

УДК 657.6

Т.А. Гаранина, Ю.С. Леевик, А.В. Пономарев

**ОЦЕНКА УСТОЙЧИВОСТИ ДЕНЕЖНОГО КОМПОНЕНТА ПРИБЫЛИ
РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

T.A. Garanina, Y.S. Leevik, A.V. Ponomarev

**THE PERSISTENCE OF THE CASH COMPONENT
OF RUSSIAN COMPANIES' EARNINGS**

Представлены результаты эмпирического исследования устойчивости начисленного и денежного компонентов прибыли российских компаний. Менеджеры часто искусственно завышают величину начисленного компонента прибыли в целях положительной финансовой отчетности. Выделение компонентов прибыли и их оценка позволяют прогнозировать финансовое состояние компаний и принимать правильные решения относительно инвестирования в них средств.

ПРИБЫЛЬ. СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК. НАЧИСЛЕННЫЙ КОМПОНЕНТ ПРИБЫЛИ. ДЕНЕЖНЫЙ КОМПОНЕНТ ПРИБЫЛИ. УСТОЙЧИВОСТЬ.

The research shows the results of empirical analysis of the persistence of cash component of Russian companies' earnings. Managers quite often artificially overestimate size of the accrual component of earnings for an embellishment of financial statements. Allocation of components of earnings and their assessment allows to forecast financial position of the companies and to make the correct decisions concerning investments.

EARNINGS. FREE CASH FLOW. ACCRUAL COMPONENT OF EARNINGS. CASH COMPONENT OF EARNINGS. PERSISTENCE.

Актуальность эмпирического исследования устойчивости начисленного и денежного компонентов прибыли российских компаний подтверждается многолетним интересом зарубежных исследователей к данной теме, а также практически отсутствием научных работ применительно к опыту России. Результаты данного исследования могут найти применение в области принятия решений о приобретении ценных бумаг российских компаний.

Для проведения исследования использована информация из финансовой отчетности 64-х российских компаний с организационной формой открытого акционерного общества, осуществляющих различные виды хозяйственной деятельности. Период исследования (2003–2007 гг.) выбран по ряду причин. Во-первых, он не затрагивает финансовый

кризис 2008 г., который, безусловно, повлиял на финансовое положение большинства российских компаний. Во-вторых, в выборке присутствуют молодые компании, история которых не позволяет взять данные более ранних периодов. В результате получился оптимальный временной отрезок, достаточный для проведения исследования.

Денежный компонент прибыли определяется как свободный денежный поток, т. е. денежный поток от операционной деятельности за вычетом инвестиций, который в данной работе разделен на три составные части: денежные средства в распоряжении организации, указанные в балансе по соответствующей статье; денежные средства, распределенные между кредиторами; денежные средства, распределенные между собственниками. В ходе



исследования проведена оценка степени влияния изменений каждой составной части денежного компонента на величину прибыли компаний последующих отчетных периодов, поскольку эти изменения отражаются на доходности инвестиций и ценах на ценные бумаги.

Первое предположение о влиянии различных компонентов прибыли на доходность активов выдвинуто Р. Слоуном [20]. Его исследование посвящено изучению соотношения величин начисленного и денежного компонентов прибыли. Р. Слоун доказал, что доходность активов снижается быстрее, когда в прибыли больше начисленных потоков. Компании с относительно высоким начисленным компонентом прибыли показывают отклоняющуюся от нормы в отрицательную сторону будущую доходность акций и, соответственно, наоборот. Ученый пришел к выводу, что инвесторы часто ошибаются в оценке устойчивости начисленного компонента прибыли, в результате чего переоценивают роль начислений. Эти же результаты подтверждены в исследованиях [7].

Другие исследования показали, что менеджеры осуществляют значительные начисления, чтобы искусственно увеличить прибыль перед первичным размещением акций или при дополнительных эмиссиях, в результате чего фондовый рынок переоценивает важность этих начислений [17, 21].

В [8] рассмотрены последствия ошибок в оценке величины начисленного компонента прибыли. В частности, поспешное признание выручки в отчете о прибылях и убытках и, соответственно, дебиторской задолженности в балансе, основанное на маловероятных предположениях и оценках относительно последующей оплаты, непосредственно перед отчетными датами, неизбежно повлекут корректировки в будущем. Таким образом, ошибочные оценки и их последующие коррективы — это негативная репутация компании, которая у инвесторов вызывает недоверие к качеству начислений. Сделан вывод, что как случайные, так и намеренные ошибки менеджеров в управлении прибылью, существенно снижают качество начисленного компонента прибыли.

В [11] изучена значимость различий в отчетах, представляемых инвесторам и направляемых в налоговую службу, а также дана

оценка степени влияния начислений на прибыль последующих отчетных периодов. Основывающийся вывод данного исследования таков: из-за меньшей свободы действий, допустимой в вычислениях облагаемого налогом дохода, различия в величинах прибыли могут быть информативными в отношении свободы действий менеджмента в процессе финансовых начислений. Также в части, касающейся оценки устойчивости прибыли, доказано, что большие информационные различия величины бухгалтерской и налогооблагаемой прибыли снижают доверие инвесторов к устойчивости компонентов прибыли и, прежде всего, к денежному компоненту.

В [6] предложено использовать величину различий между бухгалтерской и налогооблагаемой прибылью как своего рода меру деления учета на консервативный или агрессивный. А в [5] отмечается, что возрастание различий между опубликованной компанией бухгалтерской прибылью и налогооблагаемой прибылью — это потенциальный «красный флаг».

В свете финансовых скандалов конца XX в. требовалось выяснить, являются ли большие различия между информацией, предоставляемой инвесторам, и информацией, направляемой в налоговые органы, показателем качества прибыли. В большинстве случаев под «качеством» прибыли понимают содержание прибыли, характер ее формирования под воздействием различных внешних и внутренних факторов. К внешним факторам относятся ситуация в секторе рынка, где предприятие представлено своей продукцией, общие финансово-экономические, политические, социальные, природно-климатические условия ведения бизнеса и др. В состав внутренних факторов включаются: учетная политика организации; производственные факторы; состав и структура прочих доходов и расходов; налоговая политика; использование эффекта операционного и финансового рычага и др. [1]. В [15] ученый обозначает различия между бухгалтерской и налогооблагаемой прибылью как диагностические, чтобы выявлять манипуляции с ключевыми расходами. В работе [19] дан анализ информации по налогам компании Энрон и подсчитано, что доход, облагаемый налогом в течение 1996–1999 гг., был на 5,8 млрд долл. ниже дохода, опубликованного

в финансовой отчетности за этот период. Делается заключение о том, что налогооблагаемый доход — это полезная альтернативная мера бухгалтерского дохода, или, по крайней мере, эталон для подсчета отчетной прибыли. В [14] отмечено, что величина различий в показателях финансовой и налоговой отчетности значительным образом связана с бонусными программами для менеджеров. Данное исследование расширено в [16], где доказано, что если компания имеет большие отложенные налоговые обязательства, то это говорит о действиях менеджмента по управлению прибылью. К аналогичному выводу пришли и другие ученые, доказав, что связь прибыли с доходностью активов слабее, когда у компании имеются большие различия в финансовой и налогооблагаемой прибыли [13].

В работе [10] рассмотрен вопрос о том, можно ли различия в устойчивости компонентов прибыли применить к оценке изменений чистых операционных активов. Очевидно, что начисления являются не только компонентом прибыли, но и компонентом прироста чистых операционных активов. Под чистыми операционными активами понимается разница между операционными активами и операционными обязательствами. Ученые обнаружили, что начисленный компонент прироста прибыли в текущем отчетном периоде имеет обратную зависимость с доходностью чистых операционных активов в последующих отчетных периодах.

Исследования С.А. Ричардсона и др. [18] расширили работу Р. Слоуна, который утверждал, что начисленный компонент прибыли менее устойчив, чем денежный, и объяснял это высоким уровнем субъективизма начислений. Ученые пришли к аналогичному заключению о том, что менее надежные начисления ведут к меньшей устойчивости начисленного компонента прибыли.

Методология эмпирического исследования. Представленный обзор современных исследований свидетельствует о том, что начисленный компонент прибыли менее устойчив, чем денежный. Под устойчивостью прибыли и, соответственно, ее компонентов понимаются, прежде всего, их продолжительное и стабильное наличие и прогнозная полезность для оценки ценности компании [2]. Иными словами, если компонент в структуре прибыли

является непостоянной случайной величиной, то его использование в прогнозных моделях может привести к значительному искажению ожидаемых результатов деятельности компании. Устойчивость характеризует качество прибыли и непосредственно влияет на точность прогнозов.

В исследовании выдвинуты следующие гипотезы.

Гипотеза 1. Чем больше доля начисленного компонента в структуре прибыли по сравнению с денежным компонентом, тем менее устойчива величина прибыли компании за анализируемый период.

Для проверки данной гипотезы используется следующая модель (M1):

$$Income_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Accruals_t + \beta_2 FCF_t + \varepsilon_1,$$

где β_0 , β_1 — параметры уравнения регрессии; ε_1 — случайный член. Переменные модели обозначены следующим образом:

Income — годовая чистая прибыль из отчета о прибылях и убытках; *Accruals* — общие годовые начисления, определенные как изменения в неденежных активах, уменьшенные на величину изменения в недолговых обязательствах. Неденежные активы — это совокупные активы минус денежные средства и краткосрочные финансовые вложения. Недолговые обязательства — это все пассивы минус капитал, резервы, краткосрочный и долгосрочный долги; *FCF* — годовой свободный денежный поток.

Затем проведен более детальный анализ структуры прибыли, а точнее, ее денежной составляющей. Разложим свободный денежный поток на три части: 1) изменение величины денежных средств в балансе компании ($\Delta Cash$); 2) распределение дивидендов между собственниками (*Distrib_s*); 3) распределение денежного компонента на погашение основной суммы долга и процентов (*Distrib_c*).

Гипотеза 2. Денежные средства, находящиеся в распоряжении организации, менее устойчивы, чем денежный поток, распределенный между инвесторами за анализируемый период.

Появление данной гипотезы объясняется несколькими факторами.

Во-первых, если компания имеет достаточно большой свободный денежный поток,

то менеджеры должны использовать его на увеличение дивидендов, на обратный выкуп собственных акций или погашение долга. Данное утверждение базируется на предположении о том, что если у компании нет изменений в чистых операционных активах, то прибыль представляет собой свободный денежный поток. В противном случае существует большая вероятность того, что денежные средства менеджеры потратят на проекты с доходностью ниже рыночной или на проекты с отрицательной чистой приведенной стоимостью. Это предположение подтверждено в работе [12], где доказано, что фирмы с большим количеством денежных средств имеют тенденцию делать приобретения, снижающие ценность компании.

Во-вторых, важным вопросом, который нельзя оставить без внимания, является тот, что компании вынуждены предоставлять свои финансовые отчеты только четыре раза в год, что позволяет менеджерам использовать временные меры для улучшения финансовых показателей. Например, организация может временно задержать текущие или маркетинговые расходы за неделю до даты составления баланса. Такие действия на короткий период времени увеличивают денежный баланс, однако он уменьшается после даты объявления баланса. Это может происходить для того, чтобы: 1) внушить доверие инвесторам; 2) поддержать или увеличить цену акций; 3) улучшить репутацию команды менеджмента; 4) задать направление роста компании [3]. Вместе с тем необходимо отметить, что временная природа хороших показателей организации не может обеспечить реальных выплат инвесторам.

В-третьих, могут возникнуть ошибки при составлении денежного баланса ввиду различий в методах учета разных стран.

Справедливо предположить, что менеджменту скорее предоставлено право распределения денежного потока между собственниками, нежели между кредиторами. Дело в том, что выплаты долга и процентов по нему обычно производятся по составленному ранее плану, в связи с чем имеют меньшую сигнальную ценность относительно будущей прибыли. И наоборот, увеличение в дивидендных выплатах возможно только тогда, когда руко-

водство уверено в отношении сохранения или увеличения текущей прибыли.

Кроме того, следует отметить, что если у компании наблюдается лишь временный рост свободного денежного потока, то она с большей вероятностью использует его на долговые выплаты, чем на дополнительные дивиденды.

Для проверки гипотезы 2 используется следующая модель (M2):

$$Income_{t-1} = \gamma_0 + \gamma_1 Accruals_t + \gamma_2 \Delta Cash_t + \gamma_3 Distrib_t + \varepsilon_2,$$

где $\gamma_0, \gamma_1, \gamma_2, \gamma_3$ – параметры уравнения регрессии; ε_2 – случайный член; $\Delta Cash$ – изменения в годовом денежном балансе, определенные как денежные средства плюс краткосрочные финансовые вложения; $Distrib_t$ – годовые выплаты дивидендов и погашение долга ($Distrib_s$ и $Distrib_c$).

Гипотеза 3. Денежный компонент прибыли, распределенный между собственниками, более устойчив, чем денежный компонент, распределенный между кредиторами за анализируемый период.

Таким образом, модель M3, в которой показывается влияние различных компонентов прибыли на доход компании, имеет вид:

$$Income_{t+1} = \phi_0 \delta_0 + \phi_1 Accruals_t + \phi_2 \Delta Cash_t + \phi_3 Distrib_s_t + \phi_4 Distrib_d_t + \varepsilon_4,$$

где $\phi_0, \phi_1, \phi_2, \phi_3, \phi_4$ – параметры уравнения регрессии; ε_4 – случайный член; $Distrib_s$ – ежегодные выплаты дивидендов; $Distrib_c$ – ежегодные выплаты долга.

Статистические данные. Проверка гипотез проводилась для выборки российских компаний-эмитентов, акции которых представлены на фондовой бирже РТС. В выборку не включены финансовые посредники (банки и финансовые институты) с целью соблюдения однородности данных. Окончательный объем выборки – 64 компании.

Для проведения исследования использовались данные общедоступной финансовой отчетности компаний за 2003–2007 гг. Общий объем выборки составил 320 фирм-лет. Сбор необходимой финансовой отчетности прово-

дился на основе базы данных СКРИН (www.skrin.ru).

Переменные, входящие в модели, поделены на величину общих активов компании для получения соразмерности компаний, входящих в выборку.

Следует отметить, что чистые денежные выплаты акционерам (*Distrib_s*) и заемщикам (*Distrib_c*) можно рассчитать разными способами. Например, подсчет выплаты долга допускает, что он выплачен денежными средствами, как противоположность капитализации и изменению долга в балансе. Однако данные, опубликованные в международных исследованиях, показали, что различия в полученных результатах совершенно незначительны [9]. В указанной работе говорится о том, что при использовании данных из отчета о движении денежных средств выборка сократилась вдвое по сравнению с выборкой компаний, данные для которых брались из

баланса и отчета о прибылях и убытках. Тем не менее, в целом результаты, полученные после тестирования гипотез для двух выборок, оказались качественно близки друг к другу.

В табл. 1 представлены данные описательной статистики переменных модели. При анализе переменных модели крайние значения – выбросы, вызванные в том числе нестабильным состоянием фирм, удалены из выборки согласно основному принципу статистического и эконометрического анализа. В связи с тем, что при исследовании проведена нормировка переменных путем деления на величину общих активов, данные табл. 2 можно считать безразмерными.

Табл. 2 содержит парные коэффициенты корреляции Пирсона для компонентов прибыли применительно к компаниям, входящим в выборку за весь исследуемый период времени.

Таблица 1

Общие статистические характеристики анализируемой выборки

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Медиана	Максимум
<i>Income_t</i>	0,120	0,141	-0,100	0,078	1,139
<i>Accruals_t</i>	0,181	0,284	-0,724	0,119	1,744
<i>FCF_t</i>	-0,061	0,271	-1,690	-0,012	0,746
$\Delta Cash_t$	0,038	0,177	-1,016	0,008	1,330
<i>Distrib_t</i>	-0,099	0,296	-1,581	-0,027	0,773
<i>Distrib_s</i>	-0,017	0,200	-1,426	0,009	0,744
<i>Distrib_c</i>	-0,082	0,213	-1,494	-0,030	0,666

Таблица 2

Коэффициенты парной корреляции для переменных модели

Переменная	<i>Income_t</i>	<i>Accruals_t</i>	<i>FCF_t</i>	$\Delta Cash$	<i>Distrib_t</i>	<i>Distrib_s</i>	<i>Distrib_c</i>
<i>Income_t</i>	1	0,343	0,161	0,03	0,129	0,151	0,037
<i>Accrual_t</i>	0,343	1	-0,871	-0,154	-0,705	-0,453	-0,553
<i>FCF_t</i>	0,161	-0,871	1	0,177	0,809	0,555	0,600
$\Delta Cash_t$	0,03	-0,154	0,177	1	-0,436	-0,312	-0,312
<i>Distrib_t</i>	0,129	-0,705	0,809	-0,436	1	0,694	0,736
<i>Distrib_s</i>	0,151	-0,453	0,555	-0,312	0,694	1	0,023
<i>Distrib_c</i>	0,037	-0,553	0,600	-0,312	0,736	0,023	1

Таблица 3

Результаты регрессионного анализа моделей М1, М2, М3

Показатель	М1	М2	М3
Свободный член ($\beta_0, \gamma_0, \varphi_0$)	0,072	0,069	0,068
Accruals _{<i>t</i>}	0,393 (8,93)	0,425 (9,73)	0,424 (9,71)
FCF _{<i>t</i>}	0,421 (9,28)	–	–
$\Delta Cash_t$	–	0,436 (8,25)	0,434 (8,22)
Distrib _{<i>t</i>}	–	0,457 (10,04)	–
Distrib_c _{<i>t</i>}	–	–	0,481 (9,37)
Distrib_d _{<i>t</i>}	–	–	0,437 (8,79)
R ²	0,366	0,368	0,370

Примечания. 1. В скобках указано значение *t*-статистики при 1 %-м уровне значимости.
2. Прочерк обозначает, что переменная не включена в модель.

Согласно полученным результатам выявлена сильная отрицательная корреляция между начислениями и свободным денежным потоком (–0,871), что подтверждает предположение о том, что при распределении прибыли между двумя ее компонентами с увеличением одного субкомпонента, уменьшается другой.

Результаты исследования. Выбор наилучшей модели из представленных проводился в три этапа. Результаты сквозной регрессии оказались значимыми. На первом этапе проведен тест Вальда, доказавший, что модель с фиксированными эффектами лучше, чем сквозная регрессия. На втором этапе тест Бреуша-Пагана показал, что при сравнении сквозной регрессии и модели со случайными эффектами лучшей является последняя. В заключение проведен тест Хаусмана, по результатам которого выявлено, что в данном исследовании для всех трех моделей необходимо использовать модель со случайными эффектами.

Далее осуществлена проверка моделей М1, М2 и М3 на значимость по критерию Фишера. В связи с тем, что выборочное значение этой статистики оказалось меньше критического значения, принято предположение о значимости рассматриваемых моделей.

Анализ моделей данного исследования показал результаты, представленные в табл. 3.

Как известно, для изучения тесноты связи между объясняемым признаком и независимыми переменными используют множественный коэффициент детерминации R^2 , который для моделей данного исследования равен приблизительно 37 %. Таким образом, около 37 % изменений прибыли по всем моделям определяется изменением независимых факторов.

Результаты анализа с помощью модели со случайными эффектами показали, что значимыми являются три фактора: начисления, изменения в денежном балансе и затраты на выплату дивидендов. Можно сделать вывод, что чистая прибыль не зависит от ежегодных выплат кредиторам, так как этот фактор оказался не значим.

Для анализа значимости объясняющей переменной используется *t*-тест (критерий Стьюдента), а для проверки адекватности моделей применяется *F*-тест (критерий Фишера).

В силу того что величину прибыли мы делим на величину средних активов, эта переменная может быть интерпретирована как ставка доходности, а коэффициент при переменной – как устойчивость ставки доходности.

Во втором столбце табл. 3 представлены результаты оценивания эконометрической модели М1, отражающей влияние начисленной и денежной компонент прибыли. Видим, что

коэффициент 0,393 при переменной *Accruals* (общие начисления) меньше коэффициента 0,421 при переменной *FCF* (свободный денежный поток), т. е. первую гипотезу можно принять. Таким образом, устойчивость начисленного компонента прибыли меньше устойчивости денежного компонента для российских компаний за период с 2003 по 2007 г.

В третьем столбце табл. 3 представлены результаты оценивания модели М2, которая включает в себя разложенный на субкомпоненты свободный денежный поток. С помощью данной модели проведено тестирование второй гипотезы. Выяснилось, что сохраненные в балансе денежные потоки обладают меньшим коэффициентом устойчивости (0,436), чем распределенные между инвесторами (0,457), что подтверждает справедливость второй гипотезы.

Наконец, в последнем столбце табл. 3 представлены результаты оценивания модели М3, свидетельствующие о том, что коэффициент 0,481 при переменной *Distrib_s* (чистые выплаты собственникам) выше коэффициента 0,437 при переменной *Distrib_c* (чистые долговые выплаты), что позволяет принять третью гипотезу. Также стоит отметить, что коэффициенты при переменных $\Delta Cash$ (изменение в денежном балансе) и *Distrib_c* (чистые долговые выплаты) близки к значению коэффициента при переменной *Accruals* (общие начисления). Это значит, что большая устойчивость свободного денежного потока зависит в первую очередь от устойчивости выплат акционерам. Свободный денежный поток более устойчив в том случае, когда его расходуют на выплату инвесторам. Если же большая часть денежных средств будет оставлена на балансе, увеличив тем самым денежные средства, то в этом случае он будет иметь одинаковую степень влияния на прибыль следующего года. Также можно отметить, что чем больше доля средств, распределенных между инвесторами, тем больше устойчивость денежного потока.

Итак, результаты данного исследования продемонстрировали, что устойчивость начисленного компонента не всегда превышает устойчивость денежного компонента прибыли. Денежный компонент прибыли, распределен-

ный между собственниками, более устойчив, чем денежный компонент, распределенный между кредиторами. Иными словами, более высокая устойчивость денежного компонента прибыли полностью относится к денежным потокам, генерируемым операциями с инвесторами, вкладывающими свои средства в собственный капитал компании. Остальные части денежного потока имеют более низкое влияние на прибыль следующего года, близкое к влиянию начислений. В результате проведенных расчетов для российской выборки подтвердились выдвинутые в исследовании гипотезы.

При сравнении полученных результатов в выборке российских компаний с результатами, представленными в [18] для компаний США, выяснилось, что они в целом аналогичны. Тем не менее, различия в подходах к распределению свободного денежного потока существуют. Согласно иностранным исследованиям при отрицательном значении денежного потока компании предпочитают восполнять недостаток средств с помощью эмиссии акций, тогда как анализируемые компании на российском рынке в большей степени используют долговые ценные бумаги. Также для иностранных компаний, имеющих отрицательный денежный поток, характерно сохранение уровня денежных средств без изменений, однако на российском рынке в рамках анализируемой выборки характерно возрастание баланса денежных средств даже при отрицательном свободном денежном потоке.

Еще одним интересным различием является структура распределения средств между инвесторами. Для России характерны выплаты дивидендов или выкуп акций (56 %) в большей степени, чем возвращение долга и процентов по нему (4 %). Для компаний США характерно распределение 18 и 45 % соответственно. Возможно, это объясняется тем, что экономика России интенсивно развивается, и инвестиции в российские компании связаны с определенными рисками, поэтому зачастую российские компании платят больше дивидендов для привлечения новых инвесторов.

Результаты данного исследования могут быть применены на практике. При разложе-



нии прибыли на компоненты нужно помнить, что начисленный компонент в меньшей степени влияет на прибыль следующего года, чем денежный компонент. Следовательно, компании, фиксирующие большие прибыли, состоящие преимущественно из начислений, с большой вероятностью будут иметь гораздо меньшую прибыль через год. К тому же прибыль, состоящая из начисленных потоков, не приносит пользы инвесторам в виде дивидендных выплат, выкупа акций или досрочного погашения долга. Это

связано с тем, что начисленная прибыль не отражает реальной ситуации финансового положения компании. К тому же довольно часто менеджеры искусственно завышают размеры начисленной составляющей прибыли (так называемые действия по управлению прибылью) для целей приукрашивания показателей финансовой отчетности. Многие инвесторы не разделяют прибыль на составные части, а принимают решения, исходя из абсолютного значения неразделенной прибыли.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. **Нарежнева, О.В.** Система показателей анализа «качества» прибыли [Текст] / О.В. Нарежнева // Сибирский торгово-экономический журнал. – 2009. – № 9. – С. 25–26.
2. **Пинмен, С.** Сравнение подходов, основанных на дивидендах, денежных потоках и прибылях, к оценке собственного капитала [Текст] / С. Пинмен, Г. Сугианнис // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 4. – С. 101–140.
3. **Шишмарев, Е.М.** Прогнозирование прибыли при функционировании предприятия в условиях нестабильного спроса [Текст] / Е.М. Шишмарев // Экономический анализ: теория и практика. – 2004. – № 4. – С. 34–37.
4. **Abarbanell, J.S.** Fundamental analysis, future earnings and stock prices [Text] / J.S. Abarbanell, B.J. Bushee // Journal of Accounting Research. – 1997. – no. 35. – P. 1–24.
5. **Bernard, V.** Business analysis and valuation. Using financial statements [Text] / V. Bernard, J. Healy, K. Palepu // Southwestern College Publishing. – 2000. – no. 2. – P. 3–11.
6. **Collins, D.** Financial Reporting and Analysis [Text] / D. Collins, W. Johnson, L. Revsine. – Prentice Hall, Upper Saddle River. N-J., 2005. – P. 638.
7. **Collins, D.** Errors in estimating accruals: Implications for empirical research [Text] / D. Collins, P. Hribar // Journal of Accounting Research. – 2002. – no. 40. – P. 105–134.
8. **Dechow, P.** The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors [Text] / P. Dechow, I. Dichev // The Accounting Review. – 2002. – no. 77. – P. 35–59.
9. **Dechow, P.M.** The persistence and pricing of the cash component of earnings [Text] / P.M. Dechow, S.A. Richardson, R.G. Sloan // Journal of Accounting Research. – 2008. – no. 46. – P. 537–566.
10. **Fairfield, P.M.** Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing [Text] / P.M. Fairfield, J.S. Whisenant, T.L. Yohn // The Accounting Review. – 2003. – no. 78. – P. 353–371.
11. **Hanlon, M.** The persistence and pricing of earnings, accruals and cash flows when firms have large book-tax differences [Text] / M. Hanlon // The Accounting Review. – 2005. – no. 80. – P. 137–166.
12. **Harford, J.** Corporate governance and firm cash holdings [Text] / J. Harford, S. Mansi, W. Maxwell // Journal of Financial Economics. – 2008. – no. 61. – P. 535–555.
13. **Joos, P.** Book-tax Differences and the Value Relevance of Earnings [Text] / P. Joos, J. Pratt, D. Young. – Working paper: Massachusetts Institute of Technology, Indiana University and Insead, 2000.
14. **Mills, L.** The influence of tax and non-tax costs on book-tax reporting differences: public and private firms [Text] / L. Mills, K. Newberry // Journal of American Taxation Association. – 2001. – no. 23. – P. 1–19.
15. **Penman, S.** Financial statement analysis and security valuation [Text] / S. Penman. – N. Y.: McGraw-Hill Irwin, 2001. – P. 612.
16. **Phillips, J.** Earnings management: New evidence based on the deferred tax expense [Text] / J. Phillips, M. Pincus, S. Rego // The Accounting Review. – 2002. – no. 78 (2). – P. 491–521.
17. **Rangan, S.** Earnings management and the performance of seasoned equity offerings [Text] / S. Rangan // Journal of Financial Economics. – 1998. – no. 50. – P. 101–122.
18. **Richardson, S.A.** Accrual reliability, earnings persistence and stock prices [Text] / S.A. Richardson et al. // Journal of Accounting & Economics. – 2005. – no. 39. – P. 437–485.
19. **Seida, J.** Analysis of Enron's Disclosed Tax Information Teaching Case [Text] / J. Seida. – University of Notre Dame, 2002.

20. **Sloan, R.G.** Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? [Text] / R.G. Sloan // *The Accounting Review*. – 1996. – no. 71. – P. 289–315.

21. **Teoh, S.** Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings [Text] / S. Teoh, I. Welch, T. Wong // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – no. 50. – P. 63–99.

ГАРАНИНА Татьяна Александровна – старший преподаватель кафедры финансов и учета Высшей школы менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета, кандидат экономических наук.

199004, Россия, Санкт-Петербург, Волховский пер., д. 3, тел. (812)323-84-48. E-mail: garanina@gsom.pu.ru

GARANINA, Tat'jana A. – *Saint Petersburg State University*.

199004, per. Volhovskiy. 3. St. Petersburg. Russia. E-mail: garanina@gsom.pu.ru

ЛЕЕВИК Юлия Сергеевна – доцент кафедры финансов и учета Высшей школы менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета, кандидат экономических наук, доцент.

199004, Россия, Санкт-Петербург, Волховский пер., д. 3, тел. (812)516-48-06. E-mail: leevik@gsom.pu.ru

LEEVIK, Yuliya S. – *Saint Petersburg State University*.

199004, per. Volhovskiy. 3. St. Petersburg. Russia. E-mail: leevik@gsom.pu.ru

ПОНОМАРЕВ Анатолий Валерьевич – бюджетный контролер компании *L'Oréal*.

199004, Россия, Санкт-Петербург, Волховский пер., д. 3. E-mail: tolik_xlll@mail.ru

PONOMAREV, Anatoliy V. – *L'Oréal*.

199004, per. Volhovskiy. 3. St. Petersburg. Russia. E-mail: tolik_xlll@mail.ru
