

2. Бугаенко Л.В. Формализованная постановка задачи создания системы контроллинга на предприятии // Таврический научный обозреватель. — 2015. — № 2 (октябрь). URL: <http://tavr.science/stat/2015/10/Bugaenko.pdf> (дата обращения: 14.10.2015)
3. Боргардт Е.А., Вишнякова М.В. Система контроллинга как современная концепция управления // Вектор науки ТГУ. — 2015. — №1 (31). — С.78–86.
4. Калинина Н.М. Методологические подходы к исследованию интегрированного контроллинга: теоретический анализ // Вестник ОмГУ. Сер.: Экономика. — 2013. — №3. — С.6–12.
5. Махметова А.Е. Проблемы процессного контроллинга в системе менеджмента качества // Вестник саратовского государственного социально-экономического ун-та. — 2014. — №4 (53). — С.54–57.
6. Анискин Ю.П., Павлова А.М. Планирование и контроллинг: учебник по специальности «Менеджмент организации». — 2-е изд. — М.: Омега-Л, 2005. — 280 с.
7. Попова Л.В., Исакова Р.Е., Головина Т.А. Контроллинг: учеб. пособие. — М.: Дело и Сервис, 2003. — 192 с.
8. Бобылева А.З. Финансовое оздоровление фирмы: теория и практика: учеб. пособие. 2-е изд., испр. — М.: Дело, 2004. — 255 с.
9. Коротков Э.М. Менеджмент: учебник. — М.: Изд-во Юрайт, 2010. — 640 с.
10. Фалько С.Г. Предмет контроллинга как самостоятельной научной дисциплины // Контроллинг. — 2005. — №1 (13). — С. 2–6.

ПОКАЗАТЕЛИ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ КАК ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ ТОП-МЕНЕДЖМЕНТОМ КОМПАНИИ

А.В. Колышкин,

доцент кафедры экономики предприятия и предпринимательства
Санкт-Петербургского государственного университета,
кандидат экономических наук
a.kolyshkin@spbu.ru

Н.Ю. Нестеренко,

доцент кафедры экономики предприятия и предпринимательства
Санкт-Петербургского государственного университета,
кандидат экономических наук
n.nesterenko@spbu.ru

В статье речь идет о таких показателях добавленной стоимости, как экономическая, рыночная, денежная добавленная стоимость и их роли в оперативном управлении предприятием. Частным случаем применения показателя денежной добавленной стоимости CVA является стимулирование топ-менеджера, преимущество использования которого заключается в отсутствии возможности топ-менеджерами принимать такие управленческие решения, которые влияют на показатели стимулирования, но идут вразрез со стратегическим развитием предприятия. Кроме того, авторы предлагают провести модификацию показателя денежной добавленной стоимости с тем, чтобы нивелировать дисбаланс денежных потоков предприятия в связи с проведением активной инвестиционной политики.

Ключевые слова: стимулирование персонала, экономическая добавленная стоимость, денежная добавленная стоимость, инвестиции.

УДК 331.101.38 ББК 65.24

Проблема управления поведением высшего руководства компании становится довольно серьезной в свете открывающихся скандалов, связанных со злоупотреблениями и использованием инсайдерской информации в личных интересах. Проводимые исследования [1] свидетельствуют о том, что, вознаграждение топ-менеджеров, в основном, связано с показателями прибыли, выручки, рентабельности компании. Вместе с тем ориентация системы стимулирования на годовые показатели приводит к появлению именно краткосрочных приоритетов в принятии управленческих решений. В настоящей статье проводится анализ группы показателей добавленной стоимости в контексте оценки эффективности бизнеса для использования их в системах вознаграждения высшего руководства компании.

Концепция управления на основе добавленной стоимости ("value based management")^{*} и используемые в этой связи показатели получили широкое распространение в конце XX — начале XXI века. Самым популярным методом, основанным на добавленной стоимости, является метод, в основе которого лежит показатель EVA (Economic Value Added) или экономической добавленной стоимости. Автор концепции Б. Стюарт [2] определяет

показатель экономической добавленной стоимости как разность между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала. EVA[®] позволяет оценить реальную экономическую прибыль при требуемой ставке доходности, которую акционеры и кредиторы смогли бы получить, вложив свои средства в ценные бумаги с таким же уровнем риска.

С конца 1990-х годов в мировой практике стала использоваться целая группа показателей, основанных на добавленной стоимости, а именно экономическая прибыль, добавленная стоимость денежного потока CVA[®] (cash value added), рыночная добавленная стоимость MVA (market value added), акционерная добавленная стоимость SVA (share holder value). С конца 1990-х годов такой подход к управлению применялся в компаниях Hewlett Packard, Cadbury, Coca Cola, Siemens.

Использование показателей добавленной стоимости для стимулирования топ-менеджеров отражается в работе А. Фатемии, С. Десаи, Дж. Катц [3]. На основе выборки около 1000 фирм ученые исследовали связь между размером компенсаций топ-менеджменту и различными показателями: размер капитала, уровнем риска, рентабельность активов. В результате была выявлена положительная роль показателей экономической добавленной стоимости и рыночной добавленной стоимости в формировании эффективного поведения топ-менеджеров исследуемых фирм.

Черемушкин С.В. [4] изучает подходы к оценке добавленной стоимости в различных контекстах: рыночной, акционерной, денежной. Автор предлагает использовать изучаемые показатели

^{*} Данный термин представляет собой дословный перевод англоязычного понятия «value added». В российской экономической литературе под «добавленной стоимостью» принято понимать нечто иное, а именно «часть стоимости продукта, которая создается в данной организации». Однако, поскольку такую терминологию уже можно считать устоявшейся, в настоящей статье мы будем ее придерживаться.

для управления разного рода инвестициями: стратегическими, поддерживающими, инновационными.

Профессор Ивашковская И.В. [5] развивает концепцию стоимостно-ориентированного управления (**value based management**) в контексте корпоративного управления и создания стоимости для стейкхолдеров компании. Модель корпоративного управления, ориентированного на создание стоимости всех стейкхолдеров (**stakeholder value based governance**), предложенная Ивашковской И.В., направлена на стратегическое управление корпорацией с реализацией процессного подхода к созданию ценности.

Целый ряд отечественных публикаций связан с изучением сущности показателей добавленной стоимости, его роли в формировании рыночной стоимости компании, а также с разного рода модификациями [6]. Исследование взаимосвязи показателей добавленной стоимости и рыночной стоимости российских компаний проводилось Романовым В.С. и Кукиной Е.Б. [7]. На основе анализа массива данных российских компаний была доказана слабая связь между экономической добавленной стоимостью и рыночной стоимостью компании. Между тем, более узкая проблематика стимулирования эффективности поведения топ-менеджеров с помощью показателей денежной добавленной стоимости исследована как в зарубежной, так и в отечественной литературе недостаточно полно.

Предваряем исследование формулами расчета показателей экономической добавленной стоимости (**EVA[®]**), акционерной добавленной стоимости (**SVA**), рыночной добавленной стоимости (**MVA**), денежной добавленной стоимости (**CVA[®]**) с тем, чтобы более четко выделить возможные манипуляции со стороны менеджеров компании.

$$EVA^{\circ} = (ROIC - WACC) \times IC, \quad (1)$$

где ROIC — рентабельность инвестированного капитала, %

WACC — средневзвешенная стоимость капитала, %

IC — величина инвестированного капитала, д.е.

При этом под величиной инвестированного капитала понимаются скорее активы, участвующие в инвестиционном проекте, а не сам капитал компании.

Поскольку рентабельность инвестированного капитала определяется как отношение прибыли к инвестированному капиталу, то раскрыв скобки, можно получить второй вариант расчета данного показателя:

$$EVA^{\circ} = NOPAT - WACC \times IC, \quad (2)$$

где NOPAT — чистая операционная прибыль после налогообложения, д.е.

WACC — средневзвешенная стоимость капитала, %

IC — величина инвестированного капитала, д.е.

Следует отметить, что ряд авторов, например G.Friedlob, L.Schleifer, F. J. Plewa, Jr. [8] предлагают показатель NOPAT называть NOPATA, т.е. чистая операционная прибыль после налогообложения и корректировок, имея в виду, что автор концепции Б. Стюарт указывал на 120 корректировок, которым должен подвергнуться указанный показатель для повышения корректности расчетов.

Альтернативным показателем стоимости компании является показатель **рыночной добавленной стоимости MVA** (Market Value Added). Данный показатель рассчитывается как разница между рыночной стоимостью компании и совокупным инвестированным в нее капиталом:

$$MVA = \text{Рыночная стоимость долга} + \text{рыночная собственность собственного капитала} - \text{совокупный капитал компании}$$

Сумма рыночных стоимостей долга и собственного капитала фактически представляет собой рыночную стоимость компании. Таким образом, значение MVA показывает насколько компания стоит дороже, чем ее совокупный капитал.

Показатель **акционерной добавленной стоимости SVA** (Shareholders Value Added), представляет собой капитализированное изменение текущей стоимости оперативного денежного потока, скорректированное на текущую стоимость инвестиций во внеоборотный и оборотный капитал, вызвавших данное изменение. Рациональные инвестиции должны вызвать большее увеличение стоимости компании. Разница между рос-

том стоимости капитала компании и произведенными инвестициями, вызвавшими этот рост, и будет увеличением стоимости акционерного капитала.

Грязнова А.Г., Федотова М.А. [9] выделяют следующие предпосылки для расчета показателя акционерной добавленной стоимости:

1) прогнозный период ограничен периодом конкурентных преимуществ;

2) величина амортизации равна величине текущих (нестратегических) капитальных вложений, связанных с поддержанием существующего состояния основных фондов;

3) стоимость, добавленная новыми инвестициями, учитывается в тот же год, в который данная инвестиция была совершена.

$$SVAn = \Delta IC$$

$$\Delta IC = ICn - IC(n-1), \quad (3)$$

где ICn — стоимость инвестированного капитала в период n, IC(n-1) — стоимость инвестированного капитала в период (n-1).

$$IC_n = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{NOPAT_n}{i(1+i)^n} \quad (4)$$

Первое слагаемое правой части этого выражения представляет собой накопленную настоящую стоимость денежных потоков до периода n включительно, то есть того периода, в котором мы считаем величину акционерного добавленного капитала. Второе слагаемое представляет собой настоящую стоимость остаточной стоимости, рассчитанную при предположении, что уровень NOPAT, достигнутый в период n сохранится в бесконечно долгой перспективе. Для расчета находится сегодняшняя стоимость бесконечного аннуитета равного величине NOPAT n-го года, начинающегося с года (n+1).

В данном случае денежный поток представляет собой величину NOPAT уменьшенную на величину стратегических инвестиций. Это, по-видимому, связано с тем, что амортизация рассматривается как нестратегическая инвестиция и выступает расходами текущего периода. Однако, представляется, что если амортизацию рассматривать как высвобождение капитала и, соответственно, как дезинвестицию, равенство не нарушается. В указанном труде приведен второй способ расчета акционерной добавленной стоимости:

$$SVA_n = \frac{\Delta NOPAT}{i(1+i)^{n-1}} - \frac{I_n}{(1+i)^n} \quad (5)$$

Денежная добавленная стоимость CVA[®] (Cash Value Added) показывает, насколько реальные денежные потоки, генерируемые стратегическими инвестициями больше или меньше денежных потоков, отвечающих требованиям инвесторов к доходности этих инвестиций и рассчитывается по следующей формуле:

$$CVA^{\circ} = OCF - OCFD \quad (6)$$

где OCF — оперативный денежный поток

OCFD — требуемый оперативный денежный поток

Показатель **MVA в стандартной концепции расчета** зависит от слабо формализуемых факторов, влияющих на рыночную стоимость долга и собственного капитала. К ним можно отнести и ожидания инвесторов, и общую экономическую ситуацию на рынке капитала. Поэтому в контексте факторов стимулирования эффективности топ-менеджеров мы этот показатель рассматривать не будем.

Сравнительный анализ трех остальных показателей показывает, что показатель SVA оценивают прирост стоимости одновременно на стадии осуществления инвестиций, в то время как EVA[®] и CVA[®] могут меняться в зависимости от конкретных условий реализации. Таким образом, с позиции управления результатами проекта EVA[®] и CVA[®] имеют преимущество перед SVA.

Показатель EVA[®] зависит от следующих факторов: величина выручки предприятия за период, затраты предприятия за период, ставка налога на прибыль, осуществленные инвестиции/дезинвестиции, соотношение собственного и заемного капитала.

Аналогичным образом проанализируем параметры, влияющие на величину показателя CVA[®]. К ним можно отнести сле-

дующие: поступления/выплаты денежных средств от основной деятельности, величину инвестиций, стоимость капитала и экономическую жизнь инвестиций. Увеличение притока денежных средств и продолжительности экономической жизни инвестиции ведет к увеличению показателя CVA° , а рост остальных параметров приводит к его снижению. При этом необходимо отметить, что величина инвестиций, продолжительность их экономической жизни и стоимость капитала рассчитываются один раз перед реализацией инвестиционного проекта. Таким образом влиять на величину CVA° менеджеры могут только путем увеличения притока денежных средств и сокращением их оттока на протяжении реализации инвестиционного проекта. Таким образом, возможность действий менеджеров, ведущих к увеличению показателя CVA° и, при этом, способных повлечь за собой сокращение конкурентных преимуществ компании в будущем сводится, практически, к нулю. На наш взгляд, в этом состоит основное преимущество показателя CVA° над остальными показателями, основанными на добавленной стоимости, в контексте стимулирования топ-менеджеров компании.

В тоже время при применении CVA° может возникнуть проблема, состоящая в том, что модель не делает разницы между различными периодами реализации инвестиционного проекта. В то же время, очевидно и то, что денежные потоки на начальных стадиях реализации даже удачного инвестиционного проекта, как правило, меньше (а иногда и отрицательные), чем на более поздних. Таким образом, менеджер вряд ли может добиться более или менее достойной величины CVA° . Рассмотрим сказанное на условном примере.

Предположим, реализуется инвестиционный проект со следующими денежными потоками (в номинальных ценах) (OCF), $i = 10\%$.

Таблица 1

Параметры инвестиционного проекта компании и составляющие денежной добавленной стоимости

Показатели	0	1	2	3	4
(OCF) в номинальных ценах	-10000	1000	3000	4000	10000
(OCFD) в номинальных ценах		3027	3118	3211	3308
CVA (в номинальных ценах)		-2027	-118	788	6692

Источник: составлено автором.

На этом примере видно, что инвестиционный проект приносит доход в третий и четвертый год его реализации. Соответственно, в эти периоды и растет благосостояние компании. Если же оценивать первые два года, то, очевидно, что решения менеджеров вряд ли способны повлиять на богатство компании. Рост продаж и снижение затрат могут, безусловно, привести к некоторому росту CVA° , но вряд ли к значительному. Более того, подобная ситуация может демотивирующе повлиять на менеджера: раз добиться положительного CVA° невозможно, то не стоит и стараться. Иными словами, закономерное отрицательное значение CVA° в начальные периоды инвестиций не могут быть стимулом для роста производительности труда менеджеров, особенно в тех случаях, когда на предприятии реализуется множество разного рода инвестиционных проектов.

Следовательно, возникает вопрос о корректировке указанного показателя. Мы предлагаем создать на базе CVA° два новых показателя: $CVAM1$ и $CVAM2$ (модифицированный показатель денежной добавленной стоимости), которые мы предлагаем рассчитывать по следующим методикам:

1) $CVAM1$. В случае отрицательной величины CVA° в какой-либо период, она считается равной нулю, а «непокрытая» часть OCFD переносится на следующий период. Отметим, что в данном случае при отсутствии отрицательной величины CVA° какого-либо года (классической) формуле этот способ дает идентичный «классической» формуле результат.

2) $CVAM2$. Величина OCFD рассчитывается исходя из ожидаемого темпа роста денежных потоков по проекту.

Проведем расчет показателя $CVAM1$ на данных все того же условного примера в таблице 2.

$$CVAM1 = OCF - OCFD1$$

OCFD рассчитана «классическим» способом.

OCFD1 представляет собой скорректированную величину OCFD (т.е. ту величину, которую необходимо покрыть с помощью денежного потока).

Для всех периодов, кроме последнего (в данном примере), она равна величине оперативного денежного потока OCF.

$$OCFD1 = \min(OCF, OCFD^*)$$

$$CVAM1 = OCF - OCFD1$$

OCFD* представляет собой OCFD с «остатком» и вычисляется следующим образом:

$$OCFD_t^* = OCFD_t + OCFD_{t-1}^{**} \times (1 + i), \quad (7)$$

где OCFD** представляет собой «остаток» OCFD и рассчитывается следующим образом:

$$OCFD^{**} = OCFD^*t - OCFD1, \quad (8)$$

Таблица 2

Параметры модифицированной денежной добавленной стоимости CVAM1

Показатели	1	2	3	4
OCF	1000	3000	4000	10000
OCFD	3027	3118	3211	3308
OCFD с «остатком» (OCFD*)	3027	5347	5793	5280
OCFD1	1000	3000	4000	5280
CVAM1	0	0	0	4720
«остаток» OCFD (OCFD**)	2027	2347	1793	

Источник: рассчитано автором.

В данном случае прирост стоимости наступает лишь в четвертом периоде. Однако, в отличие от «классического» варианта расчета, отрицательная величина $CVAM1$ «не сгорает». Таким образом, менеджеры заинтересованы в увеличении $CVAM1$ в каждом конкретном периоде.

$CVAM2$. Распределение величины OCFD по периодам в зависимости от планируемых денежных потоков ($i = 10\%$)

$PV(OCF)$ представляет собой дисконтированную стоимость оперативного денежного потока при ставке дисконтирования 10%.

Индекс OCF рассчитывается по следующей формуле:

$$I_{OCF} = \frac{PV(OCF)_t}{\min PV(OCF)}, \quad (9)$$

где $PV(OCF)_t$ — настоящая стоимость оперативного денежного потока t-го периода;

$\min PV(OCF)$ — минимальная величина настоящей стоимости оперативных денежных потоков (в данном случае эта величина соответствует первому периоду).

OCFD в днягах нулевого периода рассчитывается следующим образом:

$$OCFD_t^0 = \frac{I \times I_{OCF_t}}{\sum_{j=1}^n I_{OCF_j}}, \quad (10)$$

где I — первоначальные инвестиции (в нашем примере 10000 д.е.)

$\sum_{j=1}^n I_{OCF_j}$ — сумма всех индексов

$$OCFD_t = OCFD_t^0 \times (1 + i)^t, \quad (11)$$

Таблица 3

Расчет параметров CVAM2

Показатели	1	2	3	4
OCF	1000	3000	4000	10000
PV OCF	909	2479	3005	6830
Индекс OCF	1,0	2,7	3,3	7,5
OCFD в днягах нулевого периода	687	1875	2273	5165
OCFD	756	2269	3025	7562
CVAM2	244	731	975	2438

Источник: рассчитано автором.

Дисконтирование показателей CVA®, CVAM1 и CVAM2 позволит убедиться, что их приведенная стоимость одинакова и равна 3224 д.е. Сведем все результаты расчетов в одну таблицу 4.

Таблица 4

Обобщение расчетов табл. 1–3

Показатели	1	2	3	4
OCF	1000	3000	4000	10000
OCFD	3027	3118	3211	3308
CVA	-2027	-118	789	6692
OCFD1	1000	3000	4000	5280
CVAM1	0	0	0	4720
OCFD2	756	2269	3025	7562
CVAM2	244	731	975	2438

Источник: рассчитано автором.

Предположим, что менеджер не сумел добиться плановой величины денежных потоков в первые два периода. Фактически, они оказались меньше на 20% в первый период и на 10% во второй (табл. 5).

Таблица 5

Фактический уменьшенный оперативный денежный поток компании

0	1	2	3	4
-10000	800	2700	4000	10000

Источник: составлено автором.

Рассчитаем величину CVA®, CVAM1 и CVAM2. При этом величина OCFD для CVA® и CVAM2 пересчитываться не будет, поскольку эти показатели не зависят от введенных изменений. Сведем все результаты в таблицу 6.

Таблица 6

Результаты расчетов с уменьшенным оперативным денежным потоком

Показатели	1	2	3	4
OCF	800	2700	4000	10000
OCFD	3027	3118	3211	3308
CVA	-2227	-418	789	6692
OCFD (CVAM1)	800	2700	4000	5909
CVAM1	0	0	0	4091
OCFD (CVAM2)	756	2269	3025	7562
CVAM2	44	431	975	2438

Источник: рассчитано автором.

На основе сравнения таблицы 4 и таблицы 6 можно увидеть, что при расчете CVA® положение менеджера (премируемого по результатам CVA®) не ухудшается. Да, результаты в первые два периода хуже, чем были, однако они и изначально были отрицательными. Что касается предложенных нами вариантов, то величина как CVAM1, так и CVAM2 уменьшается и, как следствие, уменьшается база для расчета премии менеджера.

Отметим, что величина настоящей стоимости для всех трех вариантов по-прежнему одинакова и соответствует величине NPV проекта (2794 д.е.).

Проанализируем изменения CVA® в случае, если фактическая величина оперативного денежного потока в первые два года оказалась на 10% выше плановой (табл. 7).

Таблица 7

Фактический увеличенный оперативный денежный поток компании

Показатель	1	2	3	4
OCF	1100	3300	4000	10000
OCFD	3027	3118	3211	3308
CVA	-1927	182	789	6692
OCFD (CVAM1)	1100	3300	4000	4784
CVAM1	0	0	0	5216
OCFD (CVAM2)	756	2269	3025	7562
CVAM2	344	1031	975	2438

Источник: рассчитано автором.

В данном случае второй период при использовании CVA® уже становится «прибыльным». Однако в первом периоде по-прежнему наблюдается отрицательная величина CVA®. Таким образом, достижения менеджера по увеличению денежного потока остаются без вознаграждения. Чего нельзя сказать про два предложенных нами варианта CVAM1 и CVAM2. Предложенные нами показатели дают основание для вознаграждения усилий менеджера по увеличению оперативного денежного потока.

Выводы:

1) На наш взгляд, среди методов, основанных на так называемой добавленной стоимости, для целей оценки суммарного «богатства» компании за продолжительный период наибольшей объективностью характеризуется денежная добавленная стоимость (CVA®).

2) Классическая модель расчета показателя денежной добавленной стоимости содержит недостаток, связанный с неравномерностью величины оперативного денежного потока, особенно остро проявляющейся в начальные периоды осуществления инвестиций. На наш взгляд, указанный недостаток можно решить либо переносом отрицательной величины CVA® на следующий период, либо распределением величины OCFD по периодам в зависимости от планируемых денежных потоков. Таким образом, мы предлагаем использовать в данном случае либо показатель CVAM1, либо CVAM2

3) Сравнивая показатели CVAM1 и CVAM2 между собой, можно отметить, что величина OCFD для показателя CVAM2 рассчитывается один раз, исходя из плановой структуры денежных потоков, тем самым, задавая ориентир на весь срок реализации проекта. При расчете CVAM1 величина OCFD каждый период корректируется, позволяя, тем самым, вносить оперативные изменения в управленческую деятельность. Очевидно, что выбор одного показателя зависит от потребностей и условий конкретного предприятия.

Литература

- Кузнецова Е. Вознаграждение руководителей высшего звена на примере компаний Восточной Европы <http://www.hse.ru/data/618/618/1234/19.06.07-Kuznecova.pdf> (дата обращения 15.11.2015)
- Эрбар А., Стюарт Дж.Б. Революция EVA // Российский журнал менеджмента — 2005. Т. 3. — №4. — С. 82.
- Ali Fatemi, Anand S. Desai, Jeffrey P. Katz. Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation. Global Finance Journal. Vol. 14, Issue 2, July 2003, P. 159–179.
- Черемушкин С.В. Денежная добавленная стоимость CVA (cash value added) и остаточный денежный поток RCF (residual cash flow) // Управление корпоративными финансами. — 2008. — №3. — С.156–180.
- Ивашковская И.В. Модель корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров // Вестник ФА. — 2010. — №2. — С. 29–35.
- Запорожский А.И. Управление стоимостью компании и стратегический анализ на основе модели Modified Cash Value Added (MCVA) // Корпоративные финансы. — 2007. — №1. — С. 78–110.
- Романов В.С., Кукина Е.Б. Исследование взаимосвязи показателя EVA и стоимости компании на российском рынке капитала // Корпоративные финансы. — 2008. — №4(8) — С.38–57.
- George T. Friedlob, Lydia L. F. Schleifer, Franklin J. Plewa, Jr. Essentials of Corporate Performance Measurement. 2002. 224 p.
- Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка недвижимости / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2005. — 496 с.