УДК 658.013

Т.В.ПОНОМАРЕНКО, *канд. экон. наук доцент, stvjnail@mail.ru*
Т.Р.КОСОВЦЕВА, *канд. техн. наук, доцент, tkosov@list.ru*
Санкт-Петербургский государственный горный институт (технический университет)

T.V.PONOMARENKO, *PhD in econ.* se», *associate professor, stv_mail@mail.ru*
T.R.KOSOVTSEVA, *PhD in ertg. sc, associate professor, tkosov@iist.ru*
Saint Petersburg State xWining Institute (Technical University)

ОЦЕНКА СТРАТЕГИЧЕСКОЙ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ ГОРНО-ХИМИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ НА ОСНОВЕ ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Концепция управления рыночной стоимостью компании, основанная на взаимосвязи между системами финансового и стратегического менеджмента, формирует систему интегрированных показателей эффективности деятельности предприятия. Показано, что рыночная стоимость компании может выступать показателем оценки ее стратегической конкурентоспособности. Определены сущность, факторы, принципы управления стоимостью компании.

Предложена авторская классификация методов и моделей оценки стоимости горных компаний. Обоснован и применен методический подход к оценке стоимости горно-химических компаний, получены оценки стоимости для компаний «Сильвинит», «Уралкалий», «Апатит» на основе модифицированной модели Ольсона.

Ключевые словах конкурентоспособность, ценностно-ориентированный менеджмент, методы оценки стоимости компании, свободный денежный поток, экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль, модель Ольсона.

ESTIMATION OF MINING AND CHEMICAL ENTERPRISES' STRATEGIC COMPETITIVENESS BY VALUE-BASED MANAGEMENT

The concept of a company's market value management based on correlation between the systems of financial and strategic management forms the system of integrated indicators of the enterprise activity efficiency. It is shown that a company's market value can act as an indicator of its strategic competitiveness. Essence, factors and principles of company's market value management are defined.

The author's classification of methods and models of mining enterprises' value estimation is offered. The methodic approach to mining and chemical enterprises' value estimation is based and applied, the join-stock companies' «Sylvinite», «Uralkali», «Apatit» value estimations were obtained on the basis of the modified Edwards-Bel 1-Ohlson model.

Key words,* competitiveness, value-based management (VBM), methods of valuation of company, free cash flow (FCF), economic value added (EVA), residual income (RI), Edwards-Bell-Ohlson valuation model (EBO).

Проблема повышения конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности российских компаний минерально-сырьевого комплекса (МСК) определяет спрос на новые инструменты корпоративного управления, среди которых концепция управления стоимостью занимает особое место, поскольку изменение стоимости является интегрированным показателем эффективности деятельности компании. Мож-

но выделить три группы причин использования рыночной стоимости компании в качестве показателя ее стратегической конкурентоспособности [7]:

• подвижность внешней и внутренней среды бизнеса, связанная с высокой изменчивостью и конкурентностью минерально-сырьевых рынков;

• усиление самой конкуренции, что ведет к необходимости удовлетворять интересы всех заинтересованных лиц компании для эффективного стратегического планирования;

• взаимоотношения собственников и менеджеров, агентские конфликты и оппортунистическое поведение.

Компания - особый носитель стоимости, поскольку отличается уникальностью и разнородностью признаков, является инвестиционным активом с возможным ростом стоимости во времени. Стоимость компании в отличие от других критериев ее эффективности и привлекательности является долгосрочным показателем, ориентированным на перспективы развития, так как в основе стоимости лежит прогнозирование денежных потоков, которые активы компании принесут в будущем. Кроме того, компания находится в постоянной конкурентной борьбе с другими компаниями за один из основных ресурсов - капитал, доступ к которому на развивающихся рынках затруднен; поэтому компания должна обеспечить приемлемый для инвесторов рост стоимости. Таким образом, применение в корпоративном управлении показателей, ориентирующих на увеличение стоимости компании, актуально.

Два основных фактора определяют деятельность отечественных компаний: рост конкуренции на отраслевых рынках на фоне усиливающихся процессов глобализации, а также интеграционные процессы, которые могут рассматриваться как механизмы снижения конкурентного давления на компании и повышения их финансовой устойчивости.

Управление стоимостью компании - процесс последовательной реализации в стратегических и оперативных решениях менеджмента компании принципов экономической прибыли и приращения стоимости акционерного капитала [3]. Определение стоимости компании затруднено влиянием множества факторов, действующих на развитых и, тем более, развивающихся рынках. Это, прежде всего, оценка горизонтов прогнозирования, различие между систематическими и эпизодическими прибылями и денежными потоками, воздействие рисков и неопределенностей, влияние учетной и управленческой политики на денежные потоки, прибыли и дивиденды.

Стоимостной анализ позволяет выделить ключевые факторы ценности и конкурентоспособности, учесть потенциальные резервы, возможности и конкурентные преимущества компании. Факторы стоимости можно разделить на две группы: внешние (не подлежащие воздействию со стороны менеджмента компании) и внутренние (управляемые менеджментом). Невозможность воздействия на внешние факторы (институциональное регулирование, изменение налогового законодательства, инфляционные риски и пр.) не означает, что менеджмент не может предвидеть их изменение и минимизировать негативные последствия либо максимизировать эффекты. Соответственно управленческая задача состоит в «защите» стоимости компании от колебаний внешних факторов как можно в большей степени [9]. Система внутренних факторов стоимости влияет как на совокупность показателей деятельности компании, так и отдельных подразделений, поэтому показатели детализируются для каждого уровня управления и на этом уровне применяются.

На стоимостном анализе основана концепция управления стоимостью компании, или ценностно-ориентированный менеджмент (VBM) [1, 8]. Ценностно-ориентированный менеджмент интегрирует управление инвестиционной средой, разработку стратегий для создания оптимальной ценности, применение механизмов обеспечения ценности и является системой, состоящей из четырех основных управленческих модулей: оценивание, стратегия, финансы и корпоративное управление [1]. Модуль оценивания необходим для выбора модели и процедур

определения ценности компании, мониторинга изменения ценности, определения механизмов создания новой ценности. Модуль стратегии устанавливает ясную связь между ценностью компании и ее корпоративными и бизнес-стратегиями, поэтому VBM является самостоятельным направлением стратегического менеджмента. Модуль финансов отражает финансовую политику компании, нацеленную на создание ценности. Модуль корпоративного управления направлен на согласование интересов собственников и менеджмента.

Характеристики и особенности стоимостного анализа предопределяют следующие принципы управления стоимостью [8]:

• стоимость - это функция ожидаемых в будущем денежных потоков, соответственно стоимость компании зависит от будущих денежных выгод, получаемых от использования имеющихся и потенциально доступных ресурсов, но не от объема прибыли или сформированных активов. Будущие денежные выгоды определяются величиной свободных денежных потоков либо показателей экономической прибыли;

• ключевой элемент анализа создаваемой стоимости - требуемая доходность по инвестированному капиталу, превышающая барьерную ставку инвестирования;

• вложение средств имеет целью получение денежных и иных выгод, которые удовлетворяют интересам основных заинтересованных лиц компании. Выгоды от инвестирования должны компенсировать не только вложенные средства, но и риск, связанный с отсрочкой выгод от момента инвестирования. Компромиссы между текущими и будущими денежными потоками компании необходимы для **принятия** правильных решений на основе стоимости;

• горизонт планирования включает две характеристики: стратегическую основу и финансовое выражение и определяется как период, в течение которого компания обладает коренными конкурентными компетенциями (отличительными особенностями, позволяющими ей успешно конкурировать и создавать в связи с этим положительную экономическую прибыль) [3];

• для оценки ценности выбираются два периода: явный прогнозный период (плановый) и постпрогнозный период. Выбор явного периода прогнозирования должен отвечать требованию достижения компанией устойчивого состояния (при котором значение темпа роста свободного денежного потока не меняется) с целью дальнейшей фиксации результатов ее деятельности в течение постирогнозного периода [6].

Ценностно-ориентированный менеджмент как система базируется на следующих принципах:

• максимальная простота методики оценки ценности и использование информационной базы бухгалтерского учета и внутреннего контроля;

• методически корректный компаративный анализ на основе внешней информации;

• учет динамики свободного денежного потока на основе ежегодной оценки эффективности деятельности;

• учет рисков хозяйственной деятельности и альтернативных издержек при оценке ценности;

• использование модели DCF (включая метод реальных опционов) при изучении динамики развития компании в долгосрочной перспективе;

• связь управленческих решений и оценки деятельности с доходностью акционерного капитала.

Выбор системы измерений для определения стоимости компаний зависит от целей оценки, особенностей отрасли, этапа жизненного цикла бизнеса (появляющийся или зрелый), а также от организационной и корпоративной структуры компании. Диапазон конкурирующих способов измерения ценности компании достаточно широк, поэтому на основе адекватной модели следует разработать систему инструментов, позволяющих принимать на всех уровнях управления компанией решения, обеспечивающие рост ценности.

Модели оценки ценности компании классифицируют по нескольким признакам:

• по методу определения ценности - основанные на расчете стоимости (прямая оценка) и доходности (относительная оценка) [10];

• по продолжительности оцениваемого периода времени - использующие данные за годичный и за более длительный период;

• по характеру данных - ориентирующиеся на отчетные и на прогнозные оценки;

• по способу расчета - по показателям роста» возврата, остаточного дохода и денежного потока;

• по виду потоков, создающих ценность;

• по типу денежного потока [5].

По сложности внесения корректировок в учетную информацию модели очень разнообразны и могут быть представлены в виде упорядоченного набора методов.

Система показателей, характеризующих эффективность компании в рамках концепции управления стоимостью, постоянно обновляется и включает около двух десятков, из которых самыми распространенными являются экономическая прибыль (RI), экономическая добавленная стоимость (EVA), добавленная рыночная стоимость (MVA), денежная добавленная стоимость (CVA), рентабельность капитала по денежному потоку (CFROI), совокупная доходность акционерного капитала (TSR), общая доходность бизнеса (TBR), доходность с учетом рыночных корректировок (MAR), ценность, добавленная в компании, (EV+), изменения ожидаемой экономической прибыли (EBM) и другие [1-10]. Каждый из методов включает расчеты на трех уровнях: на нижнем - факторы стоимости, на среднем - показатели периодической оценки эффективности деятельности, на верхнем - оценка стоимости как основы конкурентоспособности по одной из моделей. Для оценки ценности публичных компаний могут применяться любые модели, так как и рыночная, и отчетная информация открыта. Для оценки «закрытых» компаний применимы модели, основанные на расчетной ценности, так как они оперируют откорректированными показателями бухгалтерской финансовой отчетности.

При оценке ценности компании большое внимание следует уделять выбору ключевого финансового показателя, в качестве которого может использоваться дивиденд, денежный поток, остаточная прибыль. Если в качестве показателя принят денежный поток следует обосновать применение определенного вида: чистый денежный поток, денежный поток по операционной деятельности, свободный денежный поток, капитальный денежный поток, дисконтированный денежный поток [4, 8].

Показатель свободного денежного потока FCF отражает сальдо не только реальных денег, но и потенциально свободных для инвесторов, так как все обязательства по развитию компании уже^тены. Для расчета свободного денежного потока денежный поток по операционной деятельности уменьшается на величину инвестиций каждого года, при этом стоимость источников финансирования компании не учитывается. Экономический смысл такого расчета состоит в определении результата по основной деятельности, без учета финансовых решений и выгод заимствования. Так как одним компаниям значительные инвестиции для поддержания и развития деятельности нужны немедленно, а для других эта необходимость возникнет через некоторый промежуток времени, то величина и распределение инвестиций во времени существенно влияют на стоимость. Соответственно первые из упомянутых компаний будут оценены ниже, чем вторые.

Концепция экономической прибыли базируется на классической предпосылке о необходимости покрытия компанией всех затрат, включая затраты на привлечение капитала. Таким образом, без учета альтернативных издержек, связанных с привлечением капитала, компания не создает, а разрушает стоимость. В современных условиях концепция экономической прибыли служит фундаментом для разработки новых моделей и методов оценки, широко используемых при управлении стоимостью компании. Экономическая прибыль - это наиболее общая модель, при необходимости модифицируемая. Зарубежные консалтинговые компании внедряют различные по терминологии и по вводимым корректировкам учетной информации варианты.

Из показателей, используемых в рамках концепции управления стоимостью компании,

показатель экономической добавленной стоимости EVA наиболее известен и распространен. Экономическая добавленная стоимость определяется как разность между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала. Авторы запатентованной модели EVA Д.Стерн и Б.Стюарт разработали 164 поправки к величине прибыли и инвестированного капитала [2]. По нашему мнению, наиболее существенные корректировки к бухгалтерской отчетности следующие [2]:

• выделение активов, не используемых в операционной деятельности;

• уменьшение активов на величину привлеченного капитала, по которому не выплачены проценты;

• исключение чрезвычайных доходов и расходов;

• оценка всех активов, которые использует компания, в соответствии с принципами МСФО;

• оценка активов по реальной стоимости;

• корректировка пассивов за счет эквивалентов собственного капитала и увеличения обязательств;

• внесение поправок, связанных с гудвилом и лизингом;

• капитализация долгосрочных расходов;

• корректировка резервов расходов в пассивах, если они не были отражены при переоценке активов.

Модель EVA является инструментом для измерения «избыточной» стоимости, созданной инвестициями, поэтому может служить критерием качества принимаемых управленческих решений: положительный показатель свидетельствует об увеличении стоимости компании, отрицательный - о снижении. Основным преимуществом показателя является то, что при его расчете реализуются основные принципы концепции экономической прибыли и учитываются все затраты на привлечение капитала в рыночном выражении. Вместе с тем использование EVA при оценке стоимости компании сопряжено с определенными недостатками: влиянием первоначальной оценки инвестированного капитала, необходимостью внесения корректировок в используемые показатели, выполнением расчетов в постпрогнозный период. Снижение субъективности может быть достигнуто при оценке не абсолютных значений EVA, а ежегодных изменений.

В оценке стоимости горных компаний, помимо общепринятых корректировок, должны быть учтены стоимость запасов минерального сырья, используемых и контролируемых компанией, и стоимость геологической и маркшейдерской информации, не отражаемой в отчетности.

Пример расчета показателей стоимости интегрированной горно-химической компании ОАО «Сильвинит», основанных на значениях свободного денежного потока, остаточной прибыли, ценности, добавленной на предприятии, т.е. принятых в ценностно-ориентированном менеджменте показателей представлен в табл.1. В качестве нового показателя ценности предложен расчет условной ценности компании, под которой понимается ценность, установленная по значению свободного денежного потока, полученного в определенном году и принятого для расчета продленной (терминальной) стоимости.

Расчеты показали, что ценность компании в значительной мере зависит от выбора базового показателя. Оценка стоимости компании по свободным денежным потокам может преувеличить реальные значения полученной стоимости, так как положительные потоки свободных денежных средств могут быть достаточны для компенсации инвестиционного риска, но не всегда могут обеспечить экономическую прибыль. Значение ценности, добавленной на предприятии, получено отрицательным, поэтому для оценки стоимости компании она использоваться не может. Поэтому для дальнейших расчетов выбран показатель остаточной прибыли, на основе которого оценка стоимости компании определяется как сумма дисконтированной экономической добавленной стоимости или экономической прибыли по средневзвешенной стоимости капитала (WACC) за прогнозный и постпрогнозный период.

Таблиц I

Расчет показателей стоимости ОАО «Сильвинит»

Показатель	Источник данных или формула расчета	Год					
		2004	2005	2006	2007	2008	Среднее значение
Исходные показатели							
Чистая прибыль (ЧП), млн руб.	Отчет о прибылях и убытках	2 067,5	5 317,8	4 828,8	6665,7	29 193,6	9 614,7
Собственный капитал, млн руб.	Бухгалтерский баланс	8 517,5	12 913,0	16409,6	18425,0	43 129,6	19 878,9
Заемный капитал, млн руб.	Бухгалтерский баланс	2 044,2	3 058,1	4 587,9	9 598,6	5 679,5	4 993,7
Средневзвешенная стоимость капитала WACC, %		15,01	15,01	15,01	15,01	15.01	15,01
Задействованный капитал CE, млн руб.	Бухгалтерский баланс	10561,7	15 971,1	20997,5	28 023,6	48 809,1	24 872,6
Амортизация основных средств и нематериальных активов А, млн руб.	Приложения к бухгалтерскому балансу	697,3	833,1	1 122,5	1548,1	1864,6	1 213,1
Инвестированный капитал И, млн руб.	Отчет о движении денежных средств	1 883,9	4 224,4	4 510,1	6 341,3	24 862,4	8 364,4
Промежуточные расчетные показатели							
Рентабельность капитала ROCE	ЧП/CE	0,20	033	0,23	0,24	0,60	0,319
Свободный денежный поток FCF, млн руб.	ЧП+А-И	880,9	1926,6	1441,2	1872,5	6195,9	2463,4
Условная ценность компании Ц, млн руб.	FCF/WACC	5 868,8	12 835,2	9 601,6	12 474,8	41 278,3	16411,8
Итоговые показатели							
Экономическая прибыль с модификацией остаточной прибыли RI, млн руб.	CE(ROCE-WACC)	483,2	2 922,2	1679,2	2 462,1	21 872,2	4 201,8
Ценность, добавленная на предприятии EV+, млн руб.	FCF-CEWACC	-704,4	-470,8	-1 710,6	-2 333,9	-1 130,4	-1270

Примечание. k,wdj- цена и доля источника капитала соответственно.

Дальнейшим развитием доходного подхода к оценке стоимости компании является модель Ольсона (модель EBO), которая может быть признана одной из наиболее перспективных современных разработок в теории оценки стоимости компании, так как позволяет использовать преимущества доходного и имущественного подходов, снижая их недостатки. И модель Ольсона, и концепция экономической добавленной стоимости основаны на единой методической основе - остаточной прибыли, т.е. прибыли компании за вычетом ожидаемого уровня доходности. Различие моделей EVA и EBO состоит в том, что EVA охватывает весь вложенный в компанию капитал (акционерный и заемный), а EBO - только собственный (акционерный).

Модель Ольсона предполагает разделение доходов компании на две части: так называемые нормальные и анормальные (отличающиеся от нормальных). Нормальные доходы определяются величиной активов компании и ставкой дисконтирования. Наличие избыточных доходов связано с особым положением компании на рынке, нематериальными, сырьевыми и другими специфическими активами, формирующими устойчивые конкурентные преимущества компании, и, следовательно, должно увеличивать величину стоимости компании по сравнению с величиной стоимости ее активов.

Стоимость компании P_t зависит как от уже инвестированного капитала, так и от ее будущей доходности, поэтому может быть определена как сумма стоимости ее чистых

Таблица 2

Стоимость горно-химических компаний России, млн руб.
(оценка по модели Ольсона)

Показатель	Уралкалий	Сильвинит і Апатит	
Чистые активы на 01.01.2009	36457	43130	16217
Чистые активы (среднее за 2004-2008 гг.)	18850	19879	11818
Чистая прибыль за последний год	9506	16600	8000
Остаточная прибыль (среднее за 2004-2008 гг.)	5307	4202	-1173
Свободный денежный поток (среднее за 2004-2008 гг.)	1207	2464	-2610
Добавленная ценность (среднее за 2004-2008 гг.)	-3435	-1269	-5381
Оценка по остаточной прибыли и чистым активам за последний год	82602	79667	6020'
Оценка по остаточной прибыли и среднему значению чистых активов	64996	56416	1619
Оценка по свободному денежному потоку и чистым активам за последний год	46955	64551	-6482
Оценка по свободному денежному потоку и среднему значению чистых активов	29348	41300	-6846
Капитализация (оценка собственного капитала) на 01.01.2009	115890	72780	45000

* При проведении оценки по значению остаточной прибыли за 2008 г. и достигнутому значению чистых активов стоимость компании «Апатит» на 01.01.2009 составила бы 54775 млн руб.

активов *B,* и текущей стоимости EVA за все время ее существования:

$$P_t = B_t +]?^{\text{да}} EVA_f \quad +*.$$

Рыночная стоимость компании, определенная с помощью EBO на развитых рынках, идентична результатам, получаемым с помощью таких традиционных методов, как дисконтирование дивидендов (DDM) или денежных потоков (DCF). Вместе с тем модель Ольсона имеет ряд преимуществ по сравнению с традиционными методами. В частности, в ней отражен процесс создания богатства акционеров, а не его распределения, что отличает данную модель от метода дисконтирования дивидендов. Методы, связанные с дисконтированием прибыли или денежных потоков, игнорируют большую часть информации о стоимости компании, содержащейся в бухгалтерском балансе. В результате рыночная стоимость фирмы оказывается как бы «растянутой» во времени, причем значительная часть денежных потоков, ее формирующих, не укладывается в рамки прогнозного периода и вычисляется как продленная, или терминальная, стоимость. Однако поскольку с увеличением горизонтов прогнозирования его точность снижается, то при большом удельном весе продленной стоимости значительно уменьшается точность оценки в целом. Модель Ольсона менее подвержена этому эффекту, поскольку значительный вес в ней имеют реально вложенные в компанию инвестиции - ее чистые активы, а прогнозируется только та часть денежного потока, которая действительно увеличивает стоимость компании, - остаточная прибыль.

Модель EBO обладает достаточным потенциалом для ее успешного применения в российских нестационарных условиях. Поскольку базой для определения стоимости компании, а часто и большей ее составляющей в данной модели служит текущая величина чистых активов, то в стоимости компании величина вложенных инвестиций учитывается. Значительно меньшая, чем в методах DDM и DCF, часть стоимости компании «распределена во времени», что снижает риски неправильного прогнозирования и накопления ошибок. Модель Ольсона дает представление о том, какая часть рыночной стоимости фирмы выражена ее реальными активами, а какая - ожидаемыми доходами, что позволяет более точно представлять степень рискованности вложений в компанию.

В табл.2 представлены результаты оценки стоимости горно-химических компаний России, выполненные по модели Ольсона с учетом различной базы оценки.

Выводы

Оценка стоимости горной компании осложняется неустойчивостью денежных потоков, обусловленной высокой волатильностью цен на рынках минерального сырья, значительной капиталоемкостью и инвестиционной политикой компании.

Длительные периоды отработки крупных месторождений определяют необходимость дифференцированного подхода к оценке отдельных этапов в жизненном цикле компании. На оценку стоимости компании существенное влияют реконструкция, компенсация выбывающих мощностей, необратимость и низкая ликвидность вложенных инвестиций.

Общепринятые подходы в оценке бизнеса (затратный, доходный, сравнительный) к оценке стоимости горной компании применяются ограниченно, поэтому адекватная оценка стоимости может быть получена на основе комбинированного (модель Ольсона) или опционного подхода.

Различная степень интеграции и диверсификации определяет специфику оценки стоимости интегрированных компаний. Различные методы и показатели оценки стоимости дают различные результаты; наиболее подходящим является метод оценки потоков экономической прибыли, показывающий рост ценности. Наименьшее значение стоимости компании дает оценка по свободному денежному потоку и среднему значению чистых активов. Лучшие результаты оценки стоимости в условиях развивающихся рынков получены для публичных компаний, что подтверждается значениями капитализации.

Для горных компаний, осуществляющих техническое перевооружение, реконструкцию и модернизацию производства, сопровождающиеся значительными инвестициями, перед моментом оценки и в ближайшем будущем оценка стоимости получается заниженной, что связано с отрицательным значением свободного денежного потока.

Ценностно-ориентированный менеджмент как аналитическая инновация общепризнан, распространен, имеет инструментарий, отражающий стоимость, ценность, конкурентоспособность компаний. Концепция важна как для теории, так и для практики стратегического управления, ибо обеспечивает взаимосвязь между системами финансового и стратегического менеджмента.

ЛИТЕРАТУРА

1. *ВолковД.Л.* Управление ценностью: показатели и модели оценки // Российский журнал менеджмента. 2005. Т.3.№4.

2. Гусев А.А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании // Финансовый менеджмент. 2005. № 1.

3. *Ивашковская И. В.* Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М, 2009.

4. *Коупленд Т.* Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / Т.Коупленд, АДолгофф. М, 2009.

5. *Пономаренко* 715. Применение концепции ценностно-ориентированного менеджмента к оценке стоимости ОАО «Апатит» / Т.В.Пономаренко» Е.В.Шевченко // Финансовые проблемы РФ и пути их решения: теория и практика: Сб. науч. трудов 11-Й Междунар. науч.-практ. конф. СПб, 2010.

6. *Рассказова А.И.* Финансовые аспекты корпоративного управления. Расчет добавленной стоимости собственного капитала // Финансовый менеджмент. 2002. № 5.

7. *Ружанская* Л. Факторы повышения рыночной стоимости уральских компаний: проблемы практики и политики / Л.Ружанская, Дм.Крутиков. ML, 2006.

8. *Теппова Т.В.* Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. М., 2007.

9. *Федотова М.А.* Современные модели и методы оценки стоимости бизнеса / М.А.Федотова, Т.В.Тазихина // Аудиторские ведомости. 2006. №1. http://www.for-expert.ru

Ю.ФеррисК. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К.Феррис, Б.П.Пешеро. М., 2005.

REFERENCES

1, *VolkovD.L,* Management's value: indicators and estimation models // The Russian magazine of management. 2005. Vol.3. N 4.

2. *GusevA.A.* Concept EVA and an estimation of efficiency of activity of the company // Financial management. 2005. N 1.

3.*IvashkovskyLV.* Modelling of value of company. Strategic responsibility of boards of directors. Moscow, 2009.

4>CoplendT., DolgoJfA. Outperform with expectations-based Management. Moscow, 2009.

5. *Ponomarenko T. V., Shevchenko E.V.* Application of the concept of the value-based management to estimation value of JSC «Apatite» *II* Financial problems of the Russian Federation and a way of their decision: the theory and prac-

tice / 11'h Internationa! scientifically-practical conference-Saint Petersburg, 2010.

b.RasskazovaA.N. Financial aspects of a corporate management. Calculation of the value added of own capital // Financial management. 2002. N 5.

7. *Riahansky Л., Krutikov Dm.* Factors of increase of market cost of the Ural companies: problems of practice and a policy. Moscow, 2006.

8. *Teplova T. V.* Investment leverages for maximisation of value of the company. Moscow, 2007.

9. *Fedotova M.A., TazihinaTV.* Modem models and methods of estimation of value of business // Auditors sheets. 2006. N I. http://www.for-cxpert.ru

10. *Ferris K., Peshero B.P.* Estimation of value of company: how to avoid errors at acquisition. Moscow, 2005.