

С. В. Валдайцев

О ТОЧНОСТИ ПРАКТИЧЕСКИХ ОЦЕНОК РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ

Прежде всего отметим, что рыночная стоимость компаний особенно важна для стратегических инвесторов, которые в отличие от портфельных инвесторов будут иметь надежные формы доступа к чистым доходам (денежным потокам) непосредственно от бизнеса компаний.

Рассмотрим теперь, какие требования в различных ситуациях могут предъявлять к оценкам рыночной стоимости компаний стратегические инвесторы. Тогда станет ясным и то, каковы в этих ситуациях их требования к точности соответствующих оценок. Ответ на поставленный вопрос только начинает привлекать внимание отечественных исследователей [1–3].

Знание рыночной стоимости компании нужно стратегическим инвесторам в основном при:

- подготовке сделок слияния и поглощения (mergers and acquisitions, сделок M&A);
- первоначальном размещении акций (initial public offerings, IPO) на бирже;
- привлечении дополнительных стратегических инвесторов в рамках дополнительной эмиссии крупных пакетов акций по закрытой подписке для дополнительных стратегических инвесторов (Private Offerings, PrO);
- определении величины уставного капитала вновь создаваемых холдинговых и совместных компаний, если их учредители вносят в него пакеты акций своих дочерних предприятий (а также крупные пакеты акций компаний, где они являются стратегическими инвесторами);
- обосновании выкупной стоимости акций в случае обратных выкупов акций (Buy-backs) или принудительных выкупов акций у миноритарных акционеров, если контролирующий акционер сосредоточил в своих руках более 95% обычных акций.

Сделки слияния и поглощения. Оценка рыночной стоимости компании и крупного пакета акций, продаваемого в порядке внебиржевых сделок слияния и поглощения (через биржу, чтобы не «разрушить» рынок появлением на бирже сразу крупного пакета акций, его пришлось бы продавать очень долго, «мелкими порциями», через посредников), является частью работы финансовых консультантов этих сделок, в качестве которых обычно выступают имеющие оценочные департаменты инвестиционные банки.

Сергей Васильевич ВАЛДАЙЦЕВ — д-р экон. наук, профессор, заведующий кафедрой экономики исследований и разработок экономического факультета СПбГУ. В 1973 г. окончил экономический факультет ЛГУ и с этого времени работает в Университете. С 1986 г. — д-р экон. наук, с 1987 — имеет ученое звание профессора. Заслуженный работник Высшей школы Российской Федерации. Сфера научных интересов — менеджмент в инновационной сфере, управление рисками, оценка бизнеса, оценка интеллектуальной собственности и т. д. Автор более 150 научных публикаций, ряд которых опубликован на иностранных языках.

© С. В. Валдайцев, 2012

В силу того, что они всего лишь консультанты, от них не требуется давать какой-либо жесткой, «точной» оценки рыночной стоимости и компании, и продаваемого в порядке внебиржевой сделки пакета ее акций. Достаточно предоставить нанявшим финансового консультанта сторонам вызывающий гораздо большее доверие *интервал* соответствующей рыночной стоимости. Внутри же него о договорной цене конкретные продавец и покупатель пакета акций договорятся сами, имея в виду, кроме всего прочего, и другие конфиденциальные моменты, связывающие их или обуславливающие для них и аффилированных с ними фирм внешние положительные либо отрицательные эффекты (так называемые экстерналии) от подготавливаемой сделки. При этом им не нужен оценщик—финансовый консультант.

Подготовка IPO. Здесь оценка рыночной стоимости играет роль как бы «заверения» участников биржевого рынка в том, что первоначальная (эмиссионная) цена впервые появляющихся на биржевом рынке акций является справедливой. Эта оценка — часть работы организатора IPO, которым может быть как инвестиционный банк, так и имеющая оценочный департамент аудиторская компания.

От оценщика по сути не требуется какой-либо «точной» оценки, так как окончательное решение по установлению эмиссионной цены будет все равно принимать компания-эмитент. Руководствоваться же при этом она будет соображениями о желательных для себя скорости размещения акций и срока получения требующихся от дополнительной эмиссии денег (ведь последние нужны всегда для какого-то конкретного мероприятия, тоже планируемого по срокам — реконструкции, погашения кредитов, сделок M&A). Чем ближе к верхней границе интервала оценки рыночной стоимости назначить эмиссионную цену, тем больше в итоге средств можно получить от IPO, но за большее время. Соответственно, чем ближе к нижней границе интервала оценки рыночной стоимости назначат эмиссионную цену, тем меньше денег, но в более короткий срок можно будет получить от IPO.

Привлечение дополнительных стратегических инвесторов в рамках дополнительной эмиссии крупных пакетов акций по закрытой подписке для дополнительных стратегических инвесторов. Обычно дополнительных стратегических инвесторов привлекают, желая от них получить не только деньги, но и какие-то дополнительные услуги и преференции (особенно применительно к доступу на новые рынки, к новым технологиям). Оценка последних прямо не входит в оценку рыночной стоимости дополнительно выпускаемого для нового стратегического инвестора пакета акций. Поэтому сторонам подобных сделок также не требуется некоей «точной» оценки рассматриваемого пакета акций. Они все равно будут в переговорах между собой учитывать упомянутые услуги. Следовательно, от оценщика самого пакета акций, служащего предметом дополнительной эмиссии, им опять-таки не нужна какая-то «точная» оценка. В качестве основы для переговоров им вполне достаточно осторожной оценки интервала рыночной стоимости.

Определение величины уставного капитала вновь создаваемых холдинговых и совместных компаний, если их учредители вносят в него пакеты акций своих дочерних предприятий. В силу сложности интересов и дальнейших планов соучредителей подобных компаний и в этих случаях нереально предъявлять к оценщикам неоправданно завышенные требования к точности их оценок. Вполне достаточно интервальных оценок.

Оценки для обоснования выкупной стоимости в обратных выкупах акций и принудительных выкупах акций у миноритариев. Коль скоро обратный выкуп не принудителен, на практике предпринимающим его компаниям приходится вести переговоры об индивидуальной цене обратного выкупа акций у разных владельцев. А для этих переговоров заказчику оценки нужен «простор», т. е. знание того, на какую максимальную выкупную цену можно пойти, а на цену ниже какого минимального уровня нельзя рассчитывать. Иначе говоря, еще раз нужен интервал оценки рыночной стоимости.

И даже в случаях принудительных выкупов акций у миноритариев весьма вероятно, что некоторые из них, если специально для них не будет предусмотрена бóльшая выкупная цена, обратятся в суд, оспаривая «точную» оценку рыночной стоимости их акций. И либо судебные дела будут длиться годами (блокируя планы и стратегические решения контролирурующих акционеров), либо компаниям придется идти на мировые соглашения по поводу более высоких выкупных цен — но все-таки в рамках неких интервалов рыночной стоимости компаний.

Таким образом, с одной стороны, «точные» оценки рыночной стоимости компаний зачастую просто не нужны; а с другой — они еще и слишком претенциозны, не-серьезны, их трудно защитить.

В самом деле, какой смысл стараться как можно корректнее и точнее получить оценки рыночной стоимости компании по отдельности с помощью доходного, сравнительного и затратного подходов к оценке, если после этого данные результаты усредняются с коэффициентами взвешивания на некое субъективное доверие оценщика к результатам применения указанных подходов, которые устанавливаются «на глазок» с точностью обычно в 10% (а более точное определение данных коэффициентов в принципе невозможно)? Тем более что сама постановка вопроса о подобном доверии абсолютно некорректна. Ведь сами эти разные подходы *изначально* нацелены на получение оценок:

- либо максимально приемлемой для инвестора цены;
- либо минимально реальной для него цены (для этого используется специально спроектированный метод оценки реальных опционов, который, к сожалению, четко в традиционную классификацию подходов к оценке не вписывается);
- либо примерно «средней» цены.

Рассмотрим эту проблематику подробнее.

1. Доходный подход к оценке. Показательна его главная идея: никто за объект оценки не заплатит больше, чем сам получит в будущем чистых доходов от использования этого объекта (с учетом фактора времени и рисков). Из этой формулировки четко следует, что доходный подход к оценке изначально ориентирован на получение верхнего интервала рыночной стоимости любого объекта оценки (в том числе компании).

Однако необходимо иметь в виду, что это справедливо лишь при условии, что, как того требует статья 10 части 2 Федерального стандарта оценки (ФСО) № 1 Российской Федерации [4] (аналогичное требование есть в Национальных стандартах оценки Украины), рыночная стоимость оценивается в расчете на наиболее эффективное использование объекта оценки. Иначе говоря, если, например, компания оценивается в расчете на простое продолжение ею убыточного бизнеса, то, конечно, результат оценки ни в коем случае нельзя понимать как оценку максимально приемлемой за компанию цены.

Заметим, что указанная статья 10 ФСО № 1 полностью соответствует общепризнанному в мировой литературе тезису о том, что «покупатели контрольных пакетов акций могут заплатить гораздо больше текущей рыночной цены публичных компаний, потому что планируют *изменить* бизнес и таким образом *нарастить* прибыли» [5, с. 3].

2. Сравнительный подход к оценке. Применительно к оценке компаний его логика такова, что за основу берется рыночная капитализация (рыночная, биржевая цена) публичных компаний той же строго понятой отрасли (согласно принятому на ведущих биржах мира и межправительственной Организацией экономического сотрудничества и развития (OECD) классификатору SIC (Standard Industrial Classification)), к которой принадлежит и оцениваемая компания. Затем эта оценка компаний фондовым рынком соотносится с основными финансовыми показателями тех же публичных компаний отрасли, получаются коэффициенты типа «Цена / Прибыль [чистая]» или «Цена / Чистые активы». И наконец, чистая прибыль или чистые активы оцениваемой компании умножаются на соответствующие полученные коэффициенты¹.

Очевидно, что если состояние фондового рынка спокойное и база для применения описанного алгоритма и не завышена, и не занижена, сравнительный подход должен приводить к оценкам, которые ниже результатов применения доходного подхода примерно на величину, которую называют премией за контроль. В разных отраслях она разная (в зависимости от возможностей для контролирующих акционеров непосредственно к денежным потокам компаний), но в среднем эту премию оценивают в 35–40%. Если фондовый рынок в кризисе или только из него выходит, результат оценки с помощью сравнительного подхода будет еще меньше. А вот когда на фондовом рынке «надулся пузырь» (накануне кризиса или его очередной волны), ситуация может коренным образом измениться: результат сравнительного подхода способен оказаться даже выше результата использования доходного подхода.

3. Затратный подход. Если судить по его главной идее (никто не заплатит за объект оценки больше, чем будет стоить воссоздание этого объекта в современных условиях, т. е. чем его восстановительная стоимость), то результат применения затратного подхода должен выводить на оценку, как и в случае использования доходного подхода, максимально приемлемой для потенциальных инвесторов цены; другими словами, он должен давать оценку верхней границы интервала рыночной стоимости.

Однако здесь многое зависит от соотношения сложившейся в той или иной отрасли и стране рыночной и восстановительной стоимости активов компаний отрасли данной страны. Как известно, это соотношение называют фактором Тобина (фактором Q) [6].

Если указанное соотношение больше единицы, то рыночная стоимость сопоставимых по своей задолженности компаний, определенная на основе восстановительной стоимости их активов, на сегодня достаточно невысока. Результат ее оценки с помощью затратного подхода должен оказаться ниже, чем оценка этой стоимости при использовании доходного подхода. И именно в данной ситуации считается, что покупка компаний с такими дорогими на сегодня активами (сделки M&A) более предпочти-

¹ Здесь описан алгоритм метода отраслевых коэффициентов, для которого бесплатные специализированные ресурсы Интернета (implu, Google Finance и проч.) предоставляют регулярно перечисляемые коэффициенты “P/E” и “Price-to-book” по торгуемым на ведущих фондовых биржах мира публичным компаниям разных отраслей.

тельна, чем приобретение недвижимости, новое строительство, обновление оборудования и другие вложения в реальные активы.

В те же периоды, когда фактор Q в данной отрасли и стране, наоборот, меньше единицы, следует, очевидно, ожидать, что может наблюдаться и обратное соотношение. Иначе говоря, основывающийся на затратном подходе результат оценки рыночной стоимости компаний может оказаться даже выше, чем оценка, полученная с применением доходного подхода.

Таким образом, типичная общая картина того, как могут соотноситься результаты оценки рыночной стоимости одних и тех же компаний, полученные с помощью доходного, сравнительного и затратного подходов, отражена на рис. 1. На этом рисунке оценочная рыночная стоимость компании обозначена как MV (market value) и на оси MV располагаются самые разные (растущие слева направо) возможные результаты ее расчета.

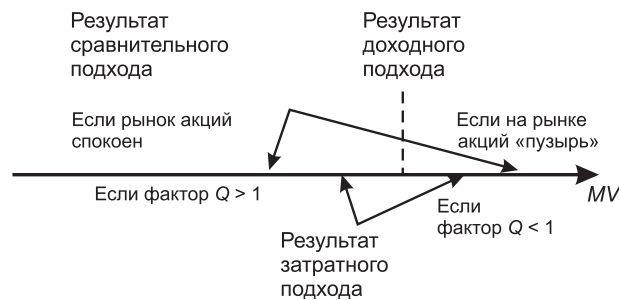


Рис. 1. Интервалы справедливой рыночной стоимости (MV): методы для оценки их границ.

Все отмеченное выше касалось *достаточности* в точности оценки рыночной стоимости компаний, когда в соответствующих практических ее применениях следует определять вызывающий доверие интервал данной оценки, а не претендовать на некое «точное», «точечное» ее значение.

Однако теперь стоит обсудить и требования к *необходимой* точности оценки границ интервала рассчитываемой рыночной стоимости компаний. Ведь если она не будет обеспечена, то не будет доверия даже к нижней и верхней границам упомянутого интервала. Более того, результаты разных подходов к оценке можно поменять местами, сместив весь рассматриваемый интервал в большую или меньшую сторону.

В этом отношении далее приведем свое видение типичных ошибок, которые можно допустить, применяя по отдельности каждый из классических подходов к оценке рыночной стоимости компаний. Даны некоторые рекомендации с целью избежать эти ошибки.

В части доходного подхода

Во-первых, неправильное применение доходного подхода способно очень сильно занижить оценку, если не будет соблюден принцип наиболее эффективного способа использования объекта оценки (в данном случае — компании, ее активов и финансовых возможностей). На обязательность учета этого принципа указывает уже упоминавшаяся статья 10 части 2 Федерального стандарта оценки Российской Федерации. Речь идет о следующем.

Предположим, что у компании есть стабильный бизнес со стабилизировавшимися операционными денежными потоками (*OCF*) — так что в ценах текущего года эти *OCF* уже постоянны (их среднеарифметическая величина за последние прошлые годы является статистически достоверной).

Значит ли это, что простое продолжение даже пока стабильного бизнеса является наиболее эффективным способом ведения компанией бизнеса? По-видимому, нет. Ведь если не планировать, например, хотя бы небольшие инвестиции в регулярную модернизацию продукции, то компания станет в условиях конкуренции постепенно терять рынок, продажи будут уменьшаться. Если не предусматривать обновление физически изнашиваемого оборудования, у компании начнут расти брак и повышаться себестоимость готовой к продажам продукции. В любом случае капитализация постоянного или постоянно падающего операционного денежного потока даст весьма невысокую оценку рыночной стоимости. Оценка же компании, у которой продукция стала убыточной, в расчете на простое продолжение сложившегося бизнеса вообще приведет к отрицательной оценке, которую зачастую понимают так, что будто бы компания ничего не стоит.

В то же время ясно, что разумный хозяин в подобных ситуациях задумается над следующим обстоятельством: опираясь на то, чем компания владеет, надо что-то предпринимать: обновлять продукцию, оборудование, технологии, сокращать избыточный непроизводственный персонал и т. п. Все это будет связано с составлением бизнес-плана, в соответствии с которым предполагались бы сначала инвестиции компании в свой основной или оборотный капитал, а затем, в результате этих инвестиций, выход на новый гораздо более высокий уровень операционных денежных потоков. Возможно, необходимо предусмотреть и в дальнейшем некоторые небольшие регулярные инвестиции в поддержание производственной мощности и конкурентоспособности продукции («поддерживающие инвестиции»).

При этом бизнес-план должен также моделировать способ финансирования планируемых инвестиций — за счет самофинансирования (особенно из выручки от продажи либо сдачи в аренду активов, избыточных для операционной деятельности), дополнительного заемного финансирования (с залогом непродávаемого имущества), привлечения дополнительных партнеров и проч. И если величина инвестиций, необходимых для выхода на очень высокий (хотя и позднее) целевой уровень операционного денежного потока (за счет больших планируемых продаж, существенного снижения себестоимости), то вполне возможно, что придется планировать на некоторое время работу компании «в ноль» — так, что у нее на все инвестиционные и текущие расходы будет хватать денег «впритык», и владельцам компании в течение этого времени ни в какой форме изымать доходы из бизнеса будет невозможно.

На рис. 2 показано, какие у компании при разных вариантах бизнес-плана (т. е. при разных по эффективности способах использования фирмы как объектах оценки) в будущем могут быть чистые денежные потоки² (CF_i), даже если пока у нее положительный стабильный операционный денежный поток.

² После выхода на новые, более высокие целевые уровни при отсутствии необходимости в поддерживающих инвестициях и новых заимствованиях для финансирования этих инвестиций денежные потоки сведутся к операционным денежным потокам *OCF*; если такая необходимость будет существовать, то вместо постоянных *OCF* будут иметь место постоянные бездолговые («свободные») денежные потоки FCF ($FCF = OCF - I$, где I — поддерживающие инвестиции).

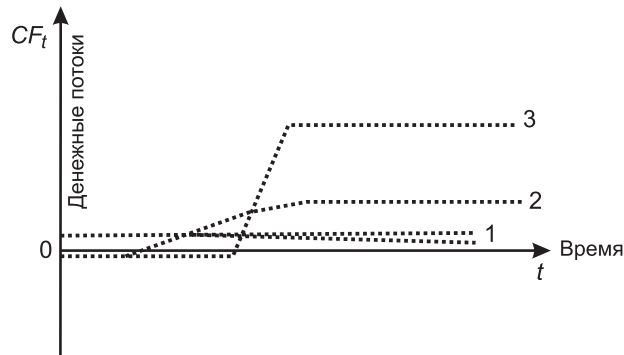


Рис. 2. Возможные конфигурации во времени и по величине денежных потоков, ожидаемых в альтернативных вариантах бизнес-плана компании.

Линия 1 (скорее, ее постепенно опускающаяся модификация) соответствует простому продолжению сложившегося бизнеса.

Линия 3 характерна для амбициозного бизнес-плана, который, с одной стороны, нацелен на очень высокий уровень целевых операционных денежных потоков, но, с другой, требует длительного времени работы компании с нулевыми чистыми денежными потоками — пока не закончатся процессы инвестирования в изменение бизнеса и финансирования этих инвестиций, включая завершение обслуживания и погашения дополнительно привлекаемых кредитов.

Линия 2 соответствует бизнес-плану, который позволяет раньше выйти на менее амбициозный целевой операционный денежный поток, хотя он все равно существенно превышает тот, который был бы при простом продолжении стабильного бизнеса.

Легко понять, что принципу наиболее эффективного использования объекта оценки соответствует тот из возможных вариантов бизнес-плана компании, при реализации которого сумма текущих стоимостей ожидаемых в нем денежных потоков максимальна ($\max \sum PV(CF_t)$). Именно в расчете на его реализацию и будет получаться по-настоящему максимальная оценка, являющаяся искомым верхним пределом интервала рыночной стоимости компании.

Во-вторых, исказить (очень часто — так же, как и занижить) оценку компании способно и такое применение доходного подхода, когда некорректно определяют надлежащие ставки дисконтирования и коэффициенты капитализации ожидаемых денежных потоков.

Нельзя, как это пока характерно для отечественной практики оценки, злоупотреблять методом кумулятивного построения ставки дисконтирования по тем причинам, что он:

- чаще всего неадекватен цели оценки;
- субъективен, не опирается на рыночные данные.

В самом деле, добавляемые в этом методе к безрисковой ставке премии за риски относятся в основном к рискам сегодняшнего менеджмента компании, к ее внутренней среде, а не к рискам ведущегося компанией бизнеса как такового — это премии за рискованную структуру капитала, недостаточные диверсификации хозяйственной

деятельности, целевых рынков сбыта, клиентуры, источников закупок, ключевых фигур в менеджменте. В то же время, если компания перейдет под контроль нового контролирующего акционера, который обязательно приведет с собой новый вызывающий у него доверие менеджмент, то достаточно скоро большинство перечисленных рисков может быть устранено посредством перестройки соответствующих бизнес-процессов. Только структура капитала компании не может быть быстро изменена.

Следовательно, неадекватность цели оценки при использовании метода кумулятивного построения ставки дисконтирования будет наблюдаться тогда, когда надо оценить крупные пакеты акций для стратегических (контролирующих) инвесторов, а не мелкие пакеты акций миноритариев, которые действительно не в состоянии ничего поделаться с сегодняшним менеджментом.

Что же касается субъективности данного метода, то все перечислявшиеся выше отдельные дополнительные премии определяются эмпирически (в пределах 5%) — не только неточно, но и без глубокого знания оценщиками определенной ситуации в отрасли, у ее лидеров (например, того, какая степень диверсификации в отрасли нормальна, какая присуща отраслевым лидерам).

Злоупотребление методом кумулятивного построения ставки дисконтирования, очевидно, и приведет к занижению оценки компаний в рамках доходного подхода к оценке, так как завысит ставку дисконтирования будущих денежных потоков компании. Ведь «насчитать» огромную ставку дисконтирования, суммируя 5–6 дополнительных премий, каждая из которых может достигать 5%, очень легко.

К значительным искажениям может привести и использование устаревших либо слишком грубых модификаций модели оценки капитальных активов (Capital Assets Pricing Model, CAPM).

Здесь важно то, что:

- современные модификации этой модели, которая на первый план в ставке дисконтирования выводит риски бизнеса как рода деятельности в конкретной стране (т. е. риски внешней среды компании), способны отразить и риск структуры капитала, и даже риск пониженной доли ликвидных активов;
- под эти современные модификации ведется мониторинг нужных для них статистических величин, данные которого в Интернете в последние два-три года уже общедоступны.

Риск структуры капитала компании может быть учтен отраслевым коэффициентом «бета» ($\beta_{отр}$), откорректированным на сравнительную структуру капитала публичных компаний из самых разных стран мира той отрасли, по которой этот коэффициент рассчитывается и отражается на специализированных сайтах, и оцениваемой компании той же отрасли. Для оцениваемых компаний, вообще не использующих и не собирающихся использовать долгосрочный заемный капитал и соответствующий финансовый рычаг, на сайте А. Дамодарана отражены так называемые «безрычаговые» отраслевые коэффициенты «бета» («unlevered betas»), которые значительно ниже обычных этих коэффициентов, по более чем 100 отраслям [7]. Там же приводится и способ пересчитать среднеотраслевые коэффициенты «бета» применительно к структуре капитала компании, у которой отношение заемного капитала к собственному просто отличается от их среднеотраслевого соотношения. То же относится и к риску пониженной доли ликвидных активов, когда используются еще раз откорректированные на этот фактор коэффициенты «бета» («betas corrected for cash»).

Помимо сайта А. Дамодарана, имеются и гораздо более продвинутое и чаще обновляемые ресурсы типа уже упоминавшихся выше *implu*, Google Finance. Все они финансируются, по-видимому, ведущими фондовыми биржами мира, заинтересованными в увеличении ликвидности торгуемых на них акций, оборота торговли, потому что сами зарабатывают небольшой процент именно от него. Очевидно, что предоставление участникам торговли доступа к удобно систематизированной информации о компаниях-эмитентах и систематизированной (под модель CAPM) статистики об их акциях облегчат принятие инвестиционных решений и тем самым увеличат оборот биржевой торговли.

Дальнейшие комментарии по современному способу использования модели CAPM удобнее давать и воспринимать, если все-таки иметь перед собой базовую формулу расчета минимально требуемой среднегодовой доходности на собственный капитал (альтернативной стоимости собственного капитала) — она же ставка дисконтирования — согласно модели CAPM. Применительно к России она выражается так:

$$i_t = R_t + \beta_{\text{отр}}(R_M - R),$$

где i_t — минимально требуемая среднегодовая доходность на собственный капитал, компенсирующая риски инвестирования в компанию при связывании капитала в ней на t лет; R_t — доходность к погашению того выпуска рублевых (если дисконтируются рублевые денежные потоки) долгосрочных государственных облигаций (облигаций федерального займа, ОФЗ), срок до погашения которого максимально близок к числу лет t , через которое ожидается дисконтируемый денежный поток CF_t ; $(R_M - R)$ — рыночная премия за риск (средний рыночный риск); $\beta_{\text{отр}}$ — отраслевой коэффициент; R_M — средняя рыночная доходность; R — средневзвешенная доходность всех ликвидных выпусков ОФЗ.

Последняя величина здесь намеренно приведена в целом, потому что уже попытка по отдельности для молодого российского фондового рынка выявить среднегодовую среднерыночную доходность R_M (вычисляется по изменению индекса цен на фондовой бирже), которую можно будет экстраполировать на будущее (закладывая в минимально требуемую в будущем доходность на собственный капитал) изначально несостоятельны. Причина в том, что индексы цен на российских фондовых биржах отслеживаются в течение примерно только восьми лет, из которых почти три года приходятся на кризис 2007–2009 гг. Ясно, что никакого достоверного тренда в изменении данных индексов при этом получить нельзя. Если же взять среднегодовое изменение упомянутых индексов лишь за последние 2 года и распространить ее на будущее, то получится слишком большая величина, характерная только для восстановительного роста после кризиса — так что, конечно, абсурдно завышать определяемую ставку i , требуя от нее покрытия того уровня среднерыночной доходности, которого в действительности в дальнейшем не будет.

А. Дамодаран доказал, что подобное можно делать лишь применительно к американским индексу S&P-500 и долгосрочным казначейским обязательствам. Эти рынки — самые большие в мире и существуют с 20-х годов XX в. Во всяком случае, после 1985 г. по ним четко отслеживается тренд (уже восстановившийся после 2009 года), согласно которому можно с уверенностью предсказывать наблюдающуюся стабилизацию рыночной премии за риск в США на уровне 6% годовых [6], т. е. $(R_M - R)_{\text{США}} = 0,06$.

Тот же автор, общепризнанный мировой «гуру» в инвестиционном анализе, на основе факта стабильности американской рыночной премии за риск предложил для всех остальных стран рассчитывать этот показатель так, что к американской премии за риск просто добавляется (а для некоторых стран вычитается) премия за риск конкретной страны по сравнению с аналогичным показателем США. Эта премия представляет собой *разницу* (между доходностями национальных долларовых (в России — $R_{\text{Рос}}^{\text{долл.}}$) долгосрочных государственных облигаций с наибольшими сроками до погашения и американских казначейских обязательств ($R_{\text{США}}^{\text{долл.}}$), по которым до погашения осталось 10 лет³ (указанную разницу называют «спред»)), увеличенную во столько число раз, во сколько средняя доходность акций в стране превышает среднюю доходность долгосрочных государственных облигаций. Последний коэффициент для стран Восточной Европы А. Дамодаран рекомендует равным 1,5. В принципе это значение можно уточнить.

В итоге получается, что для России рыночная премия за риск при использовании модели CAPM должна рассчитываться так:

$$(R_M - R)_{\text{Рос}} = 0,06 + (R_{\text{Рос}}^{\text{долл.}} - R_{\text{США}}^{\text{долл.}}) \times 1,5.$$

В этой связи необходимо напомнить, что если использовать в качестве безрисковых ставок доходности национальных долгосрочных государственных облигаций, то они будут уже включать в себя премии за национальный страновой риск⁴. Это удобно.

Конечно, для дисконтирования рублевых денежных потоков в идеале нужно было бы откорректировать таким образом оцененную премию на будущее среднегодовое изменение курса рубля относительно доллара. Сделать это трудно, поэтому можно лишь допустить, что хотя бы в среднесрочной перспективе курс «рубль — доллар» будет оставаться стабильным.

Теперь сделаем еще четыре комментария к современному виду модели CAPM.

1. Может показаться, что использование формул А. Дамодарана не совсем корректно для выставления минимально требуемой среднегодовой доходности на собственный капитал в долгосрочном плане, так как якобы и коэффициент «бета», и рыночная премия за риск — это величины, характерные только для текущего периода. В этой связи существенны следующие обстоятельства.

Во-первых, как предположили в свое время Х. Леви и А. Коэн [8], по большим узкоотраслевым выборкам коэффициент «бета» остается в долгосрочном плане стабильным и показывает только собственно отраслевой риск. Это в 2005–2006 гг. было подтверждено исследованиями Института экономики им. Роберта А. Леви Бард Колледжа в Нью-Йорке [9]. При этом стандартная ошибка по таким большим выборкам находится в пределах от 5% (при размере выборки в 100 компаний) до 15% (выборка в 20 компаний) [10, с. 254].

³ Самые большие выпуски (с самыми большими рынками) американских долгосрочных государственных облигаций.

⁴ Чем меньше доверие к способности (из-за финансового состояния) и желанию правительства обслуживать свои долгосрочные облигации, тем меньше на них спрос и больше их предложение, значит, тем меньше цена. Следовательно, тем выше доходность, в которую сам рынок облигаций как бы включает более высокую премию за страновой риск.

Во-вторых, в долгосрочном плане для любой развитой страны, включая Россию, и с учетом глобализации мировой экономики можно сделать допущение, что спреды по долгосрочным государственным облигациям будут стремиться к нулю. Иначе говоря, рыночная премия за риск будет просто выравниваться с американской долгосрочной средней в 6%. В среднесрочном же плане статистика спредов показывает, что они достаточно стабильны, что практически оставляет для ближайших лет приведенную формулу А. Дамодарана без изменений. Показательно, что схожей точки зрения придерживается и другой «классик» теории оценки компаний — Ш. Пратт [11].

2. Ставка дисконтирования (она же альтернативная стоимость капитала) должна представлять собой выгоду, упускаемую от того, что капитал:

а) держат в рассматриваемом бизнесе (проекте), а не в сопоставимом по рискам ликвидном активе,

б) связывают в рассматриваемом бизнесе (проекте) именно на тот срок t (до возможности получить денежный поток CF_t), на который капитал связывался бы в альтернативном сопоставимом по рискам активе.

Чтобы не забывать о пункте б), для дисконтирования денежных потоков CF_t надо применять переменную, зависящую и от параметра t — ставку i_t . И модель САРМ предоставляет такую ставку рассчитывать, используя в качестве базы не некую средневзвешенную доходность R по всем ликвидным выпускам национальных долгосрочных государственных облигаций (это как «средняя температура по больнице»), а, как уже отмечалось, доходность к погашению R_t того выпуска рублевых ОФЗ (если дисконтируются рублевые денежные потоки), срок до погашения которого максимально близок к числу лет t , через которое ожидается дисконтируемый денежный поток CF_t .

В России в обращении находится около 30 выпусков ОФЗ с различными оставшимися до погашения сроками. Из них всегда можно выбрать нужный выпуск и воспользоваться, например, сайтом «rusbonds», чтобы узнать, какую (при текущей рыночной цене на этот выпуск) среднегодовую доходность он обеспечивает, если связывать капитал в нем на время получения всех фиксированных по данному ОФЗ доходов, т. е. на время t .

3. Продолжать ранее принятую и до сих пор популярную в России практику использования в качестве национальной безрисковой ставки некоей единой средневзвешенной (на объемы разных выпусков ОФЗ) доходности ОФЗ не имеет смысла, потому что, например, банк «Зенит» прекратил ее считать и публиковать уже с сентября 2011 г. Для самого же оценщика ее расчет — это бесполезная и трудоемкая задача.

4. В базовой формуле современной модели САРМ используется отраслевой коэффициент «бета», рассчитываемый и отражаемый в Интернете по большим узкоотраслевым, но все-таки международным выборкам публичных компаний. В этой связи закономерны сомнения по поводу адекватности подобных коэффициентов для России.

Эти сомнения можно разрешить, если:

— иметь в виду, что в современной глобализированной мировой экономике страновая принадлежность центральных офисов или центральных компаний концернов, холдинговых групп уже не является решающим фактором, так как важнейшие бизнес-процессы публичных компаний (производство, закупки, продажи) зачастую происходят в других странах и регионах и осуществляются дочерними компаниями-резидентами соответствующих стран; в этом смысле,

например, смешно было бы говорить о том, что все компании, базирующиеся на Кипре, в Люксембурге, на Виргинских островах — это компании данных стран;

- все-таки корректировать используемый коэффициент $\beta_{отр}$ на соотношение пока еще несколько большей волатильности российского фондового рынка по сравнению с фондовыми рынками США, Европы и Китая; делать это в принципе допустимо, домножая базовый коэффициент «бета» на соотношение коэффициентов вариации индекса цен на российских биржах и самого большого общемирового (по охвату торгуемых компаний) индекса Доу Джонса; однако, думается, даже сейчас это было бы весьма небольшой корректировкой.

В связи с методологией определения ставок дисконтирования и коэффициентов капитализации, наконец, стоит заметить, что в последнее время даже в России по все большему количеству отраслей появляется практическая возможность использовать наиболее корректный метод выставления этих ставок — метод, который можно было бы назвать *прямым*.

Он заключается в том, чтобы в качестве упускаемой (при держании капитала в рассматриваемом бизнесе) выгоды i_t рассматривать доходность $R_{отр\ t}$ по будущим фиксированным доходам, которую можно было бы получить, если тот же капитал вложить в *корпоративные* долгосрочные облигации эмитентов из той же узко понятой отрасли и той же страны. Срок до погашения этих облигаций примерно совпадает со сроком возможного получения дисконтируемого дохода (денежного потока) из указанного бизнеса.

Сопоставимость по рискам бизнеса при этом обеспечивалась тем обстоятельством, что выплаты по долгосрочным корпоративным облигациям являются, согласно законодательству, первоочередными платежами из прибыли эмитентов подобных облигаций. Значит, весь вопрос заключается в том, сумеет ли компания-эмитент эти прибыли заработать. Если на рынке корпоративных облигаций в это мало верят, то спрос на облигации соответствующих эмитентов будет тоже меньше, их цена ниже, а доходность выше. Иначе говоря, рынок корпоративных облигаций — точно так же, как в отношении странового риска это делает рынок долгосрочных государственных облигаций — сам включает премию за риски бизнеса эмитентов корпоративных облигаций в их доходность (с учетом еще и срока, оставшегося до получения самого большого дохода в виде номинальной стоимости облигаций).

Оказывается, как видно из информации сайта «*rusbonds*» [12], в России достаточно ликвидными являются уже сотни выпусков долгосрочных корпоративных облигаций эмитентов из разных отраслей. Другими словами, появляется шанс на то, что если оцениваемая компания (проект) относится к той отрасли, где много ликвидных выпусков корпоративных облигаций, то удастся применить описанный «*прямой*» метод.

В основном в России сейчас размещаются и торгуются корпоративные облигации со сроками, оставшимися до погашения, которые не превышают 3-х лет. Этого вполне хватит, чтобы «*прямым*» методом выставлять ставки для дисконтирования ближайших по времени, но зачастую решающих денежных потоков оцениваемой компании.

Правда, на практике придется преодолевать одну серьезную трудность. Отраслевые выборки российских компаний-эмитентов облигаций небольшие, средними цифрами по доходности облигаций в отрасли, следовательно, пользоваться будет нельзя вследствие значительного разброса этих данных. Придется «заходить» на сайты ком-

паний-эмитентов, анализировать их финансовое состояние (основные коэффициенты по балансу) и в качестве «точки отсчета» брать доходности лишь тех российских компаний отрасли, у которых с оцениваемой компанией наблюдается сопоставимость их финансового состояния (коэффициентов по балансу).

Кроме того, придется сужать понятие отрасли, так как в России пока пользуются слишком нестрогим классификатором отраслей. Например, оценивая компанию из отрасли «Жилищное строительство, застройщики», придется отсеивать из предлагаемой на сайте «rusbonds» выборки по отрасли «Строительство» фирмы, специализирующиеся на дорожном строительстве, строительстве газопроводов, девелоперской деятельности и т. п.

В части сравнительного подхода

И общепринятая методология оценки, и федеральные стандарты оценки предполагают, что при использовании сравнительного подхода к оценке любого объекта за основу берется цена ближайших аналогов объекта оценки на открытом рынке. Применительно к оценке компаний это означает, что отталкиваться надо от цены акций компаний — ближайших аналогов на открытом рынке акций.

Наиболее важным здесь является именно момент открытости рынка, на котором — если он к тому же достаточно большой, ликвидный, со значительным количеством сделок — торгуются ближайшие аналоги. Именно в этом случае можно действительно доверять складывающейся цене. Если же на первое место ставить степень близости аналога, то наиболее близким аналогом вообще являются сами оцениваемые акции — так что окажется возможным навязывать прочим покупателям в качестве их рыночной стоимости те суммы, на которые согласились задолго до этого немногочисленные их прошлые покупатели, среди которых могли быть и аффилированные с продавцом лица.

Дело может дойти до того, что в принудительных выкупах акций одним миноритарным акционером будут навязывать в качестве обязательной выкупной цены за акции будто бы их рыночную стоимость, определенную согласно заключению оценщика (так называемый «метод прямых продаж», который, конечно, отсутствует в базовых учебниках) на уровне договорных цен в прямых сделках с компанией-эмитентом. На эти цены ранее согласились прочие миноритарные акционеры. А ведь им, может быть, просто были нужны хотя бы и меньшие, но «быстрые» деньги.

В своей экспертной деятельности нам приходилось встречаться даже с такими отчетами об оценке, по которым из-за их оспаривания обиженными миноритариями и упорства некоторых горе-оценщиков вкупе с жадностью заказчиков оценок годами тянулись судебные процессы.

Самое главное в сравнительном подходе, следовательно, заключается в том, чтобы были выбраны достаточно схожие действительно торгуемые ближайшие аналоги. В оценке бизнеса это означает, что необходимо найти информацию о современных ценах ликвидных акций публичных компаний той же отраслевой принадлежности.

Практикующие оценщики зачастую грешат тем, что недоиспользуют существующие для решения этой задачи современные информационные возможности, опираются на случайно попавшую к ним с помощью заказчиков оценок информацию о компаниях-аналогах. По-видимому, сказывается недостаток образования и навыков работы в Интернете.

В действительности общедоступен уже упоминавшийся отраслевой классификатор SIC, согласно которому нужно, во-первых, идентифицировать отраслевую принадлежность оцениваемой компании и, во-вторых, искать аналогичные публичные компании той же отрасли.

Классификатор SIC построен так, что к одной отрасли с четырехзначным цифровым кодом причисляются компании, удовлетворяющие трем критериям:

- профильная для них продукция предназначена для схожих конечных потребителей;
- для выпуска этой продукции требуются подобные специфические покупные ресурсы (материалы, компоненты, полуфабрикаты, труд определенных категорий персонала);
- специфическое имущество (специальное технологическое оборудование, технологии, используемая интеллектуальная собственность) компаний отрасли тоже должно иметь много общих признаков.

У компаний одной таким жестким образом определенной отрасли оказывается очень схожий бизнес, и это даже гораздо более существенно, чем разная страновая принадлежность компаний — тем более, что, как уже говорилось выше, в условиях глобализации мировой экономики воздействие последнего фактора вообще сглаживается.

Степень точности выделения отраслей согласно классификатору SIC такова, что, например, в сфере производства и производственных услуг существует более 500 отраслей, в сфере оптовой торговли — более 70, розничной торговли — более 50, производственных услуг — более 80 [13]. Это отрасли типа:

2092	PREPARED FRESH OR FROZEN FISH & SEAFOODS
2950	ASPHALT PAVING & ROOFING MATERIALS
3231	GLASS PRODUCTS, MADE OF PURCHASED GLASS
3561	PUMPS & PUMPING EQUIPMENT
4512	AIR TRANSPORTATION, SCHEDULED
5013	WHOLESALE-MOTOR VEHICLE SUPPLIES & NEW PARTS
5734	RETAIL-COMPUTER & COMPUTER SOFTWARE STORES
6035	SAVINGS INSTITUTION, FEDERALLY CHARTERED
6311	LIFE INSURANCE

При этом по каждой отрасли на сайтах бирж и в специализированных Интернет-ресурсах группируется информация о входящих в отрасль торгуемых компаниях, о цене акций и годовой (а также квартальной) отчетности этих компаний.

Есть же и такие отрасли, которые даже согласно классификатору SIC слишком широки — как, например производство автокомпонентов (MOTOR VEHICLE PARTS & ACCESSORIES, 3714). По ним, работая в Google Finance, можно получать информацию, сгруппированную по компаниям, входящим и в более узкие отрасли. Внутри отрасли 3714 это может быть такая подотрасль публичных компаний с торгуемыми акциями, как компании, специализирующиеся на производстве колес, дисков и крепежа для колес коммерческих автомобилей.

Для применения сравнительного подхода важно, что оценщикам уже как бы подготовлена вся необходимая им по соответствующей отрасли или подотрасли информация. И если, например, надо оценивать ЗАО «Волховский алюминиевый завод», в настоящее время специализирующийся на производстве из упрочненного алюминиевого проката колес, дисков и крепежа для колес автомобилей, то оценщик имеет возможность выйти на информацию, представленную в приводимой ниже таблице.

Таблица. Пример доступной в Интернете информации по публичным компаниям подотрасли (подотрасль «производство колес, дисков и крепежа для колес коммерческих автомобилей» внутри отрасли «автокомпоненты»)

Company name		Exchange	Currency	Price	Change	Chg %	Price history	Earnings per share	P/E ratio	Price-to-book ratio	Price-to-sales ratio	Mkt Cap	Enterprise value
ACW	Accuride Corporation	NYSE	USD	8.49	+0.24	2.91%		-0.30		1.46	0.40	401.46M	
SUP	Superior Industries In...	NYSE	USD	19.44	-0.29	-1.47%		2.46	7.91	1.16	0.65	528.21M	
TWI	Titan International, Inc.	NYSE	USD	25.53	+0.24	0.95%		1.16	22.04	2.64	0.70	1.08B	
MTOR	Mentor Inc	NYSE	USD	7.81	+0.26	3.44%		0.59	13.28		0.15	738.99M	
CVGI	Commercial Vehicle Gro...	NASDAQ	USD	12.00	-0.25	-2.04%		0.66	18.21	26.81	0.41	338.05M	
DAN	Dana Holding Corporation	NYSE	USD	16.20	+0.14	0.87%		0.94	17.31	2.44	0.32	2.39B	
FDML	Federal-Mogul Corporation	NASDAQ	USD	17.57	-0.03	-0.17%		-0.92		1.82	0.25	1.74B	
ZX	China Zenix Auto Int...	NYSE	USD	3.80	+0.05	1.25%		1.43	2.66	0.65	0.31	196.12M	
FSYS	Fuel Systems Solutions...	NASDAQ	USD	25.84	+0.03	0.12%		0.26	100.45	1.58	1.24	517.16M	
GNTX	Gentex Corporation	NASDAQ	USD	25.51	-0.05	-0.20%		1.14	22.36	3.54	3.55	3.68B	
MOD	Modine Manufacturing Co.	NYSE	USD	8.87	+0.07	0.80%		0.66	13.46	1.15	0.29	414.47M	

Источник: [14].

Здесь приведена лишь самая левая часть доступной таблицы, потому что на компьютере эту таблицу можно раздвигать — так что открывается еще примерно 20 столбцов со всей информацией из финансовой отчетности публичных компаний, которую они обязаны ежеквартально передавать в распоряжение фондовых бирж⁵.

Возвращаясь к сравнительному подходу, обратим внимание на столбцы «P/E ratio», «Price-to-book ratio» и «Price-to-sales ratio». В переводе на русский это как раз те ценовые мультипликаторы (соответственно, «Цена / Прибыль (чистая)», «Цена / Балансовая стоимость собственного капитала, т.е. чистые активы» и «Цена / Выручка»), которые нужны для нормального практического использования сравнительного подхода в его варианте «метод отраслевых коэффициентов».

⁵ Еще более широкие отраслевые выборки с аналогичной информацией можно получить, используя ресурс [15].

Оценщику остается лишь рассчитать тот среднеотраслевой коэффициент, который он собирается и считает наиболее обоснованным применить к оцениваемой компании, домножив на него либо ее чистую прибыль, либо рыночную стоимость чистых активов, либо выручку.

Само собой разумеется, рассчитывать нужно не среднеарифметическую, а средневзвешенную величину, используя в качестве весовых коэффициентов рыночную капитализацию компаний отрасли (подотрасли), которая характеризует объем рынков акций этих компаний и, следовательно, степень доверия к соответствующим рыночным данным. Недаром столбец с данными о рыночной капитализации компаний (Mkt. Cap. — см. таблицу) отрасли (подотрасли) в таблицах такого типа обычно для удобства расчетов соседствует со столбцами, где отражаются нужные оценщику ценовые мультипликаторы.

Можно также исключить из отраслевых выборок компании с явно завышенными или заниженными по сравнению с показателем статистической моды значениями рассматриваемых коэффициентов. Это вполне оправданно, так как необычно высокие или низкие соотношения цены акций и прибыли, чистых активов или выручки обычно объясняются тем, что в соответствующих компаниях происходит нечто необычное (реструктуризация, внедрение радикальных инноваций, назревает банкротство и т. п.).

В любом случае в России пора переходить на международную практику применения сравнительного подхода к оценке компаний, используя информацию, предусмотрительно для этой практики организованную и доступную в обычных (бесплатных) базах данных Интернета. Думается, что пришло время прекратить отговорки по поводу особенностей России в мировой экономике и следует просто лучше знать английский язык и Интернет.

В части затратного подхода

Если не затрагивать более специфическую оценку недвижимости, интеллектуальной собственности, машин и оборудования и оставаться только в пределах оценки бизнеса, то по данному поводу можно ограничиться тремя главными замечаниями.

Во-первых, в российской оценочной практике — и, к сожалению, почти во всех российских учебниках по оценке бизнеса (включая ранние издания автора) — к затратному подходу относят так называемый «метод чистых активов», когда рыночная стоимость компании оценивается по рыночной стоимости всех ее активов за минусом задолженности компании.

При этом разные виды имущества компании оценивают совсем необязательно на основе их восстановительной стоимости, т. е. затрат по их воссозданию. Затратный же подход потому и называется затратным, что по всем активам компании должна осуществляться оценка их восстановительной стоимости (по не подвергающимся износу видам имущества стоимость их замещения на новые активы является, по сути, частным случаем восстановительной стоимости).

Самое же главное заключается в том, что полученную оценку понимают как рыночную, а не ликвидационную стоимость компании, каковой она является в качестве суммы вероятной выручки от распродажи активов за минусом той ее части, которая пойдет на погашение задолженности.

На самом же деле рыночную стоимость чистых активов как балансовую стоимость собственного капитала компании с переоцененными активами надо было бы еще умножать на отраслевой коэффициент «Цена / Балансовая стоимость собственного капитала» (“Price-to-book ratio”) — так, как это делается в международной практике использования сравнительного подхода (об этом уже говорилось выше). И тогда это было бы составной частью сравнительного подхода к оценке компаний.

Во-вторых, если считать настоящую восстановительную стоимость активов, то следует не просто перевести в масштаб сегодняшних цен смету когда-то в прошлом имевших место работ по созданию (приобретению) рассматриваемого имущества. Надо выявить тот состав работ по его воссозданию, который на сегодня нужно было выполнить при воссоздании данного объекта. Например, восстановительная стоимость результатов НИОКР — это не просто фактическая их смета, пересчитанная на текущие цены и расценки. Если бы выполнять оцениваемые НИОКР сегодня, то, возможно, пришлось бы покупать лицензии на те заложенные в них технические решения, которые в прошлом не были защищены патентами на изобретения или полезные модели, а в настоящее время имеют патентную защиту.

И, наконец, в-третьих, все-таки чаще всего по причине принципиальной невозможности оценить восстановительную стоимость многих используемых в бизнесе активов от применения затратного подхода уважающему себя оценщику лучше было бы попросту обоснованно отказываться.

Подводя итоги, заметим, что, конечно, отечественная практика в оценке рыночной стоимости компаний находится еще в стадии становления. И дело не только в оценщиках. По мере накопления опыта (в том числе прохождения судебных процессов, в которых результаты оценки оспариваются) заказчики оценки тоже поймут, что не стоит экономить на оплате оценки рыночной стоимости компаний. Тогда бюджеты (сметы) оценки станут больше и в их рамках оценщики смогут более серьезно работать, прибегая по необходимости, например, к аутсорсингу маркетинговых исследований, оптимизации бизнес-планов компаний, финансового консалтинга и т. п.

Литература

1. Зарубинский В. М. К вопросу о справедливой стоимости акции // Финансовый менеджмент. 2009. № 6. С. 22–33.
2. Лейфер Л. А. Точность результатов оценки и пределы ответственности оценщика. URL: http://www.labrate.ru/leifer/lev_leifer_accuracy_and_appraiser-s_liability-2009-1.htm (дата обращения: 3.02.2009).
3. Черемушкин С. В. Как не ошибиться при оценке стоимости компании (проекта): соответствие дисконтируемых денежных потоков и ставок затрат на капитал // Финансовый менеджмент. 2010. № 6. С. 41–52.
4. URL: http://www.labrate.ru/laws/20070720_prikaz_mert_256_fso-1_appraisal-approaches.htm (дата обращения: 11.05.2012).
5. Booth R. A. Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings // The Journal of Financial Research. 2009. Vol. 1. P. 24–39.
6. Tobin J., William C. B. Asset Markets and the Cost of Capital // Economic Progress: Private Values and Public Policy (Essays in Honor of William Fellner) / eds R. Nelson, B. Balassa. Amsterdam: North-Holland, 1977. P. 235–262.
7. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 11.05.2012).

8. *Levy H., Cohen A.* On the Risks of Stock in the Long Run // *The Journal on Portfolio Management*, Spring 1998. Vol. 24, N 3. P. 60–69. URL: <http://www.ijournals.com/toc/jpm/24/3/doi/abs/10.3905/jpm.1998.409637> (дата обращения: 23.05.2012).

9. *Managing the Impact of Volatility in International Capital Markets in an Uncertain World*, Levy Economics Institute of Bard College, New York, WORKING PAPER NO. 558, April 2009. URL: <http://www.levyinstitute.org/publications/?docid=1131> (дата обращения: 23.05.2012).

10. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 1342 с.

11. *Pratt Sh.P., Grabowski J.* Cost of Capital: Applications and Examples. 4th ed. John Wiley&Sons, 2010.

12. URL: <http://www.rusbonds.ru/compare.asp> (дата обращения: 11.05.2012).

13. URL: <http://www.sec.gov/info/edgar/siccodes.htm> (дата обращения: 11.05.2012).

14. URL: <http://www.implu.com/sic/3714>; <http://www.google.com/finance?q=ACCURIDE+CORP> (дата обращения: 11.05.2012).

15. URL: <http://www.webstersonline.com> (дата обращения: 11.05.2012).

Статья поступила в редакцию 10 мая 2012 г.