

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ И МОДЕЛИ ЦЕЛЕВОЙ ФУНКЦИИ ФИРМЫ

И. В. Тополя

Российская академия государственной службы при Президенте РФ, г. Москва

Рассмотрены модели целевой функции фирмы с точки зрения основных направлений экономической теории. Описаны новые модели целевой функции фирмы, предложенные в рамках теории создания стоимости для акционеров. Указаны достоинства и недостатки моделей целевой функции фирмы.

ВВЕДЕНИЕ

Экономическая теория всегда уделяла большое внимание исследованию природы, цели и целевой функции фирмы. Различные направления экономической теории изучают фирмы в соответствии со своей методологией. Основные направления экономической теории, рассматривающие модели целевой функции фирмы, — неоклассическая теория фирмы, новая институциональная экономическая теория фирмы, бихевиористская теория фирмы, управленческая теория фирмы и теория создания стоимости для акционеров.

В данной работе под фирмами понимаются коммерческие образования (компании, предприятия, организации и т. д.) независимо от их организационно-правовой формы, отраслевой принадлежности и масштабов деятельности. Цель фирмы определяет содержание ее будущего состояния, ожидаемые результаты деятельности. Целевая функция фирмы предопределяет связь между целью и средствами ее достижения, соотношения между средствами и альтернативные способы достижения цели. Модель целевой функции фирмы представляет собой формализованное описание этих процессов и явлений.

НЕОКЛАССИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ ФИРМЫ

Концептуальные основы рассмотрения цели хозяйствующих субъектов впервые заложила классическая экономическая теория. А. Смит писал, что достижение частных целей хозяйствующими субъектами ведет к достижению общественных целей [1].

Неоклассическая теория фирмы рассматривает в качестве цели фирмы максимизацию прибыли [2]. Фирма заинтересована не в наибольшем выпуске продукции, а в таком его объеме, который по-

требует наименьших производственных издержек и обеспечит при этом максимизацию прибыли.

Неоклассическая теория использует технологическую концепцию фирмы для объяснения целевой функции фирмы. В соответствии с ней фирма рассматривается как структура, оптимизирующая производственные (трансформационные) издержки при данном выпуске. Максимизация прибыли достигается при равенстве предельных издержек и предельной выручки и описывается следующей целевой функцией:

$$\begin{cases} \pi(q) = TR(q) - STC(q) \\ MR(q) = MC(q), \end{cases}$$

где $\pi(q)$ — прибыль; $TR(q)$ — совокупная выручка; $STC(q)$ — совокупные издержки; $MR(q)$ — предельная выручка; $MC(q)$ — предельные издержки.

Вместе с тем максимизация прибыли не всегда обеспечивает необходимые темпы экономического развития. Фирма может лишиться основного источника формирования собственных финансовых ресурсов для своего развития в результате расходования прибыли на цели текущего потребления. В теории фирма стремится максимизировать прибыль в долгосрочном периоде. Тем не менее, на практике высокий уровень прибыли, как правило, достигается не в долгосрочном, а в краткосрочном периоде, в ситуациях, нередко сопряженных с высоким уровнем риска.

НОВАЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ ФИРМЫ

Институциональная экономическая теория объясняет обусловленность экономических явлений и процессов существующими в обществе институтами: правилами, принципами и нормами поведе-



ния. В институциональной экономической теории поведение хозяйствующих субъектов ориентировано не на максимизацию прибыли, а на соблюдение институтов.

Новая институциональная экономическая теория основное внимание уделяет исследованию природы и пределов роста фирмы. В классической и неоклассической теориях фирма рассматривается как главный субъект рынка. Новая институциональная экономическая теория рассматривает фирму и рынок как формы организации экономической деятельности. Фирма и рынок представляют собой альтернативные способы заключения контрактов. Эта традиция берет свое начало с классической статьи Р. Коуза "Природа фирмы". Он писал: "Фирма ... есть система отношений, возникающих, когда направление ресурсов начинает зависеть от предпринимателя" [3].

В соответствии с новой институциональной экономической теорией цель фирмы состоит в "стремлении к прибыли". Понятия "максимизация прибыли" и "стремление к прибыли" тождественны в условиях постоянной неопределенности и изменений.

В новой институциональной экономической теории основное внимание уделяется не производственным издержкам, а издержкам, обусловленным заключением внешних и внутренних контрактов. Внешние контракты направлены на использование рыночных ресурсов и связаны с внешними транзакционными издержками. Внутренние контракты направлены на использование ресурсов фирмы и связаны с внутренними транзакционными издержками, в первую очередь, издержками управления. Границы фирмы определяются двумя видами транзакционных издержек — внешними и внутренними. Внешние транзакционные издержки определяют нижнюю границу фирмы, ее минимальный размер. Внутренние издержки, прежде всего издержки управления, определяют верхнюю границу фирмы, ее максимальный размер. Структурирование сделок, выбор форм организации производства, горизонтальная и вертикальная интеграция фирмы обусловлены соображениями оптимизации всей совокупности транзакционных издержек. При этом цель фирмы дополняется требованием оптимизации транзакционных издержек. Целевая функция фирмы может описываться, по нашему мнению, следующим образом:

$$\begin{cases} \pi = TR - TPC - TTC \rightarrow \max \\ TTC \rightarrow \min, \end{cases}$$

где π — прибыль; TR — совокупная выручка; TPC — совокупные производственные издержки; TTC — совокупные транзакционные издержки.

Дальнейшее развитие институциональной теории фирмы осуществили А. Алчян, Х. Демсец, Д. Норт, Г. Саймон, О. Уильямсон, К. Эрроу, С. Дж. Уинтер и др. Развивающий теорию эволюционного институционализма С. Дж. Уинтер отмечает: "...в эволюционных моделях фирмы представлены как организации, *стремящиеся извлечь прибыль*" [3].

БИХЕВИОРИСТСКАЯ ТЕОРИЯ ФИРМЫ

Теоретическим основанием для разработки моделей поведения фирмы в рамках бихевиористской теории послужила работа [4]. Внимание бихевиористской теории концентрируется на деятельности и взаимодействии структурных подразделений фирмы. Общая эффективность фирмы зависит от процесса согласования решений внутри фирмы, внешних условий ее деятельности и уровня организационных знаний. В процессе переговоров целевая функция фирмы претерпевает непрерывные изменения, поэтому менеджеры не располагают возможностью ее максимизации. В этой связи фирма стремится функционировать на каком-то удовлетворительном уровне эффективности.

Согласно бихевиористской теории в фирме существуют коалиции, образованные на основе структурных единиц. Каждая коалиция преследует свои собственные цели, и эти цели, скорее всего, будут несовместимы. Модель фирмы в бихевиористской теории представляет собой модель изменяющихся интересов многоцелевых коалиций. Цели коалиций могут изменяться в соответствии с собственным опытом, результатами анализа действий других организаций, внешней среды фирмы. Таким образом, цель фирмы не является данностью, а устанавливается в результате переговоров коалиций. Целевая функция фирмы, по нашему мнению, может быть выражена следующим образом:

$$\begin{cases} a_{it} = (x_{it}, p_{it}), \\ A_t = \{a_{it}\}, \\ X_t = C[A_t, e_t, k_t], \end{cases}$$

где a_{it} — положение коалиции i в момент t , определяемое ее индивидуальным набором целей x_{it} и уровнем власти p_{it} в момент t ; A_t — множество положений коалиций в момент t ; X_t — конкретный набор целей фирмы в момент t ; $C[\cdot]$ — оператор принятия решения о выборе набора целей; e_t — фактор внешних условий на момент t ; k_t — фактор организационных знаний на момент t .

УПРАВЛЕНЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ ФИРМЫ

В основе управленческой теории фирмы лежит идея о разделении функции собственности и

функции управления. Деятельность менеджеров не ограничена выполнением функций управления исключительно в интересах собственников фирмы. Напротив, они действуют, руководствуясь в том числе и личными интересами, и используют фирму в качестве средства достижения собственных целей. В соответствии с подходом У. Баумоля [5] менеджеры, управляя фирмами, ориентируются на максимизацию объема продаж, обеспечивая при этом определенный, необходимый, минимальный уровень прибыли. Впоследствии исследователем была сформулирована целевая функция фирмы в терминах максимизации роста продаж [6]. Р. Мэррис определяет целевую функцию фирмы как максимизацию роста продаж при ограниченном условии в виде определенной нормы прибыли [7].

Согласно управленческой теории общественная значимость деятельности фирмы определяется, в первую очередь, ее размерами и известностью у покупателя. В связи с этим менеджеры рассматривают максимизацию объема продаж в качестве целевой функции фирмы. Вместе с тем данная модель практически не рассматривает вопросы расходов фирмы. Неограниченная экспансия нередко приводит к снижению уровня рентабельности и потенциала формирования собственных финансовых ресурсов фирмы. Модель максимизации темпов роста продаж может применяться в качестве целевой функции лишь в условиях устойчивого и непрерывно растущего спроса на продукцию фирмы. В этой связи максимизация объема продаж и максимизация темпов роста продаж могут быть лишь одними из возможных промежуточных целевых функций фирмы.

Другой подход к определению целевой функции фирмы связан с утверждением об использовании менеджментом собственного положения. В данном случае управление фирмой нацелено на максимизацию полезности менеджеров фирмы в самом общем плане. В дискреционных моделях управления, предложенных О. Уильямсоном, менеджеры находят компромисс между "застоем" и прибыльностью [8, 9]. В статических моделях застой проявляется в форме избытка управленческого штата или чрезмерного вознаграждения управленческого персонала. В динамических моделях застой выражается во внутрифирменной неэффективности, проявляющейся в нерациональном использовании ресурсов фирмы в интересах ее менеджеров.

ТЕОРИЯ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ ДЛЯ АКЦИОНЕРОВ

В последние десятилетия все большее признание в странах с рыночной экономикой получает теория создания стоимости для акционеров. Как отмечает М. Скотт, "стоимость для акционеров —

это просто другое обозначение общей стоимости собственного (или акционерного) капитала" [10]. В соответствии с этой теорией цель фирмы состоит в максимизации стоимости для акционеров: "...максимизация стоимости для акционеров является или должна быть главной целью всех предприятий", "...главная задача и центральная проблема менеджеров высшего эшелона сегодня — это *управление стоимостью в интересах акционеров*..." [11]. "В течение последующих десяти лет стоимость для акционеров более чем вероятно, станет глобальным стандартом измерения результатов деятельности предприятий" [12].

Основными субъектами в системе экономических интересов, связанных с деятельностью фирмы, являются ее собственники, акционеры. Вместе с тем теория создания стоимости для акционеров стремится гармонизировать интересы всех субъектов, связанных с деятельностью фирмы. Стоимость для акционеров воплощает в себе наиболее полную информацию по сравнению с другими показателями деятельности фирмы. Она служит критерием эффективности фирмы в долгосрочном периоде. Максимизация стоимости для акционеров является, по мнению сторонников данной теории, наиболее приемлемой целью фирмы в рыночной экономике.

Стоимость фирмы может быть представлена как функция трех основных факторов: объема денежных потоков, времени поступления денежных потоков и степени риска в отношении формирования денежных потоков. Стоимость фирмы определяется на основе модели дисконтированных денежных потоков. Денежные потоки, создаваемые фирмой, дисконтируются по соответствующей ставке дисконтирования, которая учитывает степень риска поступления денежных потоков. Данный подход к определению стоимости V фирмы описывается следующим образом:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

где CF_t — ожидаемые денежные потоки, создаваемые фирмой в период t ; n — ожидаемый срок деятельности фирмы; r — ставка дисконтирования, представляющая затраты инвестора на капитал и отражающая фактор времени, а также учитывающая риск, связанный с поступлением денежных потоков.

В настоящее время используются следующие основные модели целевой функции фирмы в рамках теории создания стоимости для акционеров: модель Модильяни—Миллера, модель экономической прибыли, модель добавленной стоимости акционерного капитала, модель добавленной рыночной стоимости, модель добавленной стоимости потока де-



нежных средств и модель доходности инвестиций на основе скорректированных денежных потоков.

Модель Модильяни—Миллера предполагает наличие совершенного рынка, финансовое равенство фирм и частных инвесторов, отсутствие транзакционных издержек. В рассматриваемой модели основными источниками средств фирмы являются собственный и заемный капиталы. Собственный капитал представлен только обыкновенными акциями, а заемный — облигациями.

Свое понимание стоимости фирмы Ф. Модильяни и М. Миллер изложили в статье "Стоимость капитала, финансы корпораций и теория инвестиций" [13]. Авторы разделяют фирмы, акции которых обращаются на фондовом рынке, на классы. Принадлежность фирмы к тому или иному классу определяется исключительно показателем дохода на акцию фирмы. Норма капитализации ожидаемого дохода ρ_k , т. е. отношение ожидаемого дохода на одну акцию j -й фирмы в k -м классе к цене акции j -й фирмы, является постоянной величиной для всех фирм j в классе k .

В данной модели рыночная совокупная стоимость фирмы равна сумме рыночной стоимости ее акций и рыночной стоимости ее долга. Рыночная совокупная стоимость V_j фирмы не зависит от структуры капитала и определяется нормой капитализации ожидаемого дохода в фирмах ее класса:

$$V_j = (S_j + D_j) = \bar{X}_j / \rho_k$$

для любой фирмы j из класса k , где D_j — рыночная стоимость долга фирмы; S_j — рыночная стоимость акций фирмы; \bar{X}_j — ожидаемый доход на активы фирмы j ; ρ_k — норма капитализации ожидаемого дохода фирмы класса k .

В дальнейшем М. Миллер вводит в модель корпоративный налог и личный подоходный налог [13]. В этом случае совокупная стоимость V_U финансово независимой фирмы может определяться следующей формулой:

$$V_U = \frac{(1 - \tau_C)(1 - \tau_{PS})\bar{X}}{\rho^\tau}$$

В финансово зависимой фирме получаемый акционерами выигрыш от левверджа (т. е. от использования заемных средств для инвестирования) может быть представлен следующей формулой:

$$G_L = \left[1 - \frac{(1 - \tau_C)(1 - \tau_{PS})}{(1 - \tau_{PB})} \right] B_L$$

Здесь \bar{X} — ожидаемый чистый доход финансово независимой фирмы; τ_C — ставка корпоративного налога; τ_{PS} — ставка личного подоходного налога с дохода от обыкновенных акций; τ_{PB} — ставка личного подоходного налога с дохода от облига-

ций; ρ_t — норма капитализации ожидаемого дохода фирмы; B_L — рыночная стоимость долга фирмы.

Модель экономической прибыли (Economic Value Added, EVA) разработана консалтинговой компанией "Stern Stewart" (США) [14]. В соответствии с моделью стоимость создается в случае положительного значения экономической прибыли, которая определяется как посленалоговая прибыль от основной деятельности за вычетом затрат на капитал:

$$EVA = NOPAT - COC \cdot IC,$$

где EVA — экономическая прибыль; $NOPAT$ — операционная прибыль за вычетом налогов; COC — затраты на капитал, %; IC — инвестированный капитал.

В модели экономической прибыли рыночная совокупная стоимость MV фирмы представляет собой сумму инвестированного капитала и надбавки (скидки), равной приведенной стоимости прогнозируемой экономической прибыли:

$$MV = IC + PV(EVA),$$

где $PV(EVA)$ — приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли.

Модель добавленной стоимости акционерного капитала (Shareholder Value Added, SVA) разработана А. Раппапортом [12]. Добавленная стоимость SVA акционерного капитала определяется как разность приведенной стоимости капитализированной посленалоговой операционной прибыли и приведенной стоимости регулярных инвестиций:

$$SVA = NOPAT/K \cdot (1 + K)^{t-1} - PV(II),$$

где $NOPAT$ — посленалоговая операционная прибыль; K — ставка дисконтирования; $PV(II)$ — приведенная стоимость регулярных инвестиций.

Если ликвидационная стоимость фирмы превышает дисконтированную стоимость денежных потоков фирмы в течение ожидаемого периода ее функционирования, то при определении добавленной стоимости акционерного капитала применяется ликвидационная стоимость. В такой ситуации добавленная стоимость акционерного капитала должна определяться следующим образом:

$$SVA = \Sigma PV(CF) + LPV - CLV,$$

где $\Sigma PV(CF)$ — совокупная приведенная стоимость денежных потоков; LPV — приведенная ликвидационная стоимость по окончании прогнозного периода; CLV — текущая ликвидационная стоимость.

Модель добавленной рыночной стоимости (Market Value Added, MVA) разработана консалтинговой компанией "Stern Stewart" [14]. Она отражает рыночную оценку будущих результатов деятельности фирмы относительно инвестированного в нее капитала. Добавленная рыночная стоимость показывает, насколько успешно фирма использовала капитал в прошлом и насколько эффективно она сможет размещать капитал в будущем. Добавлен-

ная рыночная стоимость MVA рассчитывается как разница между рыночной совокупной стоимостью фирмы и инвестированным капиталом:

$$MVA = MV - IC,$$

где MV — рыночная совокупная стоимость фирмы; IC — инвестированный капитал.

Поскольку при расчете добавленной рыночной стоимости балансовая стоимость долговых обязательств фирмы учитывается дважды — в составе рыночной совокупной стоимости фирмы и в составе капитала фирмы, то показатель добавленной рыночной стоимости может быть рассчитан как разница между рыночной и экономической балансовыми стоимостями акционерного капитала:

$$MVA = EMV_e - EBV_e,$$

где EMV_e — рыночная стоимость акционерного капитала (рыночная капитализация); EBV_e — экономическая балансовая стоимость акционерного капитала.

Модель добавленной стоимости потока денежных средств (Cash Value Added, CVA) разработана шведской консалтинговой компанией "Anelda AG" [15]. Центральная идея модели заключается в разделении всех инвестиций фирмы на стратегические и нестратегические. Первые из них предназначены для обеспечения роста, усиления рыночной позиции и создания стоимости, вторые — для сохранения, а не создания стоимости.

Данная модель оперирует понятием "операционный денежный поток". Он представляет собой сумму показателей операционной прибыли, изменений в рабочем капитале и нестратегических инвестиций. В рассматриваемой модели он предстает в двух формах: фактический операционный денежный поток и требуемый операционный денежный поток. Первый представляет собой операционный денежный поток, созданный стратегическим инвестиционным проектом в течение определенного периода, второй — операционный денежный поток, удовлетворяющий требованиям инвестора в отношении доходности стратегического инвестиционного проекта. Стратегический инвестиционный проект создает стоимость в том случае, если фактический операционный денежный поток превышает требуемый.

Требуемый операционный денежный поток рассчитывается в три этапа:

- определяется объем первоначальных инвестиций, направленных на осуществление стратегического инвестиционного проекта;
- определяется продолжительность стратегического инвестиционного проекта;
- оцениваются требуемые операционные денежные потоки стратегического инвестиционного проекта.

Сумма дисконтированных требуемых операционных денежных потоков стратегического инвестиционного проекта должна быть равна объему первоначальных инвестиций. Требуемые операционные денежные потоки стратегического инвестиционного проекта, выраженные в реальных ценах, составляют одинаковую величину в каждом периоде. Для определения требуемых операционных денежных потоков, выраженных в номинальных ценах, требуемые операционные денежные потоки, выраженные в реальных ценах, корректируют на инфляцию. Для определения требуемых операционных денежных потоков прошлых периодов, выраженных в номинальных ценах, используют исторические значения инфляции. Для определения требуемых операционных денежных потоков будущих периодов, выраженных в номинальных ценах, применяют ожидаемые значения инфляции.

Как отмечается в работе [13], добавленная стоимость потока денежных средств представляет собой разность между фактическими операционными денежными потоками и требуемыми операционными денежными потоками. Добавленная стоимость потока денежных средств фирмы представляет собой совокупную добавленную стоимость потока денежных средств от всех стратегических инвестиций:

$$\begin{aligned} NPV(Inv) &= PV(OCF_{1, \dots, n}) - Inv = \\ &= PV(OCF_{1, \dots, n}) - PV(OCFD_{1, \dots, n}) = \\ &= \left[\frac{OCF_1}{(1+r)} + \dots + \frac{OCF_n}{(1+r)^n} \right] - \\ &\quad - \left[\frac{OCFD_1}{(1+r)} + \dots + \frac{OCFD_n}{(1+r)^n} \right] = \\ &= \frac{OCF_1 - OCFD_1}{(1+r)} + \dots + \frac{OCF_n - OCFD_n}{(1+r)^n} = \\ &= \frac{CVA_1}{(1+r)} + \dots + \frac{CVA_n}{(1+r)^n} = PV(CVA_{1, \dots, n}), \end{aligned}$$

где $NPV(Inv)$ — чистая приведенная стоимость инвестиций; OCF — операционный денежный поток; $OCFD$ — требуемый денежный поток; r — ставка дисконтирования; CVA — добавленная стоимость потока денежных средств; $PV(CVA_{1, \dots, n})$ — приведенная стоимость добавленной стоимости потока денежных средств.

Основное достоинство данной модели — исключение влияния эффекта амортизационной политики на результаты деятельности фирмы и приближенность к показателю денежных потоков, основной недостаток — признание денежных потоков фирмы в качестве единственного показателя, характеризующего эффективность фирмы.

Модель доходности инвестиций на основе скорректированных денежных потоков (Cash Flow Return



on Investment, CFROI) разработана консалтинговой компанией "HOLT Value Associates", (США).

Процесс расчета показателя *CFROI* включает в себя следующие основные этапы:

- оценивается срок полезного использования амортизируемых активов фирмы (период, в течение которого фирма будет создавать денежные потоки);
- оцениваются скорректированные на инфляцию денежные потоки в течение периода полезного использования активов (денежные потоки также корректируются на значения поправок, необходимых для исключения эффектов, обусловленных применяемыми принципами учета);
- оценивается скорректированный на инфляцию объем инвестиций в фирму;
- оценивается остаточная стоимость неамортизируемых активов на конец периода полезного использования (остаточная стоимость активов также корректируется на значения поправок для исключения эффектов, обусловленных применяемыми принципами учета).

По нашему мнению, показатель *CFROI* может рассчитываться в соответствии с формулой:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^t CF_i}{(1 + CFROI)^i} + \frac{TV}{(1 + CFROI)^t},$$

где I — размер инвестиций в фирму; CF_i — показатель денежных потоков за период i ; TV — остаточная стоимость неамортизируемых активов; t — срок полезного использования активов.

Рыночная совокупная стоимость V фирмы в модели *CFROI* может быть выражена следующим образом [16]:

$$V = \sum_{t=1}^{EL} \frac{NCF_t}{(1 + COC)^t} + \sum_{t=1}^{RL} \frac{NCF_t}{(1 + COC)^t},$$

где NCF_t — чистые денежные потоки фирмы в период t , рассчитываемые как сумма чистой прибыли за период и начисленные за период износ и амортизация; COC — затраты на капитал, %; EL — ожидаемый срок полезного использования существующих активов; RL — ожидаемый срок существования фирмы.

Основной недостаток данной модели — сложность расчета показателя *CFROI*. Поэтому фирмы, применяющие модель *CFROI*, как правило, стремятся использовать данный показатель только для фирмы в целом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сформулированные целевые функции фирмы отражают представления различных направлений

экономической теории о содержании интересов и приоритете заинтересованных в деятельности фирмы сторон. Различным целевым функциям фирмы соответствуют определенные модели поведения фирмы, обеспечивающие достижение ее цели. В этой связи выбор целевой функции и модели поведения предполагает необходимость применения соответствующей системы управления.

Теория создания стоимости для акционеров синтезирует достижения существующих направлений экономической теории и учитывает интересы всех заинтересованных в деятельности компании сторон. Целевая функция фирмы, предлагаемая теорией создания стоимости для акционеров, обуславливает необходимость построения соответствующей системы управления. Таковой является система управления стоимостью компании. Она ориентирует компанию на удовлетворение интересов как ее акционеров, так и других заинтересованных в ее деятельности сторон.

ЛИТЕРАТУРА

1. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. — М.: Экономика, 1962.
2. Маршалл А. Принципы экономической науки. Ч. 1—3. — М.: Прогресс, 1993.
3. Природа фирмы / Под ред. О. Уильямсона, С. Дж. Уинтера. — М.: Дело, 2001.
4. Cyert R.M., March J. A Behavioral Theory of the Firm. — N.-Y.: Prentice-Hall, 1963.
5. Baumol W. J. The Theory of Expansion of the Firm // American Economic. — 1962. — Vol. 52. — Dec. — P. 1078—1087.
6. Baumol W. J. Business Behavior, Value and Growth. — N.-Y.: Macmillan, 1970.
7. Marris R. L. Economic Theory of Managerial Capitalism. — London: Macmillan&Co., 1964.
8. Williamson O. E. The Economics of Discretionary Behavior. — N.-Y.: Prentice-Hall, 1964.
9. Williamson O. E. Corporate Control and Business Behavior. — N.-Y.: Prentice-Hall, 1970.
10. Скотт М. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2000.
11. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1999.
12. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. — N.-Y.: The Free Press, 1998.
13. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. — М.: Дело, 2001.
14. Stewart G. B. The Quest for Value. A Guide for Senior Managers. — N.-Y.: HarperBusiness, 1999.
15. Ottosson E., Weissenrieder F. CVA — a new method for measuring financial performance // Gothenburg Studies in Financial Economics. — 1996. — № 1.
16. Young S. D., O'Byrne S. O. EVA and value-based management: a practical guide to implementation. — N.-Y.: McGraw-Hill, 2001.

E-mail: itopolia@inbox.ru