обозначение основных переменных исследования**

Обозначение	Переменная
MV	Рыночная капитализация компании
BV_rs	Балансовая стоимость собственного капитала по РСБУ
NI_rs	Чистая прибыль по РСБУ
BV_ifrs	Балансовая стоимость собственного капитала по МСФО
NI_ifrs	Чистая прибыль по МСФО

В таблице 3 представлена описательная статистика для основных переменных, используемых в исследовании. Необходимо отметить, что очищение выборки от выбросов происходило по переменным MV, BV\_rs, NI\_rs, BV\_ifrs, NI\_ifrs. Аналогично составлению выборки по российским стандартам бухгалтерского учета, компании, имевшие отрицательную балансовую стоимость собственного капитала согласно отчетности, составленной по МСФО, но положительную балансовую стоимость собственного капитала, согласно отчетности по РСБУ, удалялись из выборки.

**Таблица 3** Описательная статистика, млрд руб.

Обозначение	Среднее	СКО	Минимальное значение	Максимальное значение
MV	155,037	204,677	1,203	1 024,054
BV_rs	117,404	171,247	0,0001	1 038,239
NI_rs	12,569	28,007	-73,186	261,377
BV_ifrs	133,662	182,509	0,010	1360,14
NI_ifrs	18,256	30,150	-61,196	200,179

## 2.2. Методология и постановка гипотез

Сформированная для исследования выборка представляет собой несбалансированную панель. Определенная компания в выборке может присутствовать в одном году, далее быть вне выборки несколько лет в связи со снижением ликвидности (как, например, в случае компании ОАО «Белон»), а затем снова появиться. Кроме того, на протяжении изучаемого периода одни компании уходили с биржи, а другие приходили. Существует вариант строить модели для каждого из рассматриваемых годов, однако при использовании такого способа представляется невозможным изучение характеристик подвыборок (например, компаний с отрицательной прибылью, «крупных» или «маленьких» компаний или компаний определенной отрасли), так как количество наблюдений в таких подвыборках будет крайне мало, и любое их изучение может привести к нерепрезентативным результатам. В связи с этим, было принято решение, по аналогии с [Бухвалов, Акулаева, 2014], строить модель по объединенному пулу данных, так как другие способы построения моделей на панельных данных (такие как модели с фиксированными или случайными эффектами) на такой выборке могут дать несколько смещенные оценки коэффициентов.

Переходя к формулированию гипотез, важно сказать о зависимой переменной в моделях, направленных на изучение той или иной гипотезы. Во всех случаях этой переменной будет рыночная капитализация компании. Здесь необходимо сказать о проблеме сопоставления бухгалтерских и рыночных данных, о ней говорил еще [Волков, 2008] в монографии по ценностно-ориентированному менеджменту. Дело в том, что компании, как правило, публикуют финансовую отчетность за год в течение периода, начинающегося концом первого квартала и заканчивающегося концом второго квартала. Кроме того, в [Волков, 2008] также указано, что для российского рынка характерно отражение

бухгалтерской информации в цене акции именно во втором квартале. В связи с этим, по аналогии с уже упомянутым выше исследованием [Волков, 2008], рыночная капитализация рассчитывалась следующим образом: высчитывалась взвешенная по объему торгов цена за второй квартал и умножалась на количество акций в обращении.

Гипотеза об эффективных рынках говорит о том, что в рыночной цене отражается вся доступная инвесторам информация [Fama, 1970]. Кроме того, как уже было описано ранее, множество исследований нашли эмпирическое подтверждение того, что информация из финансовых отчетов компаний находит отражение в рыночной цене акций этих компаний [Collins et al., 1997; Landsman, Maydew, 2002; Chen et al., 2001], независимо от рынка и периода исследования. В частности, ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала и чистой прибыли была подтверждена. Так, наличие объясняющей силы модели Олсона было неоднократно доказано, в том числе и на российском рынке [Бухвалов, Акулаева, 2014; Nikulin, Vorobeva, 2018]. В связи с этим, выводится первая гипотеза исследования:

**H1.** *Рыночная капитализация российских компаний имеет статистически значимую прямую взаимосвязь с балансовой стоимостью собственного капитала и с чистой прибылью.*

Иными словами, балансовая стоимость собственного капитала и чистая прибыль должны быть ценностно релевантными для российских компаний.

Для проверки данной гипотезы будет протестирована основная модель исследования:

$$MV_i = \beta_1 BV_i + \beta_2 NI_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

где  $MV_i$  — рыночная капитализация, рассчитанная вышеуказанным способом,  $BV_i$  — балансовая стоимость собственного капитала,  $NI_i$  — чистая прибыль за отчетный период,  $\varepsilon_i$  — ошибка модели.

Нужно отметить, что эта модель представляет собой несколько модифицированную модель Олсона: во-первых, была упущена константа, в связи с тем, что, как было указано выше, в ней не содержится никакого экономического смысла; во-вторых, в модели нет ставки требуемой доходности и, соответственно, чистая прибыль участвует в модели в абсолютном, не дисконтированном значении, это сделано в связи с тем, что [Maydew, 1993] доказал, что дисконтирование не улучшает объясняющую силу модели.

Для подтверждения поставленной гипотезы требуется, чтобы модель (1) была статистически значима (значимость определяется критерием Фишера), чтобы была значима

оценка коэффициентов перед каждым из факторов (t-статистики), а также, чтобы знаки коэффициентов соответствовали теоретически ожидаемым.

Среди факторов, влияющих на ценностную релевантность бухгалтерской информации исследователи выделяют размер компании [Sharma, Davey, 2013; Vokpin, 2013; Наун, 1995]. В большинстве исследований было показано, что ценностная значимость бухгалтерской информации выше для «крупных» компаний, чем для «маленьких» [Badu, Arriah, 2018; Collins et al., 1997; Pathirawasam, 2013]. В качестве обоснования для таких результатов указывается, например, более сильная склонность «маленьких» компаний по сравнению с «крупными» публиковать убытки. Кроме того, к «крупным» компаниям приковано более острое внимание со стороны аналитиков нежели к «маленьким», что повышает вероятность того, что публикуемая ими информация отражает действительное положение дел. Наконец, существует мнение о том, что крупные компании имеют более развитую структуру корпоративного управления, что позволяет им раскрывать больше информации [Chen et al., 2001]. В связи с этим, ожидается, что большей объяснительной силой будут обладать модели, построенные на выборке крупных компаний.

**H2.1.** *Объясняющая сила балансовой стоимости собственного капитала и чистой прибыли выше для выборки «крупных» компаний, чем для выборки «маленьких».*

Для принятия решения по этой гипотезе будет протестирована основная модель исследования (1).

Ранее уже было описано, что в работе [Nikulín, Vorobeva, 2018] авторы обнаружили, что оценивание компаний с учетом потенциала роста (коэффициент P/E) дает более точную оценку взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями компаний. В настоящей работе на основании исследований, изучающих размер компании в качестве фактора влияния на взаимосвязь между бухгалтерскими и рыночными показателями, будет протестирована гипотеза о том, повышает ли точность оценки учет размера компании. Для этого вводится следующая гипотеза:

**H2.2.** *Взаимосвязь между бухгалтерскими и рыночными показателями не гомогенна для компаний разного размера.*

Для этого будет проведен тест Чоу для выяснения структурных сдвигов в выборке относительно «крупных» и «маленьких» компаний по всему пулу данных. Для проведения теста будет рассчитана F-статистика по формуле:

$$F_{m,(n_{tot}-2m)} = \frac{(RSS_{tot} - RSS_l - RSS_{sm})(n_{tot} - 2m)}{(RSS_l + RSS_{sm})m} \quad (2)$$

где  $RSS_{tot}$  — остаточная сумма квадратов общей модели,  $RSS_l$  — остаточная сумма квадратов модели, построенной по подвыборке «крупных» компаний,  $RSS_{sm}$  — остаточная

сумма квадратов модели, построенной по подвыборке «маленьких» компаний,  $n_{tot}$  — объем общей выборки,  $m$  — число параметров в модели.

Разделение на подвыборки по размеру компании происходило на основании размера активов. Так, для всего пула данных была рассчитана медиана активов компании, те компании, чей размер активов оказался больше медианы, были отнесены к подвыборке «крупных» компаний, чей размер активов оказался меньше медианы, — к подвыборке «маленьких».

Отдельного рассмотрения заслуживает подвыборка компаний, публикующих убыток в отчетном периоде. В связи с тем, что балансовая стоимость собственного капитала выступает, по одному мнению, в качестве прокси-переменной для нормальных ожидаемых прибылей, или, по другому мнению, в качестве прокси-переменной для ликвидационной стоимости, ожидается, что у компаний, публикующих убыток, балансовая стоимость собственного капитала будет более ценностно релевантна, чем чистая прибыль [Badu, Arriah, 2018].

При рассмотрении убыточных компаний важно рассмотреть следующую проблему. В разделе обзора исследований уже упоминались аномальные по своей сути результаты, полученные эмпирическим путем, согласно которым между рыночным показателем и отрицательной прибылью существует обратная взаимосвязь, что парадоксально означает, чем больший убыток публикует компания, тем выше ее рыночная стоимость [Jan, Ou, 1995]. Кроме того, было доказано эмпирическим путем, что даже в случае, когда модель включает в качестве дополнительной объясняющей переменной балансовую стоимость собственного капитала, знак коэффициента при показателе отрицательной прибыли не меняется [Papadaki, Siougle, 2007].

Исходя из вышесказанного, гипотезы, требующие проверки относительно компаний с отрицательными и положительными прибылями, формулируются следующим образом:

**НЗ.1.** *В случае, если компания в отчетном периоде публикует убыток, балансовая стоимость собственного капитала объясняет большую часть вариации рыночной капитализации компании, чем прибыль.*

**НЗ.2.** *В случае, если компания в отчетном периоде публикует положительную прибыль, балансовая стоимость собственного капитала объясняет меньшую часть вариации рыночной капитализации компании, чем прибыль.*

Для проверки гипотез будут использоваться следующие модели:

$$MV_i = \beta_0 + \beta_1 NI_i + \varepsilon_i \quad (3)$$



$$MV_i = \beta_0 + \beta_1 BV_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

Обозначение в формуле те же, что и в предыдущей модели.

Однако будет также протестирована и модель (1), чтобы убедиться в том, что исследование выборки настоящего исследования приведет к тем же результатам, что и [Papadaki, Siougle, 2007].

При проверке данной гипотезы исследование будет проводиться на подвыборках компаний с положительной и отрицательной чистой прибылью. При этом, в связи с тем, что в первые годы изучаемого периода количество наблюдений с отрицательной чистой прибылью мало и их исследование даст нерепрезентативные результаты, тестирование модели будет проводиться, начиная с 2013 г. Вывод о подтверждении или отвержении гипотезы будет сделан на основании коэффициентов детерминации  $R^2$ . При такой формулировке гипотезы, она будет признана подтвержденной, если во всех случаях  $R^2$  модели для компаний с отрицательной прибылью по значению будет больше, чем  $R^2$  модели для компаний, публикующих положительную прибыль.

Как уже говорилось ранее, отдельный ряд работ изучаемой тематики представляют собой исследования, посвященные изучению ценностной релевантности бухгалтерской информации, полученной из отчетов, составленных по международным стандартам финансовой отчетности [Alfaraih, 2009; Volibok, 2014 Kouki, 2018 и др.] В большинстве случаев результаты показали, что внедрение МСФО в стране ведет к усилению взаимосвязи между бухгалтерскими и рыночными показателями. В России требования о составлении и публикации отчетов по международным стандартам появилось в 2010 г. в формате Федерального закона<sup>1</sup>. Согласно закону, компании, участвующие в торгах на бирже обязаны составлять отчетность по международным стандартам финансовой отчетности. Однако, на настоящий момент нет доступной отчетности по МСФО для некоторых компаний, торговавшихся и торгующихся на бирже. Тем не менее, в связи с тем, что, согласно федеральному закону, публичные компании обязаны публиковать отчетность по МСФО, выдвинута следующая гипотеза:

**Н.4.** *Балансовая ценность собственного капитала и чистая прибыль, полученные из отчетности, составленной по МСФО, объясняют большую долю изменения рыночной капитализации компании, чем те же показатели, полученные из отчетности, составленной по РСБУ.*

Для тестирования этой гипотезы будет выполнено следующее. Основная модель исследования будет протестирована дважды: в первый раз переменные балансовой

---

<sup>1</sup> Федеральный закон от 27.07.2010 № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности»

стоимости собственного капитала и чистой прибыли будут взяты из отчетности, составленной по российским стандартам бухгалтерского учета, во второй раз переменные будут извлечены из отчетности, составленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности. Несмотря на то, что, в соответствии с Федеральным законом публичные компании обязаны публиковать отчетность, составленную по МСФО, с 2012 отчетного года, множество компаний публиковали такую отчетность и в периоды до 2012 года, поэтому период исследования будет аналогичным периоду по тестированию основной модели. Кроме того, важно отметить, что если по какой-то причине компания, находящаяся в выборке, не публиковала отчетность по МСФО в необходимые для исследования периоды, то она исключалась и из подвыборки для тестирования модели по РСБУ. Также, в случае, если наблюдение представляло собой выброс (статистическим выбросом являлась либо чистая прибыль по МСФО, либо балансовая стоимость СК), то оно тоже удалялось из выборки.

Для перехода к формулированию следующей гипотезы нужно отметить, что установленный период исследования покрывает сразу два важнейших экономических события для всего мира в целом и Российской Федерации в частности — мировой финансовый кризис 2008 г. и введение санкций со стороны США и стран Европейского Союза в 2014 г.

Что касается санкций, то влияние таких политических событий на компании можно оценивать с двух сторон. С одной стороны, сократился объем иностранных инвестиций [Федорова, 2016], стал недоступным доступ к уникальным технологиям из стран-инициаторов санкций [Клинова, Сидорова, 2014], а вследствие введения ответных санкций, сократился и импорт. С другой стороны, сокращение на рынке объема импортных продуктов могло снизить конкуренцию на некоторых рынках и позволить развиваться отечественным компаниям. Тем не менее, трудно отрицать тот факт, что экономические санкции, введенные против России, оказывают отрицательный эффект на экономику страны в целом и деятельности множества компаний, в частности: с каждым новым объявлением о введении дополнительных санкций или продолжения периода действия существующих, индекс Мосбиржи терпит снижение.

Очевидно, что и кризис 2008 г., и санкции оказали влияние на деятельность российских публичных компаний. В связи с этим возникает вопрос, изменялась ли ценностная релевантность учетной информации в эти периоды. В академической среде проводились исследования, изучающие влияние экономических кризисов на ценностную релевантность учетной информации [Bepari, 2015; da Costa et al., 2012; Davis-Friday et al, 2005]. Исследователи приходили к разным результатам: [Bepari, 2015] проводил

исследование на австралийском рынке, он изучал влияние глобального экономического кризиса на ценностную релевантность чистой прибыли и балансовой стоимости собственного капитала и пришел к выводу о том, что ценностная значимость чистой прибыли увеличилась на протяжении кризиса, а ценностная значимость балансовой стоимости, наоборот, снизилась. [da Costa et al, 2012] пришли к противоположным выводам, изучая влияние кризисов на ценностную релевантность бухгалтерских показателей бразильских компаний: авторы заключили, что кризисные периоды отрицательно влияют на ценностную релевантность прибыли, но оказывают противоположное влияние на балансовую стоимость собственного капитала. К аналогичным выводам пришли авторы исследования, проведенного на выборке мексиканских компаний [Davis-Friday et al, 2005]. В связи с тем, что Россия входит в ряд развивающихся стран, логично предположить, что результаты воздействия санкций будут скорее похожи на результаты в Бразилии и Мексике, чем в Австралии.

Исходя из всего вышесказанного, сформулированные гипотезы касательно кризиса и санкций, введенных против России, звучат следующим образом:

**H5.1.** *В периоды экономического спада и действия санкций ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала возрастает по сравнению с другими периодами.*

**H5.2.** *В периоды экономического спада и действия санкций ценностная релевантность чистой прибыли падает по сравнению с другими периодами.*

Для проверки указанных выше гипотез будет протестирована модель:

$$MV_i = \beta_1 BV_i + \beta_2 NI_i + \gamma_1 crisis + \beta_3 crises \times NI_i + \beta_4 crises \times BV_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

где  $crisis$  — бинарная переменная, равная 1, если наблюдение соответствует 2008, 2009, 2014, 2015, 2016, 2017 или 2018 гг.,  $crises \times NI_i$  — бинарная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной  $crises$  и переменной  $NI_i$ ,  $crises \times BV_i$  — перекрестная переменная, полученная путем перемножения переменной  $crises$  и переменной  $BV_i$ .

Для того, чтобы была принята гипотеза 5.1. помимо значимости модели, необходимо, чтобы была значима оценка коэффициента  $\beta_4$ , а знак  $\beta_4$  был положительным. Чтобы принять гипотезу 5.2, помимо значимости модели, необходимо, чтобы были значимы оценки коэффициентов  $\beta_3$ , а знак  $\beta_3$  был отрицательным.

В таблице 4 представлены все переменные, использующиеся в моделях.

**Таблица 4 Переменные исследования**

Обозначение	Переменная
MV	Рыночная капитализация компании
BV_rs	Балансовая стоимость собственного капитала по РСБУ
NI_rs	Чистая прибыль по РСБУ
BV_ifrs	Балансовая стоимость собственного капитала по МСФО
NI_ifrs	Чистая прибыль по МСФО
energ	Бинарная переменная, равная 1, если компания принадлежит энергетической отрасли
energxNI	Перекрестная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной energ и переменной NI
energxBV	Перекрестная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной energ и переменной BV
metall	Бинарная переменная, равная 1, если компания принадлежит металлургической отрасли
metallxNI	Перекрестная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной metall и переменной NI
metallxBV	Перекрестная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной metall и переменной BV
crisis	Бинарная переменная, равная 1, если наблюдение соответствует году экономического упадка
crisisxNI	Бинарная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной crisis и переменной NI
crisisxBV	Перекрестная переменная, полученная путем перемножения переменной crisis и переменной BV.

### 2.3. Результаты исследования

#### Основная модель

В таблице 5 представлены результаты оценки основной модели исследования. Необходимо отметить, что на всех изучаемых кросс-секциях модель статистически значима при уровне значимости 1%. Кроме того, при этом же уровне значимости статистически значимы и оценки коэффициентов модели, а их знаки соответствуют теоретически

обоснованным и ожидаемым. Наименьший коэффициент детерминации наблюдается на кросс-секции 2014 г. (63,74%), а наибольший в 2008 г. (79,54%). В целом можно сделать вывод о высокой объясняющей силе модели на российском рынке. Нужно также отметить, что знаки перед оценками коэффициентов совпадают с теоретически ожидаемыми и теми, что были получены в [Бухвалов, Акулаева, 2014].

**Таблица 5 Результаты оценивания основной модели (1)**

Год	Коэффициенты		Модель	
	BV_rs	NI_rs	F-статистика	Скопп. R <sup>2</sup>
2008	0,4257***	4,1490***	75,02***	0,7954
2009	0,7218***	3,2614***	69,38***	0,7281
2010	0,7640***	2,9924***	108,41***	0,7053
2011	0,6560***	4,3070***	100,42***	0,6705
2012	0,5662***	5,1086***	154,49***	0,6760
2013	0,5448***	5,2598***	184,58***	0,6657
2014	0,5317***	5,1459***	181,74***	0,6374
2015	0,5326***	5,3346***	194,88***	0,6379
2016	0,5403***	3,5412***	225,90***	0,6612
2017	0,5174***	3,6976***	245,80***	0,6747
<b>2018</b>	<b>0,5299***</b>	<b>3,7974***</b>	<b>264,24***</b>	<b>0,6824</b>

Здесь и далее значимость оценок коэффициентов, а также значимость модели отмечены следующим образом: «\*» — значимо на уровне 10%, «\*\*» — значимо на уровне 5%, «\*\*\*» — значимо на уровне 1%. Значимость коэффициентов, а также F-статистика указаны с учетом робастных ошибок.

Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод о том, что гипотеза H1 исследования подтверждена, рыночная капитализация российских компаний имеет прямую, статистически значимую взаимосвязь с балансовой стоимостью собственного капитала и чистой прибылью, что согласуется как с результатами отечественных исследований, так и с результатами зарубежных исследований.

#### **«Крупные» и «маленькие» компании**

Для проверки гипотезы H2.1. выборка была разделена на 2 подвыборки по медиане активов (99,89 млрд руб.). Описательная статистика подвыборок представлена в таблице 6.

**Таблица 6**    **Описательная статистика подвыборок «крупных» и «маленьких» компаний**

	Среднее	СКО	Минимальное значение	Максимальное значение
MV («крупные»)	249,925	237,066	4,542	1024,054
BV_rs («крупные»)	195,968	192,694	0,386	886,127
NI_rs («крупные»)	20,028	31,899	-73,186	148,658
BV_ifrs («крупные»)	217,026	213,362	2,875	1360,14
NI_ifrs («крупные»)	29,219	36,947	-61,196	200,179
MV («маленькие»)	58,419	95,934	1,204	834,030
BV_rs («маленькие»)	29,727	24,806	0,0001	186,185
NI_rs («маленькие»)	3,200	6,012	-17,311	34,606
BV_ifrs («маленькие»)	34,144	25,419	0,010	133,011
NI_ifrs («маленькие»)	5,381	8,308	-13,641	59,884

Основная модель исследования была оценена на подвыборках «крупных» и «маленьких» компаний. Результаты оценивания для первой подвыборки представлены в таблице 7.

**Таблица 7**    **Результаты оценивания модели (1) на подвыборке «крупных» компаний**

Год	Коэффициенты		Модель	
	BV	NI	F-статистика	Скорр. R <sup>2</sup>
2009	0,7012***	3,2961***	60,57***	0,7360
2010	0,7297***	2,9799***	70,98***	0,6999
2011	0,6253***	4,3631***	81,82***	0,6751
2012	0,5386***	5,1545***	128,70***	0,7051
2013	0,5225***	5,2333***	158,23***	0,7124
2014	0,5121***	5,1043***	160,98***	0,6789
2015	0,5164***	5,3047***	175,05***	0,6699
2016	0,5048***	5,1280***	209,21***	0,6899
2017	0,5205***	4,8927***	229,69***	0,7015
<b>2018</b>	<b>0,5340***</b>	<b>4,8753***</b>	<b>248,55***</b>	<b>0,7075</b>

Так, все модели статистически значимы по критерию Фишера при уровне значимости 1%. Кроме этого, оценки коэффициентов при переменных так же статистически значимы, и их знаки соответствуют ожидаемым и теоретически обоснованным. При этом, нужно отметить чуть более высокую объясняющую силу модели в этом случае, чем в том, когда она оценивалась по общей выборке данных.

Что касается результатов оценивания модели (1) для подвыборки «маленьких» компаний, то они представлены в таблице 8. Аналогично результатам для первой подвыборки, все модели статистически значимы при уровне значимости 1%. То же можно заключить и об оценках коэффициентов при балансовой стоимости собственного капитала. Оценка коэффициента при переменной чистой прибыли на первых трех рассматриваемых кросс-секциях статистически значимо не отличается от нуля при уровне значимости 5%. Однако при увеличении объема подвыборки, то есть на следующих кросс-секциях, переменная становится статистически значимой при 1%-м уровне значимости.

**Таблица 8 Результаты оценивания модели (1) на подвыборке «маленьких» компаний**

Год	Коэффициенты		Модель	
	BV	NI	F-статистика	Скопп. R <sup>2</sup>
2009	1,2359***	2,6099**	60,65***	0,6113
2010	1,6499***	2,6495**	26,13***	0,5482
2011	1,4030***	3,0335**	30,50***	0,5024
2012	1,4459***	3,3919***	28,97***	0,4438
2013	1,3894***	4,5511***	24,19***	0,3985
2014	1,3920***	4,6885***	27,53***	0,4086
2015	1,3449***	4,7210***	30,02***	0,4044
2016	1,2864***	4,9868***	35,27***	0,4175
2017	1,2687***	5,0136***	40,60***	0,4262
<b>2018</b>	<b>1,2696***</b>	<b>4,9798***</b>	<b>44,64***</b>	<b>0,4216</b>

Сравнивая коэффициенты детерминации R<sup>2</sup> по двум изучаемым подвыборкам, можно отметить, что по каждой из рассматриваемых кросс-секций R<sup>2</sup> моделей, оцененных на подвыборке «крупных» компаний, выше R<sup>2</sup> моделей, оцененных на подвыборке «маленьких» компаний. Отсюда следует вывод о том, что бухгалтерская информация более ценностно релевантна для «крупных» компаний, чем для «маленьких», что соответствует

результатам предыдущих исследований [Badu, Appiah, 2018; Collins et al., 1997; Pathirawasam, 2013].

Помимо прочего, был проведен тест на наличие структурных сдвигов в выборке (Тест Чоу) по всему пулу данных. В таблице 9 представлены расчетное и критическое значение F-статистики (критическое значение представлено при уровне значимости 1%). Исходя из полученных значений, сформулированная статистическая основная гипотеза о том, что в выборке отсутствуют структурные сдвиги, была отклонена при уровне значимости 1%.

**Таблица 9 Тест Чоу для «крупных» и «маленьких» компаний**

Расчетное значение F-статистики	Критическое значение F-статистики
5,8604	4,641

Таким образом, делается вывод о том, что ценностную релевантность «крупных» и «маленьких» компаний следует оценивать отдельно.

#### **Отрицательная / положительная прибыль**

Прежде чем перейти к описанию результатов, необходимо сказать, что на основании вывода о том, что для «крупных» и «маленьких» компаний должны быть оценены разные модели, тест на наличие структурных сдвигов был проведен для подвыборок компаний с отрицательной и положительной прибылью. Нулевая гипотеза звучит следующим образом: в подвыборке отсутствуют структурные сдвиги. Исходя из сделанных в таблице 10 выводов о нулевой гипотезе, следует, что для компаний с отрицательной прибылью нецелесообразно строить отдельные модели в зависимости от размера компании, иными словами, когда компания публикует убыток, не имеет значения «крупная» она или «маленькая». В отношении прибыльных компаний принят противоположный вывод: модели будут оценены отдельно для «крупных» компаний и отдельно для «маленьких».

**Таблица 10 Тест Чоу для подвыборок убыточных и прибыльных компаний**

	F-статистика	Вывод о $H_0$
Подвыборка убыточных компаний	0,70	Принимается
Подвыборка прибыльных компаний	5,03***	Отклоняется

В таблице 11 указаны оценки коэффициентов модели (4) для подвыборки компаний, которые опубликовали убытки в отчетном периоде. Как уже было указано выше, в связи с недостаточным количеством наблюдений для получения репрезентативных результатов,



модель тестировалась на кросс-секциях, начиная с 2013 г. Все оцененные модели получились значимы при 1%-м уровне, коэффициенты модели так же значимы при уровне 0,01, за исключением балансовой стоимости собственного капитала в первой из рассматриваемых кросс-секций, оценка коэффициента в этом случае значима при уровне 0,05. В целом, можно сделать вывод о том, что балансовая стоимость собственного капитала в случае публикации компанией убытков объясняет от 24,21% до 32,58% вариации рыночной капитализации компании.

**Таблица 11 Результаты оценивания модели (4) на подвыборке убыточных компаний**

Год	Коэффициенты		Модель	
	cons	BV_rs	F-статистика	Скоп. R <sup>2</sup>
2013	54,6500***	0,2618**	7,25***	0,2832
2014	51,8932***	0,2799***	7,89***	0,2421
2015	44,6203***	0,2927***	8,64***	0,2607
2016	41,1325***	0,3001***	8,99***	0,2719
2017	38,5054***	0,3063***	9,92***	0,2872
<b>2018</b>	<b>39,8357***</b>	<b>0,3437***</b>	<b>11,29***</b>	<b>0,3258</b>

Таблица 12 демонстрирует результаты оценки модели (3) на подвыборке убыточных компаний. Из таблицы видно, что ни на одной из изучаемых кросс-секций модель не оказалась статистически значимой при уровне значимости 1%, при этом, в случае с моделью на первой кросс-секции, коэффициент при чистой прибыли оказался незначим при любом разумном уровне значимости, следовательно, нельзя принять и гипотезу о статистической значимости модели на этой кросс-секции в целом. Кроме того, даже в случае значимости модели на уровне 5% прибыль объясняет малую часть вариации рыночной капитализации: от 9,85% до 11,98%.

Нельзя также не отметить, что, судя по знаку оценки коэффициента при чистой прибыли, между рыночной ценностью собственного капитала и убытком компании существует обратная взаимосвязь, что выглядит по меньшей мере абсурдно: чем больший убыток публикует компания, тем больше ее рыночная стоимость. Как уже было сказано в предыдущих разделах, к таким результатам приходили и исследователи, оценивавшие модель на данных других стран. [Collins et al., 1999] сделали вывод о том, что аномальный знак коэффициента был получен из-за упущения из модели переменной балансовой стоимости собственного капитала.

**Таблица 12 Результаты оценивания модели (3) на подвыборке убыточных компаний**

Год	Коэффициенты		Модель	
	cons	NI_rs	F-статистика	Скопп. R <sup>2</sup>
2013	66,6765***	-2,1033	2,79	0,1253
2014	61,7237***	-1,9068*	3,25*	0,0862
2015	51,6900***	-2,0367**	4,10**	0,0985
2016	47,0730***	-2,1609**	4,70**	0,1106
2017	44,2437***	-2,2417**	5,14**	0,1171
<b>2018</b>	<b>48,3729***</b>	<b>-2,4413**</b>	<b>5,88**</b>	<b>0,1198</b>

Для проверки гипотезы [Collins et al., 1999] о том, что введение переменной балансовой стоимости собственного капитала способствует элиминированию аномального знака при оценке коэффициента при чистой прибыли, была оценена основная модель исследования (1). В таблице 13 представлены результаты ее оценивания. Так, видно, что, несмотря на значительно возросшие коэффициенты детерминации, по сравнению с предыдущими оцененными моделями на изучаемой подвыборке, знак оценки коэффициента при убытке не изменился, более того, эта переменная стала значима на всех рассматриваемых кросс-секциях. Такой результат соответствует результатам, полученным [Paradaki, Siougle, 2007], которые доказали это на выборке греческих компаний.

**Таблица 13 Результаты оценивания модель (1) на подвыборке убыточных компаний**

Год	Коэффициенты		Модель	
	BV_rs	NI_rs	F-статистика	Скопп. R <sup>2</sup>
2013	0,2899***	-1,8211**	10,10***	0,5459
2014	0,3093***	-1,7930**	12,29***	0,4819
2015	0,3089***	-1,8034***	13,54***	0,4848
2016	0,3088***	-1,8109***	13,68***	0,4853
2017	0,3110***	-1,8074***	14,53***	0,4957
<b>2018</b>	<b>0,3529***</b>	<b>-1,8491***</b>	<b>17,12***</b>	<b>0,5310</b>

Тем не менее, основываясь на полученных результатах из таблиц 11 и 12, можно сделать вывод о том, что балансовая стоимость собственного капитала более ценностно

релевантна для компаний, публикующих убытки, чем показатель чистой прибыли, из чего следует, что гипотеза Н3.1 настоящего исследования может быть принята.

В таблице 14 указаны результаты для оценивания модели (3) на подвыборке «крупных» компаний с положительной прибылью. Нужно сказать, что, как видно, модели на всех рассматриваемых кросс-секциях статистически значимы при уровне значимости 1%, из чего можно сделать вывод, что чистая прибыль для таких компаний ценностно релевантна и она объясняет от 37,94% до 44,80% вариации рыночной капитализации компании.

**Таблица 14 Результаты оценивания модели (3) на подвыборке «крупных» компаний с положительной прибылью**

Год	Коэффициенты		Модель	
	cons	NI	F-статистика	Скопп. R <sup>2</sup>
2013	69,6316***	7,6970***	149,29***	0,5631
2014	78,3591***	7,4734***	157,46***	0,5347
2015	97,0828***	7,2686***	153,14***	0,4609
2016	109,2010***	6,3506***	121,08***	0,4612
2017	116,3222***	5,7704***	112,81***	0,4417
<b>2018</b>	<b>116,9342***</b>	<b>5,7634***</b>	<b>136,02***</b>	<b>0,4508</b>

В таблице 15 продемонстрированы результаты для оценивания модели (4) для «крупных» компаний, чем размер прибыли больше 0. Модель на всех кросс-секциях статистически значима при уровне значимости 1%, то же можно сказать и о значимости оценок коэффициентов при всех переменных. Исходя из этого, можно сделать вывод о ценностной релевантности балансовой стоимости собственного капитала.

При этом, сравнивая ценностную релевантность чистой прибыли и балансовой стоимости для «крупных» компаний с положительной прибылью, можно отметить, что на всех рассматриваемых кросс-секциях коэффициент детерминации R<sup>2</sup> модели с чистой прибылью значительно больше коэффициента детерминации R<sup>2</sup> модели с балансовой стоимостью собственного капитала. Из этого можно сделать вывод о том, что гипотеза исследования Н3.2 может быть принята для «крупных» компаний.

**Таблица 15 Результаты оценивания модели (4) на подвыборке «крупных» компаний с положительной прибылью**

Год	Коэффициенты		Модель	
	cons	BV	F-статистика	Скопп. R <sup>2</sup>
2013	146,2826***	0,6073***	29,23***	0,1886
2014	158,7964**	0,5046***	16,66***	0,1443
2015	176,5641***	0,4678***	16,48***	0,1334
2016	177,1765***	0,4989***	21,36***	0,1464
2017	169,2309***	0,5247***	27,63***	0,1602
<b>2018</b>	<b>167,4569***</b>	<b>0,5389***</b>	<b>31,97***</b>	<b>0,1659</b>

В таблице 16 и таблице 17 представлены результаты оценивания моделей (3) и (4) соответственно для подвыборки «маленьких» компаний с положительной прибылью. Так, из таблиц видно, что обе модели на всех рассматриваемых кросс-секциях статистически значимы при уровне значимости 0,01. То же самое относится и к оценкам коэффициентов при переменных в обеих моделях. Сравнивая коэффициенты детерминации моделей, можно с уверенностью заключить, что и в случае «маленьких» компаний, публикующих положительную чистую прибыль, эта самая прибыль более ценностно релевантна, чем балансовая стоимость собственного капитала.

**Таблица 16 Результаты оценивания модели (3) на подвыборке «маленьких» компаний с положительной прибылью**

Год	Коэффициенты		Модель	
	cons	NI	F-статистика	Скопп. R <sup>2</sup>
2013	38,7105***	7,4538***	11,33***	0,1122
2014	37,7590***	7,4260***	15,10***	0,1205
2015	35,5420***	7,3283***	17,06***	0,1243
2016	33,3774***	7,2350***	25,96***	0,1452
2017	32,7049***	7,2365***	30,23***	0,1514
<b>2018</b>	<b>33,5009***</b>	<b>7,1058***</b>	<b>32,39***</b>	<b>0,1490</b>

Итак, гипотеза Н3.2 о том, что в случае, если компания в отчетном периоде публикует положительную прибыль, балансовая стоимость собственного капитала объясняет меньшую часть вариации рыночной капитализации компании, чем прибыль,

принимается, так как это эмпирически подтверждено и для «крупных» компаний, и для «маленьких».

**Таблица 17 Результаты оценивания модели (4) на подвыборке «маленьких» компаний с положительной прибылью**

Год	Коэффициенты		Модель	
	cons	BV	F-статистика	Скорр. R <sup>2</sup>
2013	22,6196**	1,4235***	11,18 ***	0,1210
2014	21,2716*	1,4698***	12,29***	0,1264
2015	20,6234**	1,4430***	13,01***	0,1211
2016	19,5145***	1,4315***	14,22***	0,1219
2017	19,9246**	1,4206***	15,08***	0,1230
<b>2018</b>	<b>21,2708**</b>	<b>1,3962***</b>	<b>22,77***</b>	<b>0,1185</b>

#### **МСФО и РСБУ**

В таблице 18 представлены результаты теста Чоу на наличие структурных сдвигов в выборке для каждой из моделей. Нулевая гипотеза звучит так же, как и в предыдущем случае.

**Таблица 18 Результаты теста Чоу для разных стандартов отчетности**

	F-статистика	Вывод о H <sub>0</sub>
РСБУ	5,20***	Отклоняется
МСФО	8,86***	Отклоняется

В связи с результатами теста Чоу, для «крупных» и «маленьких» компаний будут построены различные модели по каждому из учетных стандартов.

**Таблица 19 Результаты оценивания модели (1) по данным отчетности по РСБУ и по МСФО**

	Коэффициенты		Модель	
	BV_rs	NI_rs	F-статистика	Скорр. R <sup>2</sup>
РСБУ «крупные»	0,5105***	5,1022***	346,34***	<b>0,7096</b>
МСФО «крупные»	0,3035**	5,0056***	343,96***	<b>0,7303</b>
РСБУ «маленькие»	1,3761***	5,1573**	36,74***	<b>0,4234</b>
МСФО «маленькие»	1,4439***	4,0911***	38,68***	<b>0,5814</b>

В таблице 19 представлены результаты оценивания основной модели исследования по данным из отчетностей, составленных по РСБУ и МСФО на подвыборках, включающих данные с 2008 г. по 2018 г. Обе модели статистически значимы при уровне значимости 1% и объясняют значительную долю вариации рыночной капитализации.

Если говорить о том, отчетность по какому из рассматриваемых стандартов обладает большей ценностной релевантностью на рассматриваемом промежутке, то очевидно, что по критерию  $R^2$  «выигрывают» модели, построенные по данным отчетности, составленной по МСФО: как для «крупных», так и для «маленьких» компаний более ценностно релевантной оказалась информация из отчетности, составленной по МСФО. При этом, можно отметить, что разница между  $R^2$  для «крупных» компаний невелика, однако даже такая разница позволяет принять исходную гипотезу. Отсюда следует, что поставленную гипотезу о том, что балансовая ценность собственного капитала и чистая прибыль, извлеченные из отчетности, составленной по МСФО, объясняют большую долю вариации рыночной капитализации компании, чем те же показатели, извлеченные из отчетности, составленной по РСБУ, можно принять.

### Экономические спады

Прежде, чем перейти к проверке сформулированной гипотезы, снова был проведен тест на наличие структурных сдвигов в выборке для модели. Нулевая гипотеза звучит так же, как и в предыдущем случае.

**Таблица 20 Тест Чоу для модели, учитывающей экономические спады**

	F-статистика	Вывод о $H_0$
Экономические спады	34,00***	Отклоняется

В таблице 20 продемонстрированы результаты теста Чоу. Так, нулевая гипотеза об отсутствии структурных сдвигов отклоняется, и принимается альтернативная: модель будет оценена на подвыборках «крупных» и «маленьких» компаний отдельно.

В таблице 21 представлены результаты модели, учитывающей влияние экономических спадов, таких как кризис 2008-2009 гг. и санкции, которые начали вводиться, начиная с 2014 г. Модель статистически значима при уровне значимости 1% для обеих подвыборок, то же можно сказать и о балансовой стоимости собственного капитала, чистой прибыли для «крупных» компаний и бинарной переменной, обозначающей годы упадка.

Что касается перекрестных переменных для «крупных» компаний, то оценка коэффициента при перекрестной переменной  $crises \times BV_i$  незначимо отличается от нуля, из

чего можно сделать вывод о том, что ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала «крупных» компаний не изменяется в периоды экономических упадков. В то же время, коэффициент при второй перекрестной переменной  $crises \times NI_i$  статистически значимо отличается от нуля, при этом он имеет отрицательный знак, отсюда следует, что в периоды экономических упадков ценностная релевантность прибыли падает: одно и то же приращение прибыли приведет к меньшему приращению рыночной капитализации в период санкций и кризиса.

**Таблица 21 Результаты оценивания модели (5)**

	«Крупные» компании	«Маленькие» компании
F-статистика	139,90***	37,94***
Скорректированный R <sup>2</sup>	0,7426	0,4376
BV <sub>rs</sub>	0,4676***	1,3887***
NI <sub>rs</sub>	5,9252***	6,3095**
crisis	105,4841***	14,5825***
crisisxBV	-0,1221	-0,6399*
crisisxNI	-2,0436**	-1,7820

Что касается подвыборки «маленьких» компаний, то в этом случае статистически значимо отличается от нуля коэффициент перекрестной переменной  $crises \times BV_i$ , более того, он имеет отрицательный знак, откуда следует вывод о том, что в периоды экономического спада ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала «маленьких» компаний снижается относительно других периодов.

Так, гипотеза о том, что в периоды экономического спада и действия санкций ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала возрастает по сравнению с другими периодами отклонена вследствие статистической незначимости перекрестной переменной  $crises \times BV_i$  для «крупных» компаний и отрицательного коэффициента при переменной  $crises \times BV_i$  для «маленьких компаний. Однако вторая гипотеза, так же касающаяся периодов экономических спадов, о том, что в такие периоды ценностная релевантность чистой прибыли падает по сравнению с другими периодами, подтверждается для «крупных» компаний, что совпадает с аналогичными исследованиями, проведенными на рынках других развивающихся стран.

## Отраслевые различия

При исследовании ценностной релевантности финансовых отчетов компаний изучают также отраслевые особенности взаимосвязи рыночных и бухгалтерских показателей [Riley Jr. et al., 2003; Al-Musawi et al., 2015]. В некоторых из работ, как, например, в [Badu, Appiah, 2018], проводилось исследование между производственным и сервисным секторами экономики. А в [Keener, 2011] между 11 отраслями, в этой работе не было обнаружено статистических различий между отраслями. Однако было принято решение исследовать, есть ли различия в ценностной релевантности бухгалтерской информации между отраслями, так как результаты такого исследования могут позволить сделать оценку ценностной релевантности бухгалтерской информации еще более точной.

Выбор отраслей для исследования осуществлялся на основании количества наблюдений в выборке, соответствующих определенной отрасли, так, были отобраны две отрасли с репрезентативным числом наблюдений. Было принято решение рассмотреть, есть ли статистически значимые различия в ценностной релевантности компаний энергетической отрасли от других отраслей и компаний металлургической отрасли от других отраслей. Несмотря на достаточное число наблюдений, потребительский сектор не рассматривался, так как к нему был отнесен широкий круг компаний, вследствие чего полученные результаты было бы трудно применить на практике.

Таким образом, были сформулированы следующие гипотезы:

Ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала компаний энергетической отрасли отличается от ценностной релевантности этого показателя в компаниях других отраслей.

Ценностная релевантность чистой прибыли компаний энергетической отрасли отличается от ценностной релевантности этого показателя в компаниях других отраслей.

Ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала компаний металлургической отрасли отличается от ценностной релевантности этого показателя в компаниях других отраслей.

Ценностная релевантность чистой прибыли компаний металлургической отрасли отличается от ценностной релевантности этого показателя в компаниях других отраслей.

Для проверки гипотез об энергетической отрасли будет протестирована модель:

$$MV_i = \beta_1 BV_i + \beta_2 NI_i + \gamma_1 \text{energ} + \beta_3 \text{energ} \times NI_i + \beta_4 \text{energ} \times BV_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

где  $\text{energ}$  — бинарная переменная, равная 1, если компания принадлежит энергетической отрасли,  $\text{energ} \times NI_i$  — перекрестная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной  $\text{energ}$  и переменной  $NI_i$ ,  $\text{energ} \times BV_i$  — перекрестная



переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной  $energ$  и переменной  $BV_i$ .

Для проверки гипотез о металлургической отрасли будет протестирована модель:

$$MV_i = \beta_1 BV_i + \beta_2 NI_i + \gamma_1 metall + \beta_3 metall \times NI_i + \beta_4 metall \times BV_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

где  $metall$  — бинарная переменная, равная 1, если компания принадлежит металлургической отрасли,  $metall \times NI_i$  — перекрестная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной  $metall$  и переменной  $NI_i$ ,  $metall \times BV_i$  — перекрестная переменная, полученная путем перемножения бинарной переменной  $metall$  и переменной  $BV_i$ .

Для того, чтобы вышеуказанные гипотезы были приняты, помимо статистической значимости модели, значимым должен быть коэффициент, по крайней мере перед одной из перекрестных переменных моделей.

Прежде, чем перейти к проверке установленной гипотезы, снова был проведен тест на наличие структурных сдвигов в выборке для каждой из моделей. Нулевая гипотеза звучит так же, как и в предыдущем случае.

**Таблица 22 Результаты теста Чоу для моделей (6) и (7)**

	F-статистика	Вывод о $H_0$
Модель (6)	7,88***	Отклоняется
Модель (7)	13,01***	Отклоняется

Исходя из результатов теста Чоу для модели (6) (см. таблицу 22), для проверки гипотезы  $H4.1$  следует оценить модель (6) отдельно для «крупных» и отдельно для «маленьких» компаний, результаты такой оценки представлены в таблице 23. Модель статистически значима при уровне значимости 1% в обоих случаях.

В случае с «крупными» компаниями все переменные модели значимы при 1% уровне значимости. В связи с тем, что оценки коэффициентов при бинарной переменной, а также перед перекрестными переменными статистически значимы, можно сделать следующий вывод. Ценностная релевантность и балансовой стоимости собственного капитала, и чистой прибыли ниже в «крупных» компаниях энергетического сектора, чем в «крупных» компаниях прочих отраслей. Так, одно и то же приращение балансовой стоимости собственного капитала или чистой прибыли приведет в энергетической отрасли к меньшему приращению рыночной капитализации, чем в других отраслях. Таким образом, гипотезы могут быть приняты для «крупных» компаний, ценностная релевантность

балансовой стоимости собственного капитала и чистой прибыли компаний энергетической отрасли действительно отличается от ценностной релевантности этих показателей в компаниях других отраслей.

**Таблица 23 Результаты оценивания модели (6)**

	«Крупные» компании	«Маленькие» компании
F-статистика	160,52***	43,64***
Скорректированный R <sup>2</sup>	0,7744	0,4717
BV <sub>rs</sub>	0,9249***	1,8857***
NI <sub>rs</sub>	4,0566***	3,8314***
energ	40,0333***	0,7179
energBV	-0,6256***	-1,2971***
energNI	-2,8024***	-1,0332

Что касается оценивания модели для «маленьких» компаний, не все переменные, статистически значимы: статистически незначимо отличается от нуля коэффициент перед бинарной переменной  $energ$  и  $energ \times NI_i$ . В связи с тем, что при перекрестной переменной  $energ \times BV_i$  стоит отрицательный коэффициент, выходит аналогично с подвыборкой «крупных» компаний: одно и то же приращение балансовой стоимости собственного капитала приведет в энергетической отрасли к меньшему приращению рыночной капитализации, чем в других отраслях. Относительно перекрестной переменной  $energ \times NI_i$  можно сказать, что для «маленьких» энергетических компаний и «маленьких» компаний других отраслей ценностная релевантность одинакова. Следовательно, предположение об отличии ценностной релевантности балансовой стоимости собственного капитала и чистой прибыли энергетических компаний от компаний других отраслей верно для «маленьких» компаний лишь частично. Из чего делается вывод о принятии предположения касательно этой отрасли только для крупных компаний.

В таблице 24 представлены результаты оценивания модели (7). Модель так же статистически значима при уровне значимости 1% в обоих случаях. Что касается результатов оценивания модели на подвыборке «крупных» компаний, вследствие значимости бинарной переменной и перекрестной переменной  $metall \times NI_i$ , можно сделать вывод о том, что ценностная релевантность чистой прибыли «крупных» компаний ниже в металлургической отрасли, по сравнению с «крупными» компаниями других отраслей. Что касается балансовой стоимости собственного капитала, то значимых различий касательно этого показателя обнаружено не было.

**Таблица 24 Результаты оценивания модели (7)**

	«Крупные» компании	«Маленькие» компании
F-статистика	114,62***	222,96***
Скорректированный R <sup>2</sup>	0,7257	0,4286
BV_rs	0,5234***	1,3104***
NI_rs	4,9032***	4,9825**
metall	247,2551***	-15,4505
metallBV	-0,2259	-0,1995
metallNI	-2,4060*	-2,3405

На подвыборке «маленьких» компаний статистически значимыми оказались лишь переменные балансовой стоимости собственного капитала и чистой прибыли. Отсюда вытекают следующие выводы: статистически значимых различий в ценностной значимости таких бухгалтерских показателей как балансовая стоимость собственного капитала и чистая прибыль между «маленькими» компаниями металлургической отрасли и «маленькими» компаниями прочих отраслей, нет.

### **Выводы по главе**

Таким образом, в данной главе были представлены результаты эмпирического исследования, изучающего ценностную релевантность бухгалтерской информации на российском рынке.

На первом этапе была сформирована выборка компаний, торгующихся на российских биржах в период с 2008 по 2019 г., и чьи акции обладали достаточной ликвидностью. Число компаний, попавших в выборку варьируется от года к году, одна и та же компания может присутствовать в выборке в течение года, а затем появиться только через несколько лет, в связи с этим был выбран метод построения регрессии на кросс-секциях. После осуществления процедуры удаления статистических выбросов, в выборку вошли 110 компаний из 11 отраслей. Всего в выборке 601 наблюдение. Для целей исследования были введены переменные, указанные в таблице 4.

Для подтверждения гипотез были использованы следующие модели:

- 1)  $MV_i = \beta_1 BV_i + \beta_2 NI_i + \varepsilon_i$
- 2)  $MV_i = \beta_0 + \beta_1 NI_i + \varepsilon_i$
- 3)  $MV_i = \beta_0 + \beta_1 BV_i + \varepsilon_i$

$$4) MV_i = \beta_1 BV_i + \beta_2 NI_i + \gamma_1 \text{crisis} + \beta_3 \text{crises} NI_i + \beta_4 \text{crises} BV_i + \varepsilon_i$$

Кроме того, были протестированы дополнительные предположения, касающиеся отраслевых особенностей:

$$1) MV_i = \beta_1 BV_i + \beta_2 NI_i + \gamma_1 \text{energ} + \beta_3 \text{energ} NI_i + \beta_4 \text{energ} BV_i + \varepsilon_i$$

$$2) MV_i = \beta_1 BV_i + \beta_2 NI_i + \gamma_1 \text{metall} + \beta_3 \text{metall} NI_i + \beta_4 \text{metall} BV_i + \varepsilon_i$$

**Таблица 25 Выводы по исследовательским гипотезам**

Гипотеза	Решение по гипотезе
<b>H1.</b> Рыночная капитализация российских компаний имеет статистически значимую прямую взаимосвязь с балансовой стоимостью собственного капитала и с чистой прибылью.	Принята
<b>H2.1.</b> Объясняющая сила балансовой стоимости собственного капитала и чистой прибыли выше для выборки «крупных» компаний, чем для выборки «маленьких».	Принята
<b>H2.2.</b> «Крупные» и «маленькие» компании требуют построения отдельных регрессионных моделей вида $MV_i = BV_i + NI_i + \varepsilon_i$ .	Принята
<b>H3.1.</b> В случае, если компания в отчетном периоде публикует убыток, балансовая стоимость собственного капитала объясняет большую часть вариации рыночной капитализации компании, чем прибыль.	Принята для всех компаний
<b>H3.2.</b> В случае, если компания в отчетном периоде публикует положительную прибыль, балансовая стоимость собственного капитала объясняет меньшую часть вариации рыночной капитализации компании, чем прибыль.	Принята для всех компаний
<b>H4.</b> Балансовая ценность собственного капитала и чистая прибыль, извлеченные из отчетности, составленной по МСФО, объясняют большую долю вариации рыночной капитализации компании, чем те же показатели, извлеченные из отчетности, составленной по РСБУ.	Принята для всех компаний
<b>H5.1.</b> В периоды экономического спада и действия санкций ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала возрастает по сравнению с другими периодами.	Отклонена для всех компаний
<b>H5.2.</b> В периоды экономического спада и действия санкций ценностная релевантность чистой прибыли падает по сравнению с другими периодами.	Принята для «крупных» компаний

В таблице 25 представлены сформулированные в главе гипотезы и принятое по ним решение. Так, лишь одна гипотеза была отклонена для компаний любого размера, остальные были приняты либо и для «крупных», и для «маленьких» компаний, либо для одной из этих подвыборок.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе проведения исследования была достигнута изначально поставленная цель: установление взаимосвязи между основными бухгалтерскими показателями и рыночной капитализацией российских компаний.

Для ее достижения были выполнены все поставленные задачи. Так, были изучены теоретические и эмпирические исследования, посвященные ценностной релевантности учетной информации. Была сформирована репрезентативная выборка, состоящая из 110 компаний и 601 наблюдения. А также, сформулированные во второй главе настоящей работы гипотезы были эмпирически проверены. 6 из 8 гипотез были подтверждены полностью, 1 из 8 только для «крупных» компаний.

Основные выводы, которые можно сделать исходя из исследования, следующие.

Балансовая стоимость собственного капитала и чистая прибыль ценностно релевантны на российском рынке, более того, они объясняют более 60% изменения рыночной капитализации компании.

Изучение зависимости ценностной релевантности от размера компании привело к тому, что было выяснено, что учетная информация «крупных» компаний способна объяснять большую долю вариации, чем это наблюдается у «маленьких» компаний. Кроме того, было выяснено, что при изучении ценностной значимости целесообразно оценивать модели отдельно для «крупных» и «маленьких» компаний, что впоследствии реализовывалось для оценивания моделей.

Что касается компаний, публикующих убытки, то, во-первых, было выяснено, что для убыточных компаний нецелесообразно оценивать две модели в зависимости от размера компании. Во-вторых, исследование показало, что в случае публикацией компанией убытков, балансовая стоимость собственного капитала более ценностно релевантна, чем прибыль. К тому же, исследование показало, что изучение ценностной релевантности прибыли убыточных компаний, ведет к аномальным результатам: между убытком и рыночной стоимостью устанавливается обратная взаимосвязь, в чем нет никакого смысла. При этом, для компаний, публикующих положительную прибыль, как для «крупных», так и для «маленьких», более ценностно релевантным показателем является именно прибыль.

Была также изучена зависимость ценностной релевантности учетной информации от стандартов, по которым составлялась эта информация. Исследование проводилось по всему периоду исследования, несмотря на то, что публичные компании были обязаны публиковать отчетность по МСФО лишь с 2012 г. Это связано с тем, что часть компаний и в предшествующие годы публиковала отчетность, составленную в соответствии с МСФО.

Результаты показали, что и для подвыборки «крупных» компаний, и для подвыборки «маленьких» компаний отчетность, составленная по МСФО более релевантна. Так, был сделан вывод о том, что по общему пулу данных отчетность, составленная по МСФО, более ценностно релевантна вне зависимости от размера компании.

Что касается периодов экономического спада (в качестве таких периодов были рассмотрены кризис 2008-2009 гг. и периоды после введения санкций в 2014 г.), то для их рассмотрения выборка так же была разделена на «крупные» и «маленькие» компании. Было выяснено, что ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала не изменилась на этих периодах для «крупных» компаний, однако снизилась для «маленьких» компаний. Говоря о чистой прибыли, нужно отметить, что с ней сложилась противоположная ситуация: ее ценностная релевантность в эти периоды снизилась для «крупных» компаний, но осталась прежней для «маленьких».

Была также сделана попытка изучить отраслевые особенности. Так, были выбраны энергетическая и металлургическая отрасли, что обусловлено достаточным количеством наблюдений в этих отраслях и недостаточным количеством наблюдений в прочих отраслях. В этом случае были исследованы подвыборки «крупных» и «маленьких» компаний. Что касается энергетической отрасли, то ценностная релевантность балансовой стоимости собственного капитала отличается от других отраслей как в случае с «крупными» компаниями, так и в случае с «маленькими». Причем, этот показатель менее ценностно значим, чем в других отраслях. Однако ценностная релевантность чистой прибыли отличается только у «крупных» компаний, в этом случае она так же менее ценностно релевантна, чем чистая прибыль других отраслей. В случае с «маленькими» компаниями таких отличий нет. Что касается металлургической отрасли, то в этом случае нет никаких различий для «маленьких» компаний в ценностной значимости бухгалтерских показателей, а в случае с «крупными» металлургическими компаниями ценностная значимость прибыли ниже.

Таким образом, были сделаны выводы относительно 5 факторов, влияющих на ценностную релевантность учетных показателей.

Исследование представляет научную и практическую значимость. Во-первых, оно дополняет ряд исследований, проведенных на российском рынке, изучением нового временного периода. Во-вторых, оно рассматривает ценностную релевантность отдельно «крупных» и отдельно «маленьких» компаний, что делает вклад в развитие исследований, посвященных не гомогенной среде разных групп компаний ценностной релевантности бухгалтерской информации. В-третьих, оно может представлять отправную точку для дальнейших исследований области ценностной релевантности учетных показателей,

например, очевидно, что следующие исследования, охватывающие еще более поздние периоды, целесообразнее проводить на данных, извлеченных из отчетности, составленной по международным стандартам финансовой отчетности.

С практической точки зрения, исследование представляет ценность, в первую очередь, для держателей акций компаний. В связи с тем, что в исследовании описан ряд факторов, влияющих на ценностную релевантность учетных показателей, акционер может более точно спрогнозировать отражение учетной информации в цене акции, касательно той компании, чьи акции он держит. Кроме того, исследование может быть полезным для менеджеров компаний, управляющих на основе ценностно-ориентированного менеджмента (value-based management, VBM), так как имеет эмпирические доказательства того, каким образом учетная информация отражается в рыночной капитализации компании.



## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бухвалов, А. В., Волков Д. Л. (2005). Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний. // Вестник Санкт-Петербургского Университета. Серия 8: Менеджмент, (1). – С. 26-43.
2. Бухвалов, А. В. Эмпирическая фундаментальная оценка российских компаний: в поисках стратегической ценности. / А. В. Бухвалов, Е. А. Акулаева // Российский журнал менеджмента. – 2014. – № 12(2). – С. 3–12.
3. Волков Д. Л. Финансовый учет: теория, практика, отчетность организации: Учеб. пособие / Д. Л. Волков. – СПб.: Издательский Дом СПбГУ, 2006. – 640 с.
4. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков. – Изд. 2-е. – СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издательский Дом СПбГУ, 2008. — 320 с.
5. Волков Д. Л. Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки. / Д. Л. Волков, И. В. Березинец // Вестник Санкт-Петербургского Университета. Серия 8: Менеджмент. – 2006. – Вып. 2. – С. 3-32.
6. Клинова, М. Экономические санкции и их влияние на хозяйственные связи России с Европейским союзом / М. Клинова, Е. Сидорова // Вопросы экономики. – 2014. – № 12. – С. 67-79.
7. О бухгалтерском учете. [Электронный ресурс]: [Федеральный закон от 06.12.2011 N 402-ФЗ (ред. от 26.07.2019) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2020)]. // Режим доступа: [Консультант плюс]. – URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_122855/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122855/). – Загл. с экрана.
8. О консолидированной финансовой отчетности. [Электронный ресурс]: [Федеральный закон от 27.07.2010 N 208-ФЗ]. // Режим доступа: [Консультант плюс]. – URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_103021/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103021/). – Загл. с экрана.
9. Окулов, В. Л. Финансовые институты и рынки / В. Л. Окулов. – Изд. 1-е. – СПб.: Издательство СПбГУ, 2015. – 316 с.
10. Федорова, Е. А. Экономическая оценка эффективности введенных санкций для отечественных предприятий. / Е. А. Федорова, А. Э. Николаев // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2016. – № 32. – С. 51-60.

11. Alfaraih, M. Compliance with international financial reporting standards (IFRS) and the value relevance of accounting information in emerging stock markets: evidence from Kuwait: PhD thesis, Queensland University of Technology. – 2009.
12. Ali, M. Effect of dividend on stock price in emerging stock market: A study on the listed private commercial banks in DSE. / M. Ali, T. Chowdhury // International Journal of Economics and Finance. – 2010. – Vol. 2. – P. 52-64.
13. Almumani, M.A. Determinants of equity share prices of the listed banks in Amman stock exchange: Quantitative approach. / M. A. Almumani // International Journal of Business and Social Science. – 2014. – Vol. 5, № 1. – P. 91-104.
14. Al-Musawi, R. The value relevance of accounting information in the commercial banks evidence from Iraqi bank industry. / R. Al-Musawi, M. Hussein // FES: Finance, Economy, Strategy. – 2015. – № 6. – P. 19-20.
15. Amir, E. A comparison of the value relevance of U.S. versus non-U.S. GAAP accounting measures using forms 20-F reconciliations. / E. Amir, T. Harris, E. Venuti // Journal of Accounting Research. – 1993. – Vol. 31, № 3. – P. 230-264.
16. Amir, E. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. / E. Amir, B. Lev // Journal of Accounting & Economics. – 1996. – Vol. 22, № 1-3. – P. 3-30.
17. Badu, B. Value relevance of accounting information: an emerging country perspective. / B. Badu, K. Appiah // Journal of Accounting & Organizational Change. – 2018. – Vol. 14, № 4. – P. 473-491.
18. Ball, R. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. / R. Ball, P. Brown // Journal of Accounting Research. – 1968. – Vol. 6, № 2. – P. 159-178.
19. Ballester, M. Labor Costs and Investments in Human Capital: Working paper, New York University. / M. Ballester, J. Livnat, N. Sinha. – 1999.
20. Barth, M. Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. / M. Barth, W. Beaver, W. Landsman // Journal Accounting and Economics. – 1998. – Vol. 25, № 1. – P. 1-34.
21. Barth, M. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting: another view. / M. Barth, W. Beaver, W. Landsman // Journal of Accounting & Economics. – 2001. – Vol. 31, № 1-3. – P. 77-104.
22. Barth, M. Value-relevance of banks fair value disclosures under SFAS 107. / M. Barth, W. Beaver, W. Landsman // The Accounting Review. – 1996. – Vol. 71. – P. 513–537.
23. Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. / S. Basu // Journal of Accounting and Economics. – 1997. – Vol. 24, № 1. – P. 3-35.

24. Beaver, W. The Information Content of Annual Earnings Announcements. / W. Beaver // *Journal of Accounting Research*. – 1968. – Vol. 6. – P. 67-92.
25. Beisland, L. A review of the value relevance literature. / L. Beisland // *The Open Business Journal*. – 2009. – Vol. 2. – P. 7-27.
26. Bepari, M. Relative and incremental value relevance of book value and earnings during the global financial crisis. / M. Bepari // *International Journal of Commerce and Management*. – 2015. – Vol. 25, № 4. – P. 531-556.
27. Berger, P. Investor valuation of the abandonment option. / P. Berger, E. Ofek, I. Swary // *Journal of Financial Economics*. – 1996. – Vol. 42, № 2. – P. 257-287.
28. Bokpin, G. Determinants and value relevance of corporate disclosure: evidence from the emerging capital market of Ghana. / G. Bokpin // *Journal of Applied Accounting Research*. – 2013. – Vol. 14, № 2. – P. 127-146.
29. Bolibok, P. The impact of IFRS on the value relevance of accounting data of banks listed on the Warsaw Stock Exchange. / P. Bolibok // *Copernican Journal of Finance & Accounting*. – 2014. – Vol. 3. – P. 33-43.
30. Brimble, M. On the intertemporal value relevance of conventional financial accounting in Australia. / M. Brimble, A. Hodgson // *Accounting and Finance*. – 2007. – Vol. 47, № 4. – P. 599-622.
31. Burgstahler D. Discussion of combining earnings and book value in equity valuation. / D. Burgstahler // *Contemporary Accounting Research*. – 1998. – Vol. 15, № 3. – P. 325-341.
32. Burgstahler, D. Earnings, adaptation, and equity value. / D. Burgstahler, I. Dichev // *The Accounting Review*. – 1997. – Vol. 72, № 2. – P. 187-215.
33. Charitou, A. The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence for Japan. / A. Charitou, C. Clubb, A. Andreou // *Journal of International Financial Management & Accounting*. – 2000. – Vol. 11, № 1. – P. 1-22.
34. Chen, Ch. Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese stock market? / Ch. Chen, Ch. Shimin, S. Xijia // *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*. – 2001. – Vol. 10, № 1. – P. 1-21.
35. Collins, D. An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients. / D. Collins, S. Kothari // *Journal of Accounting & Economics*. – 1989. – Vol. 11, № 2/3. – P. 143-181.
36. Collins, D. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. / D. Collins, E. Maydew, I. Weiss // *Journal of Accounting & Economics*. – 1997. – Vol. 24, № 1. – P. 39-68.

37. Collins, D. Equity valuation and negative earnings: the role of book value of equity. / D. Collins, M. Pincus, H. Xie // *Accounting Review*. – 1999. – Vol. 74, № 1. – P. 29-63.
38. Cretu, D. Financial diagnosis of the company based on the information derived from the balance sheet. Case study. / D. Cretu, A. Iova, M. Nastase // *Scientific Papers: Management, Economic Engineering in Agriculture and Rural Development*. – 2019. – Vol. 19, № 2. – P. 99-105.
39. da Costa, F. Implications of Economic Crises on the Value Relevance of Accounting Information in Brazilian Companies. / F. da Costa, D. dos Reis, A. Teixeira // *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*. – 2012. – Vol. 6, № 2. – P. 128-139.
40. Davis-Friday, P. Relative valuation roles of equity book value, net income, and cash flows during a macroeconomic shock: the case of Mexico and the 1994 currency crisis. / P. Davis-Friday, E. Gordon // *Journal of International Accounting Research*. – 2005. – Vol. 4, № 1. – P. 1-21.
41. Dawar, V. Earnings persistence and stock prices: Empirical evidence from an emerging market. / V. Dawar // *Journal of Financial Reporting and Accounting*. – 2014. – Vol. 12, № 2. – P. 117-134.
42. El-Diftar, D. The value relevance of accounting information in the MENA region: A comparison of GCC and non-GCC country firms. / D. El-Diftar, T. Elkalla // *Journal of Financial Reporting & Accounting*. – 2019. – Vol. 17, № 3. – P. 519-536.
43. Elliot, J. Repeated accounting write-offs and the information content of earnings. / J. Elliot, J. Hanna // *Journal of Accounting Research*. – 1996. – Vol. 34, № 3. – P. 135-155.
44. Ernest O. (2014). The comparative study of value relevance of financial information in the Nigeria banking and petroleum sectors. / O. Ernest, M. Oscar // *Journal of Business Studies Quarterly*. – 2014. – Vol. 6, № 1. – P. 42-54.
45. Fama, E. Efficient Capital markets: a review of theory and empirical work. / E. Fama // *Journal of Finance*. – 1970. – Vol. 25, № 2. – P. 383-417.
46. Farooq, O. Earnings response coefficient in the MENA region. / O. Farooq, N. Shehata, S. Nathan // *Applied Economics Letters*. – 2018. – Vol. 25, № 16. – P. 1147-1152.
47. Flores, E. Decrease in the Value Relevance of Accounting Information in Electric Distributors after the Brazilian IFRS adoption. / E. Flores, A. Lopes // *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*. – 2019. – Vol. 21, № 5. – P. 928-952.
48. Francis, J. Have financial statements lost their relevance? / J. Francis, K. Schipper // *Journal of Accounting Research*. – 1999. – Vol. 37, № 2. – P. 319-352.

49. Fuad. How the Mandatory IFRS Coverage and Conservatisms Determine the Value Relevance of Accounting Information: Empirical Evidence from Indonesia. / Fuad, I. Januarti, A. Fahlevi // *Journal of Accounting, Finance & Auditing Studies*. – 2017. – Vol. 3, № 3. – P. 31-73.
50. Gjerde, Ø. 2005. The Value Relevance of Financial Reporting on the Oslo Stock Exchange over the Period 1964-2003. / Ø. Gjerde, K. Knivsfå, F. Sættem // Department of Finance and Management Science, Norwegian School of Economics and Business Administration, Discussion Papers. – 2005. – Vol. 23.
51. Hail, L. Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained? / L. Hail // *Accounting and Business Research*. – 2013. – Vol. 43, № 4. – P. 329-358.
52. Hayn, C. The information content of losses. / C. Hayn // *Journal of Accounting and Economics*. – 1995. – Vol. 20, № 2. – P. 125-153.
53. IASB: International accounting standard boards, Framework for the preparation and presentation of financial statement. IASB, London, United Kingdom. – 2001.
54. Jan, C. The role of negative earnings in the evaluation of equity stocks. / C. Jan, J. Ou // Working paper, New York University, New York, NY and Santa Clara University, Santa Clara, CA. – 1995.
55. Keener, M. The relative value relevance of earnings and book value across industries. / M. Keener // *Journal of Finance and Accountancy*. – 2011. – Vol. 6.
56. Kouki, A. IFRS and value relevance: A comparison approach before and after IFRS conversion in the European countries. / A. Kouki // *Journal of Applied Accounting Research*. – 2018. – Vol. 19, № 1. – P. 60-80.
57. Landsman, W. Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades? / W. Landsman, E. Maydew // *Journal of Accounting Research*. – 2002. – Vol. 40, № 3. – P. 797-808.
58. Lev B. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. / B. Lev // *Journal of Accounting Research*. – 1989. – Vol. 27, № 3. – P. 153-192.
59. Lev, B. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. / B. Lev, P. Zarowin // *Journal of Accounting Research*. – 1999. – Vol. 37, № 2. – P. 353-385.
60. Malik, M. Value relevance of accounting information: Evidence from fuel and energy sector of Pakistan. / M. Malik, B. Ali // *Journal of Basic Applied Science Research*. – 2013. – Vol. 3, № 7. – P. 884-891.
61. Maydew, E. An empirical evaluation of earnings and book values in security valuation. / E. Maydew // Working paper, University of Iowa, Iowa City, IA. – 1993.



74. Riley Jr, R. The value relevance of non-financial performance variables and accounting information: the case of the airline industry. / R. Riley Jr., T. Pearson, G. Trompeter // *Journal of Accounting & Public Policy*. – 2003. – Vol. 22, № 3. – P. 231-254.
75. Sharma, U. Voluntary disclosure in the annual reports of Fijian companies. / U. Sharma, H. Davey // *International Journal of Economics and Accounting*. – 2013. – Vol. 4, № 2. – P. 184-208.
76. Sherlita, E. Value Relevance of Accounting Information and Faithful Representation against Investment Decisions. / E. Sherlita // *Global Business & Management Research*. – 2019. – Vol. 11, № 1. – P. 120-129.
77. Shreyes, N. R. An Empirical Study of Value Relevance of Financial Reporting in Indian Corporate Sector / N. R. Shreyes, K. Gowda // *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*. – 2018. – Vol. 17, № 2. – P. 7-21.
78. Su, D. Stock price reaction to earnings announcement: Evidence from Chinese Market. / D. Su // *Review of Financial Economics*. – 2002. – Vol. 12, № 3. – P. 271-286.
79. Suryani, A. Voluntary Disclosure and Earning Responses Coefficient and with Corporate Social Responsibility as Intervening Variable / A. Suryani // *Accounting & Finance Review*. – 2019. – Vol. 4, № 3. – P. 72-78.
80. Tharmila, K. The Value relevance of accounting information and its impact on market vulnerability: A Study of listed manufacturing companies in Sri Lanka. / K. Tharmila, B. Nimalathasan // *Research Journal of Finance and Accounting*. – 2013. – Vol. 4, № 18. – P. 102-109.
81. Vijitha P. Value relevance of accounting information and share price: A study of listed manufacturing companies in Sri Lanka. / P. Vijitha, B. Nimalathasan // *Merit Research Journal of Business and Management*. – 2014. – Vol. 2, № 1. – P. 1-6.
82. Vorobeva, E. The Relationship between Accounting Indicators and Market Value of Russian Companies with Different Growth Potential. / E. Vorobeva, E. Nikulin // *Российский журнал менеджмента*. – 2018. – Vol. 16, № 4. – P. 563-576.
83. Zhang G. 2000. Accounting information, capital investment decisions, and equity valuation: Theory and empirical implications. / G. Zhang // *Journal of Accounting Research* – 2000. – Vol. 38, № 2. – P. 271-295.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 1. СПИСОК КОМПАНИЙ

1. Автоваз
2. Акрон
3. Алроса
4. Алроса-нюрба
5. Аптечная сеть 36,6
6. Ашинский метзавод
7. Аэрофлот
8. Башинформсвязь
9. Башнефть
10. Белон
11. Вимм-Биль-Данн Продукты  
Питания
12. Верофарм
13. Газ
14. Газпром нефть
15. ГКМ Норильский никель,
16. Группа компаний ПИК
17. Группа ЛСР
18. Группа Черкизово
19. Дальневосточное морское  
пароходство
20. Детский мир
21. Дикси групп
22. ДЭК
23. Интер РАО
24. Иркутскэнерго
25. Казаньоргсинтез
26. КАМАЗ
27. Квадра
28. Ковровский механический завод
29. Южно-Уральский никелевый  
комбинат
30. Комстар-ОТС
31. Корпорация ВСМПО-Ависма,
32. Корпорация Иркут,
33. Коршуновский горно-  
обогачительный комбинат
34. Красноярская ГЭС
35. Красный октябрь
36. Кубаньэнерго
37. Куйбышевазот
38. Лензолото
39. Ленэнерго
40. М.Видео
41. Магнит
42. Московская городская телефонная  
сеть
43. Мегафон
44. Мечел
45. Магнитогорский  
металлургический комбинат
46. Московская теплосетевая  
компания
47. Мостотрест
48. Мосэнерго
49. МРСК Волги
50. МРСК Северного Кавказа
51. МРСК Северо-Запада
52. МРСК Сибири
53. МРСК Урала
54. МРСК Центра и Приволжья
55. МРСК Центра
56. МТС
57. Нижнекамскнефтехим
58. Новороссийский комбинат  
хлебопродуктов



59. НЛМК
60. Новороссийский морской торговый порт
61. НОВАТЭК
62. Объединённая Вагонная Компания
63. Объединённая авиастроительная корпорация
64. ОГК-2,
65. ОГК-3
66. ОДК-УМПО,
67. Обувь России
68. Полюс
69. Протек
70. Распадская
71. РКК Энергия,
72. Россети Юг
73. Россети
74. Ростелеком
75. Русгидро
76. Русполимет
77. Русская аквакультура
78. Руснефть
79. Саратовский НПЗ
80. Северсталь
81. Седьмой континент
82. Селигдар
83. Сибирьтелеком
84. Сильвинит
85. Славнефть-ЯНОС
86. Славнефть-Мегионнефтегаз
87. Соллерс
88. Татнефть им. В.Д. Шашина
89. Таттелеком
90. ТГК-1
91. ТГК-14,
92. ТГК-2,
93. Трубная металлургическая компания
94. ТНС Энерго
95. Трансконтейнер
96. УАЗ
97. Уралкалий
98. Уралсвязьинформ
99. Уфанефтехим
100. Фармстандарт
101. Фосагро
102. ФСК ЕЭС
103. Центральный телеграф
104. Центртелеком
105. Челябинский металлургический комбинат
106. ЧТПЗ
107. Энел Россия
108. Южный Кузбасс
109. Юнипро
110. Якутскэнерго