

## **Российские IPO в 2010 году.**

**Вексин Игорь Владиславович**

*студент*

*Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова,*

*экономический факультет, Москва, Россия*

*E-mail: newspy@yandex.ru*

В предкризисное время множество российских компаний вышли на IPO. Объём привлечённых таким образом средств рос каждый год высокими темпами. Однако, кризис затормозил этот рост: в 2008-09 годы лишь крайне небольшое число российских компаний вышло на IPO. Однако, сейчас ситуация в плане IPO восстанавливается. Множество российских компаний рассчитывают привлечь подобным образом финансирование в 2010 году. В условиях мирового финансового кризиса, актуальным становится вопрос о том, насколько эти расчёты оправданы.

Причины, по которым российские компании собираются выйти на IPO, различны. В зависимости от них можно выделить следующие группы:

1. Компании, которым необходимо в ближайшее время (2010-11) расплатиться с долгами. Это крупные компании, часто, имевшие ранее доступ к зарубежному долговому рынку, а сейчас, не имея подобной возможности, вынуждены продать акции, чтобы погасить задолженность. К таким компаниям относится, например, ГК «Виктория», большинство долга которой должно быть погашено в 2010 и 2011 годах. Эти компании ограничены во времени и потому, постараются провести IPO как можно раньше.
2. Небольшие компании, которым не хватает средств для расширения бизнеса. Капитализация таких компаний обычно не больше 100 миллионов долларов. В докризисное время они могли бы привлечь деньги на долговом рынке, но сейчас единственной возможностью для них является выход на IPO.
3. В отдельную группу следует выделить государственные компании, привлекающие деньги как для покрытия бюджетного дефицита, так и для развитие бизнеса. Так, на биржах могут появиться акции дочерних компаний РЖД («Транстелеком», Первая грузовая компания и.т.д.), Алросы («Алроса-Нюрба», «Севералмаз»). Помимо полностью государственных компаний, могут быть проданы и пакеты акций компаний, уже обращающихся на биржах.

В связи с тем, что размещения только начались, после длительного периода затишья, IPO сейчас имеет следующие особенности.

1. Компании стремятся выйти на IPO как можно раньше. Причин для этого несколько. Во-первых, как уже говорилось выше, многим компаниям необходимо расплатиться с долгами. Во-вторых, компании боятся что дешёвые деньги закончатся.
2. В 2005-07 годы большинство компаний проводило размещение акций на Лондонской Фондовой Бирже. Сейчас многие российские эмитенты собираются выйти на Гонконгскую Фондовую Биржу. Связано это со следующими факторами:
  - a. Процедура листинга на Гонконгской бирже проще, чем на Лондонской, в частности, требуется меньший пакет документов.
  - b. IPO на Гонконгской бирже занимает значительно меньше времени, чем в Лондоне. Как уже было сказано, для многих компаний время имеет критическое значение.
  - c. Азия является крупным клиентом многих добывающих компаний, которых среди кандидатов на IPO большинство.
  - d. Гонконгская биржа в 2009 году заняла первое место по объёмам привлечённых на IPO средств.

3. Инвесторы настроены не так оптимистично, как во время бума IPO в 2006-07 годах. При принятии инвестиционных решений они будут ориентироваться на результаты уже прошедших IPO.

Было проведено исследование первого в 2010 году российского IPO – «Русала». Акции «Русала» были размещены на Гонконгской бирже в январе этого года. Цена размещения составила 10.8 гонконгских доллара. Таким образом, компания привлекла более 2 млрд. долларов США. В первый день объём торгов составил 188 млн. акций (из 1.6 млрд. выпущенных) и цена на них упала более чем на 10 процентов, составив 9.66 НКД. За месяц цена акций упала до примерно 8 гонконгских долларов. Столь значительное падение негативно сказывается на оценке инвестиционной привлекательности последующих эмитентов. Впрочем, западные эмитенты, вышедшие на IPO в 2009 году, в большинстве своём тоже торгуются в минусе.



Расчёты компаний, планирующих выход на IPO в 2010 году вполне оправданы. Значительный рост объёмов IPO происходит во всём мире, в том числе на европейских и азиатских биржах. Биржевые индексы растут, а следовательно, растёт и потенциальный объём привлечённых средств. Для компаний добывающей промышленности положительным фактором является также и рост цен на сырьё: согласно прогнозам цены на уголь в 2010 году повысятся на 60%, а на руду – на 30-40%. Из негативных факторов следует отметить снижение котировок акций после IPO, а также, возможность повышения процентных ставок к концу 2010 года, что приведёт к падению цен на акции.

### Литература

- 1) IPO: снова на арене. Татьяна Ланьшина, Евгения Обухова. D', 2010 №3
- 2) <http://www.hkexnews.hk>
- 3) <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=1619005>.

### Экономические основы использования инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов

*Водяников Дмитрий Андреевич*

*Студент*

*Финансовая академия при Правительстве РФ, Финансы и кредит, Москва, Россия*

*d.vodyannikov@gmail.com*

Во все времена ответственность за обеспечение общих условий и возможностей ведения общественной и хозяйственной жизни в том или ином регионе, то есть за создание, поддержание и модернизацию инфраструктуры возлагалась на государство.

Рост требований к таким объектам, сложность и дороговизна их строительства, вызывают объективную невозможность государства финансировать инфраструктурные проекты в необходимых объемах, что приводит к замедлению экономического и социального развития соответствующих регионов.

В подобной ситуации часть функций государства должен принять на себя частный капитал. Концепция частного финансирования инфраструктуры (Private Participation in Infrastructure – PPI[7]) подразумевает рассмотрение инфраструктурного проекта как отдельной компании и последующее применение к ней общих принципов корпоративного финансирования. В данной работе будут рассмотрены экономические основы выпуска инфраструктурных облигаций, как наиболее эффективного способа участия частного капитала в финансировании инфраструктурных проектов.

В силу отсутствия юридически закрепленного определения инфраструктурных облигаций, под ними будут пониматься облигации, выпускаемые от имени государства, муниципалитета, государственного или муниципального агента или частной компании, весь объем выпуска которых направляется на реализацию одного или нескольких инфраструктурных проектов.

Существует два основных вида инфраструктурных облигаций, отличающихся по источнику обеспечения выплат: доходные облигации (revenue bonds) и облигации под общие гарантии (general obligation bonds).

Источником выплат по доходным облигациям являются денежные поступления от коммерческого использования объекта инфраструктуры, в то время как выплаты по general obligation bonds гарантированы доходами соответствующего муниципального или регионального бюджета. Кроме того, в мировой практике зачастую выпускаются облигации, источник выплат по которым является смешанным.

Однако ключевым для успешности выпуска инфраструктурных облигаций является не столько их тип, сколько условия выпуска:

1. Степень участия государства: механизмы распределения рисков.

- Повышение рентабельности на частный капитал за счет установления минимальных требований доходности на государственные вложения.
- Государственные гарантии минимальной выручки от использования объекта и ограничение конкуренции (устранение рисков спроса)
- Возможность выпуска облигаций для рефинансирования затрат на строительство после завершения проекта (устранение строительных рисков)

2. Механизм повышения кредитного качества:

- Страхование риска дефолта с помощью кредитных дефолтных свопов (CDS) и/или специальных страховых компаний (monocline insurers)
- Кредитные гарантии государства или других организаций.

3. Валюта займа:

- Национальная валюта в случае ориентации на внутренний финансовый рынок
- Одна из ведущих мировых валют или региональная валюта в случае ориентации на международный рынок капитала
- Учет валютных рисков при отличии валюта займа и валюты входящих денежных потоков.

4. Налоговые льготы:

- Предоставление льгот инвесторам в инфраструктурные облигации позволит повысить их привлекательность и снизить стоимость капитала
- Налоговые льготы организации, реализующей инфраструктурный проект, позволит сократить срок его окупаемости

Выпуск облигаций является наиболее эффективным с точки зрения перераспределения рисков, гибкости, стоимости капитала способом финансирования

инфраструктурных проектов. Имеющиеся экономические основы их активного применения в России должны быть соответственным образом выражены в законодательстве, которое должно носить более гибкий характер, позволяя эмитентам устанавливать такие условия выпуска, которые будут учитывать все особенности инфраструктурного проекта. Другим направлением разработки законодательства должно стать повышения инвестиционной привлекательности инфраструктурных облигаций.

### **Литература**

1. Проект Федерального закона "Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций". [http://www.fcsm.ru/document.asp?ob\\_no=209962&](http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=209962&)
2. Adam Nicolopoulos. Innovative financing techniques: Project Bonds. The first infrastructure bond in Central and Eastern Europe. UBS Presentation, 2004. (Available at [http://www.moscowdebt.ru/common/en/conference\\_and\\_roundtables/conference/2004/Regions2004/RCRConf17052004\\_Panel1\\_UBS.pdf](http://www.moscowdebt.ru/common/en/conference_and_roundtables/conference/2004/Regions2004/RCRConf17052004_Panel1_UBS.pdf))
3. California State Administrative Manual. Доступен для просмотра по адресу: <http://sam.ca.gov/default>
4. Dominguez Jorge. Infrastructure Bonds in Chile. Presentation by Banco Santander Corporate Finance Latinamerica. Washington, D.C., 2003
5. Nishizawa Toshiro, Yoshino Naoyuki. Effectiveness of Infrastructure Investment and Revenue Bond. Presentation at Public-Private Partnerships in Infrastructure Days organized by World Bank Institute. Washington, D.C., 2008
6. Subsidizing Infrastructure Investment with Tax-Preferred Bonds. A joint Congressional Budget Office/Joint Committee on Taxation Study. Washington, D.C., October 2009.
7. Suk Hyun, Toshiro Nishizawa, Naoyuki Yoshino. Exploring the Use of Revenue Bond for Infrastructure Financing in Asia. JBICI Discussion Paper No. 15. July 2008.

### **Модель композитного индикатора как инструмента анализа состояния национального фондового рынка**

*Добровидова Ольга Геннадьевна*

*Студент*

*Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова,*

*экономический факультет, Москва, Россия*

*e-mail: dobrovidova@gmail.com*

В условиях макроэкономической нестабильности и кризиса финансовых рынков обостряются проблемы адекватности и эффективности существующих индикаторов состояния фондового рынка. Необходимость усовершенствования имеющихся систем раннего предупреждения кризисов очевидна, так как эти системы не зарегистрировали накопление рисков в мировой финансовой системе, которое вылилось в масштабные потрясения и "интоксикацию" балансов финансовых институтов. Кризис доверия к рейтингам независимых рейтинговых агентств и к другим общепризнанным индикаторам мирового фондового рынка актуализирует исследования в области разработки альтернативных методов оценки состояния рынка.

В то же время само понятие "состояние фондового рынка" является комплексным и включает в себя множество его параметров, многие из которых не сводятся к количественным переменным. Для характеристики таких комплексных явлений разработан инструментарий композитных индикаторов, представляющих собой наборы показателей, интерпретируемых как по отдельности, так и в совокупности. С помощью

таких показателей качество жизни, человеческий потенциал и другие комплексные явления оценивают экономические институты по всему миру, в частности, ОЭСР [3].

Автором работы предпринята попытка применить методологию построения композитных индикаторов к процессам на фондовом рынке в национальном масштабе и разработать модель такого индикатора, которая может стать основой более эффективных в соотношении "сложность-результативность" систем раннего оповещения.

В данной работе проверяются следующие гипотезы:

1. Состояние фондового рынка — комплексная его характеристика, включающая статические и динамические свойства и не сводящаяся к усредненному изменению цен акций, торгуемых на этом рынке;
2. В текущих условиях сводные фондовые индексы как индикаторы состояния фондового рынка несостоятельны;
3. Существует модель композитного индикатора, удовлетворяющего требованиям к оценке состояния как комплексной характеристики и при этом не обладающего недостатками фондового индекса.
4. Цель работы – разработать и обосновать модель композитного индикатора состояния фондового рынка национального масштаба.
5. Для достижения поставленной цели планируется решить следующие задачи:
6. Определить понятие «состояние фондового рынка» для целей данного исследования через анализ источников по рассматриваемой проблематике;
7. На основе проведенного анализа построить систему статических и динамических компонентов состояния фондового рынка;
8. Выделить преимущества, недостатки и границы применения сводных индексов как индикаторов состояния фондового рынка через анализ моделей их расчета;
9. Обосновать необходимость разработки альтернативного индикатора состояния фондового рынка;
10. Сформулировать требования к разрабатываемому композитному индикатору состояния национального фондового рынка;
11. Разработать теоретическую модель композитного индикатора и критерии оценки адекватности индикации состояния рынка;
12. Сформировать базу показателей, входящих в состав композитного индикатора, определив требования к ним, критерии отбора и первоначальную совокупность показателей;
13. Рассчитать значения композитного индикатора для отдельного национального фондового рынка;
14. С помощью ряда тестовых процедур показать соответствие разработанного индикатора определенным ранее требованиям и его адекватность как индикатора состояния рынка, подтвердив, таким образом, выдвинутую гипотезу о существовании модели композитного индикатора;
15. Определить границы применения композитных индикаторов при анализе состояния фондового рынка и других сегментов финансового рынка.
16. В работе теоретические результаты применяются к одному из наиболее развитых фондовых рынков — американскому; представлен сравнительный анализ рынка в докризисный и кризисный периоды с помощью традиционных инструментов (фондовых индексов, индикаторов технического анализа) и альтернативного индикатора — прообраза композитного индекса состояния фондового рынка.

#### Литература

1. Бельзецкий, А. И. Фондовые индексы : оценка качества / А. И. Бельзецкий .- Москва : Новое знание , 2006. — 309 с. ил.

2. Ковалев, В. В. Проблемы предупреждения кризисов на финансовом рынке / В. В. Ковалев ; под ред. Л. Н. Красавиной .- Москва : Финансы и статистика , 2008 - 181, [2] с. ил.
3. Nardo, M., Saisana, M., Saltelli, A. et al. Handbook on Constructing Composite Indicators: Methodology and User Guide // OECD, JRC European Commission, 2008. - 162 p.
4. Мансуров А. К. Построение системы индикаторов раннего предупреждения валютного кризиса: диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.05 / Мансуров Андрей Касимович; [Место защиты: Ин-т народнохоз. прогнозирования РАН]. - Москва, 2008. - 143 с. : ил.
5. Трунин П. В. Методологические подходы к разработке и обоснованию индикаторов-предвестников финансовой нестабильности в России: диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.01. - Москва, 2007. - 136 с. : ил.
6. Шерстянкина Н. П. Модели и методы анализа способов расчета фондовых индексов: диссертация ... кандидата технических наук : 05.13.18 / Шерстянкина Нина Павловна; [Место защиты: Байкал. гос. ун-т экономики и права]. - Иркутск, 2007. - 168 с. : ил.
7. Berg, A., Borensztein, E., Pattillo, C. Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice? // IMF Working Paper, Research Department, March 2004. - 45 p.
8. Boyd A. Composite Stock Market Index // Martin Capital Advisors, September 2008. - 2 p.
9. Piacquadio M., Redelico F. O. Multifractal analysis and instability index of prior-to-crash market situations // University of Buenos Aires, October 2009. - 14 p.
10. Шиян Д. В. Индекс скорости — новый взгляд на динамику фондового рынка / Д. В. Шиян // Рынок ценных бумаг, 2008. — №13. — С. 55-58
11. IVO — индекс волатильности фондового рынка России / М. Позняк, Брокерский дом «Открытие», май 2007. - 3 с.

**Иностраный спекулятивный капитал как один из основных факторов роста  
российского фондового рынка в 2009г.**

*Каёкина Марина Евгеньевна*

*студент*

*Ярославский государственный университет им. П.Г.Демидова,*

*экономический факультет, Ярославль, Россия*

*E-mail: [kayokina@list.ru](mailto:kayokina@list.ru)*

Прошедший 2009 год характеризовался бурным ростом на всех мировых фондовых площадках. Под влиянием процессов глобализации мирового хозяйства возникла беспрецедентная степень взаимозависимости национальных финансовых рынков, которая является следствием их открытости по отношению к внешнему миру. При этом центром мирового финансового рынка является финансовый рынок США, влияние информационных сигналов которого, формирует предпочтения портфельных инвесторов на российском и других рынках акций в отношении стратегий их поведения.

Отечественный фондовый рынок в 2009 году был одним из самых быстро растущих в мире. Российские индексы обогнали своих собратьев по БРИК в полтора раза. Цены на отечественные акции с начала года выросли более чем в два раза, притом, что фондовые индексы развитых стран выросли в среднем на 30-40 % за год.

В данной работе рассмотрены степень влияния факторов, вызвавших столь бурный рост фондового рынка России. Используются статистические и аналитические данные статистических служб и аналитических агентств, корреляционно-регрессивный и сравнительный анализ, что позволило прийти к нижеследующим выводам.

Несмотря на то, что практически на все события в мировой экономике фондовые рынки развивающихся стран реагируют более волатильно, по темпам роста и падения российский рынок превосходит практически все прочие, что подтверждает положительная корреляция фондовых индексов развитых стран и российского индекса РТС, расчетное значение которой составляет порядка 0,6. Зависимость отечественных индексов и индексов развивающихся стран меньшая, но всё же существенна — порядка 0,4.

Более высокая волатильность российского рынка связана с тесной корреляцией отечественных рынков с нефтяными ценами и курсом рубля. В процессе анализа выявлена обратная зависимость между курсом национальной валюты и индексом РТС. Расчетное значение корреляции равно -0,5. Значение корреляции изменения цены на нефть и индекса РТС составляет порядка 0,5. Во многом динамика цен на нефть в 2009 году вызвана ликвидностью, которую Центробанки планомерно вбрасывали в финансовую систему (около \$9 трлн.). Сохранение сверхнизких процентных ставок со стороны ключевых Центробанков мира окончательно наводнило финансовую систему ликвидностью, направившуюся на рынки в поисках большей доходности, а не в реальную экономику.

Особую роль в столь бурном росте российского фондового рынка сыграл приток иностранного капитала. Инвесторы возвращают часть капиталов на развивающиеся рынки в поисках высокой краткосрочной доходности. Решающую роль в развороте капитальных потоков играют рост цен на нефть и металлы, а также высокие процентные ставки и укрепление рубля. Причем последние два фактора одновременно угнетающе воздействуют на состояние нашей обрабатывающей промышленности.

За последний год наблюдалось заметное расширение клиентской базы и изменение ее структуры. В 2009 году доля частных лиц в общем объеме торгов на ММВБ составила 20%, а в объеме вторичных торгов акциями достигла 53%. Доля нерезидентов в объеме торгов на российском рынке в 2009 году увеличилась с 21% до 31,3% при возросших объемах торгов. Нерезиденты представляют более 90 государств из всех регионов мира.

На рубль оказывается избыточное давление, которое связано преимущественно с краткосрочным притоком капитала в страну. Из-за этого притока и наблюдается бум на фондовом рынке, хотя экономика находится в состоянии рецессии. Такие притоки капитала имеют негативные последствия в плане избыточного укрепления рубля, более низких темпов экономического роста, а также быстрого роста денежного предложения, что несет в себе угрозу увеличения инфляции, а значит относительно дорогой кредит, затрудняющий восстановление в обрабатывающей промышленности.

По общему мнению, когда мировая экономика начнет выходить из кризиса, развивающиеся рынки, к которым относится и Россия, восстановятся раньше остальных, в них будет перетекать капитал из развитых стран. Приток спекулятивного капитала в Россию в будущем еще более вероятен, он может усилить волатильность на российском рынке. Многие развивающиеся страны используют разного рода инструменты ограничения движения капитала, что создает еще большую опасность притока ликвидности в Россию.

Введение мер регулирования трансграничных операций малоэффективно и подрывает доверие инвесторов к политике Центрального банка и правительства РФ, а это в дальнейшем может сказаться на притоке долгосрочного капитала.

Поскольку Россия заявляет о переходе на свободное конвертирование национальной валюты, то меры контроля использовать нецелесообразно. Тем не менее, применение косвенных мер в виде установления специального режима обязательного резервирования по обязательствам перед нерезидентами в зависимости от сроков для банков и введение регрессивного налогообложения внешних займов для корпораций возможно. При этом нормы обязательных резервов для банков и налогообложение для

корпораций должны быть унифицированы, чтобы не было возможности арбитража и все находились в равных условиях

В свою очередь, снижение процентных ставок Банком России и переход к свободному курсообразованию может также создавать меньшую мотивацию для притока краткосрочного капитала в РФ. Приближение к свободному плаванию курса рубля означает меньшую мотивацию для операций carry trade, следовательно, меньшую мотивацию, чтобы движение краткосрочного капитала было стремительным, хаотичным и создавало бы то большие минусы, то большие плюсы в платежном балансе, соответственно, то изъятие, то предоставление ликвидности.

Таким образом, в качестве снижения волатильности и поддержания доверия инвесторов в долгосрочной перспективе, на пути краткосрочного капитала необходимо ставить достаточно адекватную монетарную политику. У Центробанка существуют инструменты для этого, не вводя капитальный контроль, - это снижение ставок и умышленное ослабление рубля, но без предупреждения.

### **Литература**

1. Осадчий Н. Российский фондовый рынок: стоимость, структура, динамика// *Мировая экономика и международные отношения.* - 2007.- № 12.- С. 35 - 44.
2. FINAM.RU- он-лайн портал инвестиционного холдинга «ФИНАМ» [Электронный ресурс]/: Последствия финансового кризиса напоминают эпоху падения Рима – режим доступа: <http://www.finam.ru/analysis/forecasts00F0A/default.asp>.
3. IFX.RU – он-лайн издание финансово-экономического блока Международной информационной Группы "Интерфакс" [Электронный ресурс]/: Налог Тобина vs "горячие" деньги – за кого голосует Россия? - Режим доступа: <http://www.ifx.ru/txt.asp?rbr=1491&id=1346206>.
4. QUOTE.RBC.RU- финансово-биржевой портал России [Электронный ресурс]/:– Режим доступа: <http://quote.rbc.ru/>

### **Трансмиссия кризисов на финансовом рынке в условиях финансовой глобализации**

*Лепешкина Ксения Николаевна*

*Аспирантка*

*ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»,  
кафедра международных валютно-кредитных и финансовых отношений, Москва,  
Россия*

*E-mail: ksenia.lepeshkina@gmail.com*

Бурный рост мирового финансового рынка в докризисный период привел к возникновению на нем ряда новых явлений, таких как: функциональная интеграция участников и появление новых глобальных игроков, разработка сложных инновационных инструментов, усиление взаимосвязей между сегментами финансового рынка, преобладание спекулятивных виртуальных сделок и снижение воспроизводственной основы возврата заемного капитала, а также новые риски в финансовой сфере, в том числе риск системного кризиса.

Отдельного внимания заслуживает процесс финансовой глобализации. Финансовая глобализация отнюдь не новое явление, однако, сейчас она приняла новые формы и масштабы. Финансовая глобализация обусловила отрыв капитала от производственной и национальной основы, неравномерное региональное распределение капитала и увеличение степени финансовой зависимости развивающихся стран, а также быстрое распространение кризисных явлений по странам и сегментам мирового финансового рынка.



В условиях финансовой глобализации кризисы на финансовом рынке передаются через цены финансовых активов, процентные ставки и условия кредитования, объемы и направления инвестиций. Цены активов являются главным каналом, через который кризисные явления на финансовом рынке передаются между странами в краткосрочном периоде, тогда как другие показатели - условия кредитования и направления инвестиций, начинают играть значительную роль в трансмиссии кризисных явлений в долгосрочном периоде. Характерно, что трансмиссионные механизмы обладают определенной асимметрией. Так, по подсчетам А. Галеси и С. Стерри, коэффициент влияния деятельности финансового рынка США на рынок еврозоны составляет 25%, тогда как ценовым движениям рынка еврозоны соответствует только 8% изменений цен на активы в США [2].

Можно выделить следующие механизмы передачи кризисных явлений на финансовом рынке между странами:

- деятельность ТНК, ТНБ, международных субъектов финансового рынка;
- общий кредитный и инвестиционный ресурс;
- эффект инвестиционного портфеля;
- финансовый арбитраж и спекулятивные стратегии;
- психологический и информационный канал.

ТНК, ТНБ, международные инвестиционные и хедж-фонды, оперирующие огромными средствами в разных странах и с трудом поддающиеся финансовому регулированию, могут своими действиями перенести кризис из одной страны в другие. Потребность в ликвидности для покрытия неудачных вложений в кризисных странах стимулирует сокращение инвестиций и вынужденные продажи активов в других странах, вызывая дефляционную спираль там.

Следующим каналом распространения финансовой нестабильности между странами является общий кредитный и инвестиционный ресурс. Так, в период Азиатского кризиса 1997-1998 гг. 54% тайских обязательств принадлежало японским коммерческим банкам. Японские банки, столкнувшись с ростом сомнительных долгов в Таиланде, стали отзываться краткосрочные займы в других странах – Филиппины, Индонезия, Малайзия, Корея. Банковский кредит в пяти странах ЮВА упал с +50 млрд. долл. до – 21 млрд. долл. что вызвало региональный кризис ликвидности [3]. Та же ситуация наблюдается на финансовых рынках сейчас. Основу роста многих развивающихся стран составляет капитал, привлекаемый на мировом финансовом рынке, и резкое сужение этих ресурсов провоцирует кризис.

Эффект инвестиционного портфеля заключается в том, что при потерях в одной стране инвесторы закрывают позиции на рынках с высокой корреляцией и сходным риском. На наш взгляд, трансмиссия кризисов возможна и при несхожести экономических характеристик. В условиях недостаточной информации и несовершенного наблюдения некоторые группы стран воспринимаются инвесторами как единый рынок – развивающиеся страны, страны одного региона, страны со схожей политикой или просто страны с высокой корреляцией.

В условиях либерализации рынков возможности арбитражных и спекулятивных сделок на мировом финансовом рынке огромны и быстро переносят падение цен на инвестиционные активы за национальные границы. Агрессивные стратегии хедж-фондов (в том числе carry trade) способствуют усилению нестабильности на финансовых рынках. Диверсификация финансовых портфелей и хеджирование макроэкономических рисков также приводят к стремительному распространению кризисов по странам.

Психологический фактор имеет большое влияние на функционирование современного финансового рынка. Информация о кризисе на финансовом рынке одной страны стимулирует инвесторов сокращать риски в общем по портфелю, снижает степень принятия рисков в целом и вызывает глобальную переоценку рисков. Более

того, глобализация рынка ценных бумаг делает неэффективным сбор информации по каждой стране ввиду высоких издержек, и стимулирует эффект стадного поведения.

Негативные импульсы на финансовом рынке одной страны передаются в другие и косвенно, через экономические связи и сокращение международного инвестиционного и потребительского спроса. Так, в современный кризис Германия и Франция пострадали от кризиса на мировом финансовом рынке больше через экономические связи и сокращение спроса на экспортную продукцию, тогда как англосаксонские страны сильнее ощутили проблемы на рынке ипотечных ценных бумаг.

Острота последствий кризиса и быстрота его распространения зависят от своевременности, взаимоувязанности и эффективности антикризисных мер, принимаемых мировым сообществом на наднациональном, государственном и корпоративном уровнях. Несомненно, что в условиях глобальной экономики для преодоления современного кризиса и предотвращения кризисных явлений в дальнейшем необходимы совместные действия развитых и развивающихся стран по разрешению накопившихся противоречий развития мирового финансового рынка, выявленных кризисом.

### Литература

1. Calvo G.A., Mendoza E. Contagion, Globalization, and The Volatility of Capital Flows // Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies. University of Chicago Press, 2000
2. Galesi A., Sgherri S. Regional Financial Spillovers Across Europe: A Global VAR Analysis. February, 2009. Режим доступа: [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0923.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0923.pdf)
3. Kaminsky G., Reinhart C. On Crises, Contagion, and Confusion. June, 1999. Режим доступа: <http://home.gwu.edu/~graciela/HOME-PAGE/RESEARCH-WORK/WORKING-PAPERS/contagion.pdf>

### Как повлиял финансовый кризис на подходы к оценке стоимости бизнеса?

*Малыхина Елена Александровна*

*Студент*

*Курский государственный технический университет,  
факультет «Строительства и архитектуры», Курск, Россия*

*E-mail: grayamor88@rambler.ru*

Все чаще у конкурентов, покупателей, поставщиков и инвесторов возникает вопрос: сколько стоит ваш бизнес и ваше предприятие? Ответ на него определяет уровень налаживания сотрудничества при принятии управленческих решений, что особенно актуально в условиях финансового кризиса.

Цель проводимого исследования – установить значимость всех подходов в оценке стоимости бизнеса в связи с финансовым кризисом.

Управляющему необходимо четко ориентироваться в используемых подходах и методах оценки, чтобы эффективно руководить кризисным бизнесом [5].

Методы оценки стоимости активов во время кризиса и в условиях стабильности не отличаются. Отличается приоритетность того или иного подхода для инвестора. Существуют три основных подхода к оценке стоимости предприятия: затратный, доходный и сравнительный [2]. В случае доходного подхода на первом плане стоит потенциальная доходность актива, перспективы его развития и пр. Данный подход включает в себя два метода оценки стоимости бизнеса: метод дисконтирования денежных потоков и метод капитализации прибыли. Поскольку эти методы предполагают прогнозирование величины денежных потоков предприятия (cash flow),

их актуальность в условиях кризиса сомнительна. Поэтому инвесторы вряд ли будут в период кризиса ориентироваться на подобные методы. При использовании данного подхода ситуацию усугубляют еще и курсовые сложности.

Второй классический подход к оценке стоимости – сравнительный. Он определяет стоимость предприятия на основании сравнения с ценой аналогичных активов на рынке. Сегодня некоторые инвесторы начинают больше ориентироваться именно на этот подход. Однако профессиональные оценщики считают, что в период кризиса этот метод скорее начинает работать как запускающий механизм рыночного падения [6].

Третий подход в оценке – затратный – рассматривает стоимость акций компании с точки зрения понесенных издержек. Именно этот подход в условиях глобального экономического кризиса называют единственно приемлемым. А именно – метод чистых активов и метод стоимости ликвидации [5].

Для стратегических же инвесторов, которым будет интересно и дальше развивать предприятие, наиболее приемлемым останется доходный подход к оценке [5]. Соответственно, будет обращать внимание на предполагаемый размер будущей прибыли компании, ее потребность в капитале и стратегическую значимость объекта покупки в масштабах всего бизнеса.

Практически всегда, а в условиях кризиса особенно, учитываются не только указанные выше традиционные подходы оценки, но и психология ценовых ожиданий, которые могут формироваться у потенциальных покупателей [6].

### **Литература**

1. Головнин М., Некипелов А. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // Вопросы экономики. 2010, №1.
2. Грабовый, П.Г. Экономика и управление недвижимостью / Под ред. П.Г. Грабового. М.: Изд-во «АСВ», 1999. – 568с.: ил.
3. Гринберг Р. Сегодняшний кризис – это «детские игрушки» // Программа «Мировая политика». 2009.
4. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М. 2005.
5. Исламова Н.В. Особенности стоимостной оценки кризисного предприятия // Финансовый менеджмент. 2008, №3. с. 20-27.
6. Роик Т. Оценка стоимости активов: какой метод выбрать сегодня? // ИнвестГазета. 2009, №1.

### **Развитие операций рефинансирования Центрального банка Российской Федерации**

*Мезенцева Т.С.*

*Студент*

*Тюменский государственный университет, Международный институт финансов, управления и бизнеса, Тюмень, Россия*

*E-mail: mezentseva\_tanya@mail.ru*

В условиях экономического кризиса выделился ряд ключевых вопросов, от решения которых в значительной мере зависит будущее банковского сектора России. Это процентные ставки, ликвидность, доверие к банковской системе, плохие кредитные портфели и рост неплатежей по кредитам.

В отличие от развитых стран ставка рефинансирования в России носит сугубо индикативный характер и влияет преимущественно на фискальные процессы (сбор пеней, налоговые сборы с доходов по кредитам). Она не способствует увеличению объемов кредитования, если при первых проявлениях кризиса зарубежные страны начали снижать учетную ставку, то Банк России постепенно повышал ее, в апреле

2009 года она достигла 12,5% и затем начала снижаться. Данная мера была принята для таргетирования инфляции и сдерживания оттока капитала из страны. Стремясь снизить инфляцию, Центральный банк предоставлял кредиты банкам под высокие процентные ставки. Коммерческие банки добавляли проценты за возросшие риски невозврата, маржу, и заемщику предоставлялись средства под 25-30% [3, 7]. Такая рентабельность характерна для единичного числа отраслей, поэтому реальный сектор экономики испытывал недостаток ликвидности.

В то же время сами банки не спешили направлять денежные средства на кредитования реального сектора экономики. В результате политики «плавной девальвации» рубля вложения в валюту некоторое время в условиях кризиса были выгодны, поэтому все свободные деньги, включая средства господдержки, банки переводили в валютные активы. В то же время Банк России с одной стороны давал деньги господдержки, кредитуя банки, а с другой стороны забирал их, продавая валюту из резервов.

Несмотря на то, что банки в большинстве своем использовали государственные кредиты не на кредитование экономики, а на спекулятивные операции по получению прибыли, для стабилизации банковского сектора необходимо повышать капитализацию банков. Для этого следует, хотя бы частично, освободить от налога на прибыль ту прибыль, которая идет на увеличение капитала банка, а не на дивиденды.

В настоящее время существует государственная поддержка в виде беззалоговых аукционов, однако она неэффективна из-за выбранных Банком России параметров кредитования. Критерий – наличие рейтинга международных рейтинговых агентств. Средние банки, особенно региональные, не имеют таких рейтингов и не потому, что не могут их получить, а потому, что это требует немалых затрат. Из более чем 1200 российских банков под этот критерий кредитования попало около 120, то есть 10% [2,10]. К тому же данные аукционы не гарантируют то, что деньги дойдут до реального сектора экономики.

Для увеличения объема операций рефинансирования следует расширить Ломбардный список Банка России и включить в него корпоративные облигации и векселя крупных компаний с высокими рейтингами международных рейтинговых агентств, бумаги региональных органов власти. Это будет способствовать более равномерному наращиванию ликвидности, ее притоку в неэкспортные отрасли и в регионы-эмитенты, территориальному и межотраслевому перетоку капитала.

Для повышения доверия населения к банковской системе уже приняты гарантии по депозитным вкладам в размере 700 тысяч рублей, однако можно было бы застраховать всю сумму вкладов, как это делается в других странах.

Сложнее ситуация сложилась с доверием банков к клиентам – юридическим лицам. Их финансовое положение ухудшилось, риск невозвратов возрос, банки закладывают это в свои процентные ставки. Высокие проценты, в свою очередь, повышают риски невозврата, – получается замкнутый круг. Именно поэтому необходима целенаправленная государственная политика, которая помогла бы решить данные проблемы.

В частности в целях преодоления сегментированности рынка межбанковского кредитования и снижения рисков потери ликвидности кредитными организациями можно применить ряд мер:

- совместно с Банком России выработать и внедрить систему эффективного управления риском ликвидности в кредитных организациях;
- выработать единые стандарты межбанковского кредитования, включая соответствующие обязательства участников, условия совершения сделок и правила расчетов;

- совместно с Банком России сформировать биржевую систему межбанковского кредитования на базе ММВБ [1,26].
- В дополнение к мерам по рефинансированию можно применить следующий ряд мер:
  - снизить ставку рефинансирования до 6-7% и установить, что ставка рефинансирования Банка России есть ставка его суточного кредита (кредита овернайт) и не выполняет фискальной функции. Ставки всех иных кредитов Центрального банка должны быть привязаны к ставке рефинансирования;
  - сформировать в Банке России единую прозрачную систему управления рисками в соответствии с международными нормами деятельности центральных банков.

В решении проблемы недостаточной защищенности российских банков перед рисками ликвидности, кроме мер по увеличению объемов рефинансирования Банком России, необходимо участие государственных институтов развития, в отношении которых нужно осуществить следующие действия:

- выработать стандарты кредитования коммерческими банками хозяйствующих субъектов, индивидуальных предпринимателей и физических лиц по государственным целевым кредитным программам, осуществляемым институтами развития;
- установить такие критерии и порядок рекапитализации и рефинансирования кредитных организаций государственными институтами развития, которые позволят участвовать в этом средним и малым финансово устойчивым банкам;
- использовать избыточные государственные резервы в целях расширения возможностей государственных институтов развития по рефинансированию кредитных организаций по целевым кредитным программам.

На основе данных мер можно усовершенствовать систему рефинансирования Банка России таким образом, чтобы она в условиях кризиса способствовала стабилизации не только банковского сектора, но и экономики в целом.

### **Литература**

1. Гамза В.А. О системе обеспечения ликвидности и рефинансирования кредитных организаций // Банковское дело. 2008, №6.
2. Нечаев А.А Схему рефинансирования надо менять// Банковское дело. 2009, №3.
3. Овчинникова О.П. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: ориентация на результат // Финансы и кредит. 2008, №26.
4. www.cbr.ru (Центральный банк Российской Федерации)

### **Тестирование 3-факторной модели Фамы и Френча на российском рынке капитала.**

**Пирогов Н.К.,**

*старший преподаватель,*

[npirogov@hse.ru](mailto:npirogov@hse.ru)

**Молодова Е.А.,**

*студентка магистратуры*

[emolodova@gmail.com](mailto:emolodova@gmail.com)

*Государственный университет - Высшая школа экономики, Факультет экономики  
Москва, Россия*

Эмпирические исследования показывают несостоятельность CAPM по сравнению с альтернативными моделями затрат на собственный капитал, среди которых важное место занимает 3-факторная модель Fama and French (1993). Она рассматривает премии за рыночный риск, размер компании и В/М в качестве факторов требуемой доходности.

Модель тестируется как на развитых (см. Fama and French (1993,1996,1998), Chan et al.(1998), Bossaerts and Fohlin(2000), Dimson (2003)), так и на развивающихся рынках (см., например, Rouwenhorst (1999), Barry (2002), Hart et al.(2003)). Статистика премий, а также коэффициенты модели публикуются аналитическим агентством Ibbotson Associates для расчетов ожидаемой доходности собственного капитала в так называемых “Книгах бета”. Данная работа посвящена тестированию классической 3-х факторной модели Фамы-Френча на российском рынке капитала.

Исследование проводится на выборке месячных данных по акциям 67 компаний из трех специализированных индексов ММББ за период с января 2005 по сентябрь 2009. Следуя методике Fama and French (1993, 1996), на первом этапе построены портфели на основе ранжирования компаний по рыночной капитализации ( $ME$ ) и соотношению балансовая-рыночная стоимость ( $BE/ME$ ). Рассматривается 4 портфеля: ВН (“big/high”) – портфель, составленный из акций компаний крупной капитализации с высоким значением  $BE/ME$ ; ВЛ (“big/low”) - портфель, составленный из акций компаний крупной капитализации с низким значением  $BE/ME$ ; СН (“small/high”) - портфель, составленный из акций компаний малой капитализации с высоким значением  $BE/ME$ ; СЛ (“small/low”)-портфель, составленный из акций компаний малой капитализации с низким значением  $BE/ME$ . В силу временной неоднородности данных и вариации показателей портфели переформируются ежемесячно.

На втором этапе строятся премии за размер и В/М. По каждому портфелю рассчитывается средняя доходность входящих в его состав акций на каждую дату. Акции входят в портфель с равными весами. Согласно формулам рассчитываются премии:

$$(1) \quad SMB = \frac{1}{2}(R_{SH} + R_{SL}) - \frac{1}{2}(R_{BH} + R_{BL})$$

$$(2) \quad HML = \frac{1}{2}(R_{SH} + R_{BH}) - \frac{1}{2}(R_{SL} + R_{BL}), \text{ где}$$

$SMB$  – премия за размер, рассчитанная как превышение доходности акций компаний малой капитализации над доходностью акций компаний крупной капитализации;  $HML$  – премия за В/М, спред доходности по акциям с высоким соотношением  $BE/ME$  и низким соотношением  $BE/ME$ ;  $R_{\_}$  - доходность соответствующего портфеля.

Для объяснения различий требуемых доходностей на капитал различных компаний на российском рынке проводится регрессионный анализ премий за размер и В/М согласно уравнению:

$$(3) \quad E(R_i - R_f) = \alpha_i + \beta_i * E(R_m - R_f) + s_i * E(SMB) + h_i * E(HML) + \epsilon_i, \text{ где}$$

$E(R_i - R_f)$  - избыточная доходность актива по сравнению с безрисковой ставкой;  $E(R_m - R_f)$  - избыточная доходность рыночного портфеля по сравнению с безрисковой ставкой;  $E(SMB)$  - ожидаемая доходность по портфелю, сформированному по фактору “размер”;  $E(HML)$  -ожидаемая доходность по портфелю, сформированному по фактору В/М.

Табл.1 Результаты регрессий по портфелям за период наблюдения янв. 2005-окт.2008

В данной таблице представлены коэффициенты регрессий, оцененных по 4 портфелям, составленных из 67 российских компаний за период янв.2005-окт.2008. По временному ряду для каждого из портфелей оценивалось уравнение (3’):

ВН (“big/high”) – портфель, составленный из акций компаний крупной капитализации с высоким значением  $BE/ME$ ;

BL (“big/low”) - портфель, составленный из акций компаний с высоким значением  $BE/ME$ ;  $E(R_{i,t} - R_{f,t}) = \alpha_i + \beta_i * E(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i * E(SMB_t) + h_i * E(HML_t) + \varepsilon_{i,t}$

SH (“small/high”) - портфель, составленный из акций компаний с низким значением  $BE/ME$ ;

SL (“small/low”)- портфель, составленный из акций компаний с высоким значением  $BE/ME$ ;

$\beta_i$  – рыночная бета;  $s_i$  – коэффициент в регрессии при премии за размер ( $SMB$ );  $h_i$  – коэффициент в регрессии при премии за В/М ( $HML$ );  $\alpha_i$  - константа модели, интерпретируется как средняя ошибка оценивания доходности;  $R^2$  - коэффициент детерминации.

Серым цветом отмечены ячейки со значимыми на 5% уровне значимости коэффициентами.

Variable	$\beta_i$	$s_i$	$h_i$	$\alpha_i$	$R^2$
BH	0.893	-0.124	0.472	0.004	90%
BL	0.726	-0.037	-0.173	0.008	70%
SH	0.726	0.963	0.827	0.008	90%
SL	0.893	0.877	-0.528	0.004	89%

Проведенный анализ показал, что премии за размер и высокое соотношение балансовой стоимости собственного капитала к его рыночной стоимости (В/М) являются значимыми факторами затрат на собственный капитал российских компаний и добавляют объясняющей силы фактору рыночного портфеля модели CAPM. По отдельным компаниям получены неоднородные результаты в отношении этих факторов: предсказательная сила модели для отдельных компаний варьируется и объясняет от 7% до 82% индивидуальной доходности, при этом чувствительность к премиям зависит от размера и соотношения  $BE/ME$ . Ошибки ценообразования в целом не являются значимыми так же, как и эффект января. Тестирование показало адекватность 3-факторной модели, что говорит о возможности применения этой модели ценообразования на финансовые активы на российском рынке. Тем не менее, по результатам статистического анализа премии за размер и В/М не являются значимыми из-за большой вариации данных и короткого временного ряда.

### Литература

1. Barry C.B., Golgreyer E., Lockwood L. and Rodriguez M., 2002. Robustness of size and value effects in emerging equity markets, 1985-2000. *Emerging Markets Review* 3, 1-30.
2. Bossaerts P., Fohlin C., 2000. Has the cross-section of average returns always been the same? Evidence from Germany, 1881-1913. *Social science working paper*
3. Chan L. K., Karceski J. and Lakonishok J., 1998. The risk and return from factors, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33(2), 159-188.
4. Hart, J. v. d., Slagter E., Dick van Dijk, 2003. Stock selection strategies in emerging markets, *Journal of Empirical Finance* 10, 105-132.
5. Dimson E., Nagel S., Quigley G., 2003. Capturing the Value premium in the United Kingdom. *Financial Analysts Journal*, pp.35-45
6. Fama E.F., French K.R., 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
7. Fama E.F., French K.R., 1996. Multifactor explanation of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*. Vol.LI,#1
8. Fama E.F., French K.R., 1998. Value versus growth: The international evidence, *Journal of Finance* 53(6), 1975-1999.

9. *Fama E.F., French K.R., 1997. Industry cost of equity. Journal of Financial Economics 33, 3-56.*
10. *Rouwenhorst K. G., 1999, Local return factors and turnover in emerging stock markets. Journal of Finance 54(4), 1439-1464.*

**Обоснованность инвестиционной оценки: проблема неявных допущений в рамках доходного и сравнительного подходов.**

*Патракеев Алексей Алексеевич*

*Аспирант*

*Ростовский Государственный Экономический Университет,*

*финансовый факультет, Ростов-на-Дону, Россия*

*E-mail: arxialex@list.ru*

Существует два подхода к инвестиционной оценке бизнеса: доходный и сравнительный. В случае инвестиционной оценки бизнеса затратный подход, как правило, не применим. Каждый из двух подходов включает в себя ряд моделей, объединенных общими принципами и допущениями. Необходимо отметить, что допущения, элиминирующие незначимые детерминанты объекта исследования являются неотъемлемой частью любой научной модели. В случае если значимые детерминанты заменяются допущениями, то результаты использования модели, описывающей определенное явление, будут с высокой вероятностью недостоверными. Таким образом, чтобы выделить наиболее важные факторы возможной недостоверности инвестиционной оценки, основанной на моделях доходного и сравнительного подходов, необходим анализ корректности использований их теоретических допущений.

Проанализируем допущения, используемые аналитиками для достижения данных условий в рамках теоретической модели DCF. Данные допущения должны способствовать удовлетворению, как минимум, трех базовых условий достоверности данной модели: 1) максимально корректного прогнозирования будущих денежных потоков в прогнозном периоде; 2) адекватного и полного учета уровня рисков, выраженного через ставку дисконтирования; 3) обоснованного определения параметров расчета постпрогнозного периода. Рассмотрим три допущения – детерминанты выделенных условий достоверности доходного подхода в рамках DCF модели:

1) Зачастую инвестиционные рекомендации строятся на новостях о сделках, заключенных оцениваемыми компаниями. В таких случаях ранее построенные модели DCF изменяется на основе новых данных об ожидаемых денежных потоках. (Юминов, 2009) Вместе с тем, такие оценки носят во многом условный характер в виду отсутствия данных о планируемых графиках платежей, существенно влияющих на денежный поток компании. В подобных случаях имеет место неявное допущение аналитика о реализации оптимального графика платежей, стандартных параметров сделки и отсутствия риска дальнейшего изменения условий. По мере поступления новой информации, уточняющей неизвестные ранее параметры сделок, данные модели могут многократно уточнения величины денежных потоков к получению.

2) Необходимо выделить, как минимум, два распространенных допущения используемых относительно ставки дисконтирования в рамках DCF-моделей. Во-первых, распространенным является допущение о неизменности уровня рисков в рамках прогнозного периода. Это допущение также носит неявный характер и не фиксируется в качестве мнения аналитика, однако находит свое применение в постоянном уровне требуемой доходности акционеров и кредиторов в рамках прогнозного периода. (Зотиков, 2008) Очевидно, что данное допущение не отражает действительность в виду постоянного изменения уровня процентных ставок в экономике. Фактически, отмеченное допущение является также неявным допущением неизменной



эффективности рынков капитала. Во-вторых, более явное допущение эффективности фондового рынка проявляется также через используемую модель средневзвешенной стоимости капитала – WACC (Лямин, 2009), применяемой в качестве ставки дисконтирования при оценке методом дисконтирования свободных денежных потоков фирмы (FCFF). Однако, использование концепции эффективности рынка в качестве допущения, которое не подкреплено дополнительным обоснованием, представляется некорректным в виду существенного различия принципов ценообразования на эффективном и неэффективном рынке. Именно поэтому, значимой частью анализа, включающего допущение об эффективности рынка, должно являться тестирование гипотезы эффективности рынка (Дамадаран, 2007, с.8).

3) В инвестиционных рекомендациях российских аналитиков постпрогнозная стоимость может занимать существенную долю совокупной стоимости компании. Согласно выборке, проведенной оценщиками компании «Оценка крупных предприятий», наиболее распространенное соотношение «постпрогнозная стоимость/общая оценочная стоимость предприятия по методу DCF» составляет 70% (Тришин, 2008). Вместе с тем, эмпирически обоснованное ограничение данного соотношения более чем в три раза меньше, и составляет 20% (Чиркова, 2009). Таким образом, во многих инвестиционных рекомендациях определяющее влияние на стоимость компании оказывают параметры, получаемые на основе профессиональных суждений, а не объективного количественного анализа. Проведенный анализ показал, что наиболее значимой неявной предпосылкой является допущение об определяющем влиянии постпрогнозного периода на стоимость компании. Таким образом допущения, наличие которых объективно обусловлено математической структурой модели DCF, представлены в неявном виде.

Необходимо отметить, что в доходном подходе неявный характер допущений обусловлен трудностями прогнозирования, информационной асимметрией и, в отдельных случаях, стандартами оценки институциональных инвесторов. То есть объективно необходимые предпосылки и допущения оформляются, как правило, в неявную форму в виду сложности их количественного обоснования. В случае сравнительного подхода неявные допущения (сопоставимости аналогов и справедливой оценки аналогов) заложены на уровне самого метода. Невыполнение допущения о сопоставимости компаний может быть отчасти компенсировано проведением корректировок. В то же время допущение эффективности рынка в случае применения сравнительного подхода принимается верным во всех случаях, поскольку согласно п. 5.14.1.4.6. Международных Стандартов Оценки при использовании цен аналогов, необходимо учитывать цены на дату оценки, то есть текущие цены.

Проведенный анализ показал, что ключевыми фактором при определении «справедливого» уровня рыночной стоимости, становятся не фундаментальные финансово-экономические параметры, а неявные допущения относительно их изменения, применимые в широких рамках субъективных суждений и наиболее распространенных ожиданий. Данная закономерность фактически элиминирует ключевую предпосылку инвестиционной оценки – существование стоимости компаний, которая не зависит от ожиданий рынка. Выявленная проблема обуславливает задачу совершенствования методологии инвестиционной оценки, согласованной с изначально заложенными в неё принципами.

### Литература

1. Дамадаран А., Инвестиционная оценка (пер. с англ.). М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 11.
2. Зотиков О. ТГК: Изменение к лучшему пока впереди»// <http://stocks.investfunds.ru/analitics/download.php?id=3808>

3. Лямин М. РусГидро: кризис не помеха для роста // <http://fincake.ru/stock/reviews/14208/download/12400>
4. Тришин В.Н. Оценка предприятий финансовыми аналитиками и независимыми оценщиками: разница в подходах и результатах. // Вопросы оценки. 2008. №4.
5. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии, 2-е издание. М.: Альпина Бизнес Бус. 2009. С. 139.
6. Юминов К. Поглощение БТС сделает «глобалтранс» крупнейшим оператором нефтяных цистерн, рекомендация «покупать», потенциал роста акций 75% // <http://fincake.ru/stock/investideas/1809>

### **Смена целей денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации как способ решения проблемы внешнего частного долга России.**

*Пенкин Сергей Александрович*

*Аспирант*

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова,  
экономический факультет, Москва, Россия

E-mail: [sergepenkin@list.ru](mailto:sergepenkin@list.ru)

Динамичный рост внешней частной задолженности Российской Федерации, выросшей с 31,4 млрд долл. США в начале 2001 г. до 447,7 млрд долл. США [4] к началу 2009 г., был обусловлен различными факторами.

Важнейшим из них является крайне несовершенный внутренний рынок капитала, не способный удовлетворить потребностей российских корпораций в достаточном объеме долгосрочных и доступных по стоимости долговых ресурсов. В то же время политика низких процентных ставок, инициированная в начале 2000-х гг. ФРС США и поддержанная ведущими мировыми центральными банками, позволила иностранным инвесторам иметь достаточно средств для активного кредитования российские компании.

Благоприятная конъюнктура на мировых рынках сырья и финансов, либерализация российского законодательства в сфере международного движения капиталов и динамичный экономический рост России способствовал активному накоплению внешней частной задолженности на фоне значительного сокращения государственного долга и роста международных резервов. При этом отечественная финансовая система оставалась недокапитализированной даже по формальным критериям: коэффициент монетизации отечественной экономики (отношение денежного агрегата М2 к ВВП) в течение многих лет не превышал 40%, в то время как нормой для развитых стран считается значение от 70% до 100% [1].

Длительное время считалось, что масштабные внешние заимствования российского бизнеса являются положительным процессом. Однако мировой финансовый кризис, острая фаза которого началась осенью 2008 г., сделал очевидными многочисленные риски, связанные с финансированием со стороны нерезидентов. Валютные и законодательные риски, связанные с обслуживанием кредитов в период экономической нестабильности, массовые потери залогового обеспечения по иностранным кредитам, резкое снижение валютной выручки – эти крайне опасные явления для финансовой стабильности как компаний, так и национальной экономики в целом сделали крайне актуальным решение вопроса о способах реструктуризации внешней корпоративной задолженности. Несмотря на то, что в настоящий момент российские компании успешно погашают и реструктурируют свою внешнюю задолженность, а на мировом рынке капитала продолжается рост деловой активности, сложно ожидать, что в будущем российская экономика сможет привлекать столько же ресурсов, как и в предыдущие годы.

Мировой опыт свидетельствует, что развитая экономика опирается на эффективный и доступный внутренний финансовый рынок, а иностранные ресурсы не заменяют, а дополняют его. Следовательно, для модернизации экономики России требуется создание внутреннего (рублёвого) рынка капитала, способного удовлетворить потребности в финансировании максимального числа отечественных компаний. Для достижения этой цели следует предпринять целый комплекс мероприятий.

В первую очередь, должны быть пересмотрены принципы проводимой Банком России денежно-кредитной политики. В настоящее время деятельность ЦБ РФ в основном сосредоточена на поддержании оптимального курса рубля по отношению к бивалютной корзине. Как уже отмечалось, российское законодательство не налагает серьёзные ограничения на трансграничные перемещения капитала. В итоге, согласно многократно эмпирически подтверждённой гипотезе «Невозможной троицы» – выводу из модели Манделла-Флеминга [3] – Банк России крайне ограничен в возможностях проведения независимой денежно-кредитной политики, подразумевающей эффективное управление процентными ставками.

Другая цель ЦБ РФ – недопущение высокого уровня инфляции – обусловила жёсткий контроль с его стороны за денежной базой и её систематическое занижение по сравнению с потребностями экономики России. Нехватка рублёвых средств делала предоставляемые российскому бизнесу финансовые ресурсы в национальной валюте крайне дорогими и короткими, вынуждая самые крупные компании активно выходить на внешние рынки капитала.

Соответственно, для создания внутреннего финансового рынка необходимо постепенное наращивание объёма денежной массы за счёт увеличения денежной базы и повышения эффективности механизма денежной мультипликации. Для этого на ЦБ РФ надо наложить ответственность за ряд макроэкономических и финансовых индикаторов, таких как ставки по долгосрочным корпоративным и ипотечным кредитам [2].

Кроме того, Правительству и Банку России следует совместно предпринять меры по созданию тренда на понижение стоимости долговых ресурсов для конечных заёмщиков. В частности, в развитых странах давно и успешно применяется система, при которой казначейство эмитирует сверхдолгосрочные облигации, а центральный банк выкупает их и посредством купли/продажи данных ценных бумаг на открытом рынке управляет уровнем ликвидности и процентными ставками в экономике.

Проводимые меры позволят активно воздействовать на стоимость ресурсов, создать условия для формирования внутренних долгосрочных ресурсов и расширить процессы кредитования внутри страны. Ориентация денежно-кредитной политики Банка России на создание доступного рынка капитала и её последовательная реализация зададут положительный тренд ожиданий в отношении доступности и срочности финансовых ресурсов, что приведёт к минимизации маржи риска в экономике.

Создание в России эффективной финансовой системы позволит значительно уменьшить зависимость экономики и отдельных компаний от внешних источников фондирования и создаст предпосылки к качественному и более сбалансированному экономическому росту.

### Литература

1. Пенкин С.А. Российские компании на мировом рынке капитала: направления и формы привлечения финансовых ресурсов. – М.: МАКС Пресс, 2009. С. 19.
2. Доклад Ассоциации российских банков «Модернизация банковской системы России в посткризисный период: банкизация как необходимое условие» / Под ред. Тосуняна Г.А. – М.: ООО «Издательство “Квартет-Пресс”», 2010. С. 17
3. Krugman, P.R.; Obstfeld, M.: International economics: theory and policy, 2004, p. 700.

4. Банк России. Международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2001-2009 гг.: иностранные активы и обязательства на начало года. URL: [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/iip\\_rf.htm](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/iip_rf.htm) (дата обращения: 28 февраля 2009 г.).

#### **Как повлиял финансовый кризис на подходы к оценке стоимости бизнеса?**

*Перевалова Ксения Александровна*

*Аспирант*

*Государственный университет – Высшая Школа Экономики,  
экономический факультет, Москва, Россия*

*E-mail: k.perevalova@gmail.com*

Мировой финансовый кризис, несомненно, повлиял на цели и инструменты оценки бизнеса. Сегодняшняя ситуация требует от специалистов в сфере оценки детального анализа рыночных показателей и показателей деятельности оцениваемой компании, а также проецирования сценариев развития кризиса на будущую деятельность каждого предприятия. Далее перечислены основные сложности оценки бизнеса в текущих рыночных условиях.

1. В большинстве случаев бизнес оценивается не с инвестиционной целью, а с целью реструктуризации бизнеса, поиска долгового финансирования или принятия решения о реструктуризации проблемной задолженности [Малышев О., 2009].
2. Меняется приоритетность подходов. На первый план выходят доходный и затратный подходы. **Сравнительный подход** стал менее достоверным из-за резкого сокращения объемов торгов и падения котировок. Как следствие, капитализация компаний значительно снизилась, а в некоторых случаях опустилась ниже стоимости чистых активов. Падающая капитализация, а также слабые финансовые результаты по итогам 2008 года привели к снижению значения мультипликаторов, используемых для оценки рыночной стоимости [Малышев О., 2009].
3. В случае использования сравнительного подхода в текущей рыночной ситуации необходимо делать поправки на значения специализированных мультипликаторов (например, в торговле - отношение стоимости бизнеса к торговым площадям или количеству магазинов) [Аканов А., Медведев В., 2009].
4. **Доходный подход.** Известно, что ключевыми факторами оценки бизнеса являются: выручка и ее динамика, рентабельность, ставка дисконтирования и долг [Щербакова, с.9]. В период неопределенности на них следует обращать особое внимание. Доходный подход является более предпочтительным, однако и в этом случае перед оценщиком встанет ряд проблем. Основная из них – это сложность построения денежных потоков, особенно прогнозирования доходов и рисков.

«Из-за общего влияния кризиса и «проседания» многих отраслей ретроспективные объемы и показатели деятельности компаний не соответствуют аналогичным показателям 2009-2010 гг.» [Синогейкина Е.Г. и др. 2009, с.30].

Из-за резкого снижения показателей прибыльности и рентабельности, денежные потоки не отражают потенциал стоимости компании [Синогейкина Е.Г. и др. 2009, с.30].

Все это приводит к сложностям в составлении прогнозов в отношении развития бизнеса.

В случае построения прогноза, он остается в достаточной степени субъективным, поскольку риски могут быть переоценены. Необходимо придерживаться более консервативного сценария.

При прогнозировании денежных потоков представляется необходимым учет следующих факторов: рост процентных ставок по привлеченным денежным средствам, вероятность досрочного погашения обязательств, изменение конъюнктуры рынка, снижение спроса на товары, работы и услуги.

1. Бизнес-планы и планы развития, разрабатываемые на предприятиях, которые являются ориентиром для оценщика, составлялись в своем большинстве в докризисный период и не пересматривались с учетом сложившихся экономических реалий. В условиях волатильного рынка они быстро теряют свою актуальность [Синогейкина Е.Г. и др. 2009, с.30, 33].
2. Отсутствие достоверных и утвержденных прогнозов основных макроэкономических показателей (в т.ч. обменных курсов валют), а также показателей развития отрасли или региона на среднесрочную и долгосрочную перспективу.
3. В связи с оттоком денежных средств из-за необходимости досрочного погашения обязательств и роста процентных ставок по безрисковым активам и заемным средствам, ставка дисконтирования существенно возрастает [Синогейкина Е.Г. и др. 2009, с.30]. Сегодня данный показатель должен составлять не менее 18-20% [Аканов А., Медведев В., 2009].
4. **Затратный подход.** При расчете стоимости активов в условиях кризиса необходимо обратить особое внимание на: основные средства, запасы, дебиторскую задолженность, финансовые вложения, денежные средства, кредиты и займы и кредиторскую задолженность. Необходим более детальный анализ оценки стоимости всех активов и обязательств [Аканов А., Медведев В., 2009].

Для некоторых специфических активов может не существовать рынка. Примером таких активов могут служить: сложное и дорогое оборудование, НМА, дорогостоящие имущественные комплексы. Ликвидность рынков снизилась в результате кризиса, и оценка таких активов требует ещё больших усилий.

В рамках оценки бизнеса оценка недвижимости также сопряжена с рядом трудностей, связанных с негативными тенденциями рынка. Вот основные из них:

- увеличение сроков экспозиции объектов на рынке;
- предложение на большинстве рынков превышает спрос;
- неравномерное изменение цен, высокий разброс цен на объекты;
- прибыль предпринимателя близка к нулю.

В заключение доклада будут предложены пути решения сложных вопросов, которые возникают в процессе оценки бизнеса в условиях неопределенности.

### Литература

1. Аканов А., Медведев В. Особенности оценки бизнеса в условиях кризиса. Журнал «Генеральный Директор» №2, 2009 [Электронный ресурс] / Интернет издание GAAP.RU. Ред. Александр Курников - Электрон. дан. - М. - Режим доступа: <http://gaap.ru/biblio/corpfm/evaluation/043.asp> - Загл. с экрана.
2. Малышев О. «Сегодня единого подхода к оценке компаний не существует» [Электронный ресурс] / – Глав. ред. Леонид Б. - М.: Информационный портал «Slon.ru», 2009 - Режим доступа: <http://slon.ru/articles/2975/>. - Загл. с экрана.
3. Синогейкина Е., Лахин Ю., Золотов В., Кондратенко П., Дарсания С., Попов Е., Гришина Э., Дроздова С. статья «Краткий опрос». Бюллетень «Оценочная деятельность», №2 2009, с.30-33 [Электронный ресурс] / - М.: сайт сообщества оценочных компаний «СМАО», 2009. - Режим доступа: <http://smao.ru/files/magazine/2009/02/30-33.pdf>. - Загл. с экрана.

## Посткризисная модернизация банковской системы в России

*Саркисян Марина Владимировна*

*Студентка*

*Южный Федеральный Университет,*

*экономический факультет, Ростов-на-Дону, Россия*

*E-mail: [marinka44\\_91@mail.ru](mailto:marinka44_91@mail.ru)*

Хотя причины российского банковского кризиса 2008-2009 гг. лежат далеко за пределами страны, но ему предшествовали и внутренние процессы, в частности снижение государственного контроля за масштабными внешними заимствованиями отечественных банков. Экономический кризис серьезно изменил стартовые позиции России в обеспечении модернизационного рывка - социально-экономическая ситуация ухудшилась практически по всех направлениях [1]. Однако с третьего квартала 2009 г. российская экономика постепенно выходит из острой фазы кризиса, о чем свидетельствует возобновление ее роста. Во втором полугодии 2009 г. прирост ВВП (с учетом сезонности) составил около 3 % [7]. Но проблемы, возникшие в банковской сфере, не исчезли, что требует оценки стратегии ее посткризисного развития и разработки мер по ускорению модернизации банковского сектора.

Анализ данных рейтингового агентства «Эксперт РА» и исследований Ассоциации Российских Банков показывает, что адекватность банковской системы современным потребностям экономики и общества определяется, прежде всего, устойчивостью ее многоуровневой архитектуры, предполагающей тесное взаимодействие нескольких эшелонов в целях обеспечения эффективного функционирования каналов перетока ликвидности и технологий между кредитными организациями разного размера и специализации. Наличие на банковском рынке изолированных эшелонов препятствует перетоку ликвидности и делает систему в целом менее устойчивой. В частности, изолированные эшелоны межбанковского рынка должны быть, на наш взгляд, заменены каскадом уровней, благодаря которому избыточная ликвидность крупнейших банков будет переходить к менее крупным специализированным банкам. В настоящее время на межбанковском рынке сложились четко эшелонированные взаимосвязи крупных банков работают с крупными, средних - в основном со средними. При формировании посткризисной архитектуры банковского рынка важно избежать как дробления банковской системы на изолированные, слабо обменивающиеся ликвидностью и технологиями сегменты, так и чрезмерного упрощения ее структуры из-за исчезновения каких-либо групп. Каждая из существующих групп банков играет важную роль на макро- (крупные государственные, иностранные, частные банки), мезо- (крупные и средние региональные банки, отраслевые банки) и микроуровне (небольшие кредитные организации).

Минувший год показал, что без кредитования, т.е. под кредиты с двузначными процентными ставками невозможно нормальное развитие производства, ипотеки, всей экономики. Поэтому в 2010 г. целесообразно, на наш взгляд, сконцентрировать внимание финансовых властей на проблемах процентной политики, "плохих" долгов, капитализации банков, страхования банковских активов [2].

Наряду с мерами по рекапитализации крупнейших российских банков, предусмотренными Федеральным законом № 181 от 18.07.2009 «Об использовании государственных ценных бумаг Российской Федерации для повышения капитализации банков», необходима программа по повышению капитализации средних региональных банков, которая позволит банкам -региональным лидерам реализовать ключевое преимущество – знание среднего регионального бизнеса. Программа докапитализации в рамках 181-ФЗ рассчитана на поддержку крупнейших банков. В соответствии с ней часть средств должна предоставляться на 10-15 лет, что будет способствовать не только

стабилизации, но и развитию банковской системы. Чтобы избежать фактической национализации банковского сектора, целевой аудиторией программ докапитализации должны стать частные банки, собственники которых заинтересованы в развитии своего бизнеса.

Минимальная потребность в докапитализации оценивается агентством «Эксперт РА» в сумму 800 млрд руб., что составляет примерно 20% совокупного капитала банковской системы [6]. С учетом того, что уже сейчас более 45% капитала банков контролируется государственными структурами, слишком жесткая схема докапитализации может привести к фактической национализации банковской системы, что угрожает ее эффективности в долгосрочной перспективе. Поэтому все варианты докапитализации частных банков должны предусматривать минимизацию вмешательства государственных структур в оперативное управление.

Быстрый рост финансового сектора должен сопровождаться развитием механизмов, снижающих его чувствительность к внешним и внутренним шокам [6]. С учётом «просрочки», составляющей уже 1 трлн. руб., капитализация банковской системы становится одной из самых насущных проблем. В настоящее время предлагается вывести из-под налогообложения средства, направляемые на капитализацию банков, в соответствии с сокращением программы субординированных кредитов.

Также остаются насущными проблемы «плохих долгов» и высоких ставок по кредитам и депозитам [4]. Политика Центрального Банка, увеличившего ранее ставки на беззалоговых аукционах до 19%, привела, в свою очередь, к тому, что ставки по депозитам достигли 20%. Сегодня банки не могут одновременно отказаться от исполнения своих обязательств, резко понизить ставки.

Ожидающийся приток в Россию спекулятивного иностранного капитала обостряет проблему предотвращения надувания пузырей на финансовом рынке и требует жесткого контроля финансовых регуляторов при оживлении экономики. Введение повышенных норм резервирования по средствам, привлеченным из-за рубежа, - один из возможных механизмов, который поможет снизить чрезмерную волатильность трансграничных потоков частного капитала и будет стимулировать формирование финансовой системы, ориентированной на мобилизацию внутренних сбережений [5].

Таким образом, проведенное исследование показало, что модернизация банковской системы в посткризисный период предполагает развитие взаимодействия российских банков с центральными банками других стран, включая ключевые шаги на пути превращения рубля в региональную резервную валюту – налаживание мультивалютных расчетов и проведение совместных валютных интервенций [3]. Вместе с тем успех международных усилий России во многом будет зависеть от внутренней макроэкономической ситуации. Важнейшие условия успешного посткризисного развития российских банков – модернизация инфраструктуры финансового рынка и действенные усилия по диверсификации экономики.

### Литература

1. Захаров А. Мировой финансово-экономический кризис и возможные пути его преодоления // Российский внешнеэкономический вестник. 2009. №3
2. Котляров М. Финансовая система России в программе антикризисных мер правительства // Финансы и кредит. 2009. №18(354)
3. Основные направления антикризисных действий правительства Российской Федерации на 2010 год // [www.gov.ru](http://www.gov.ru)
4. Тосунян Г.: Банкам в 2010 г. предстоит решить ряд системных проблем // <http://www.allmedia.ru/headlineitem.asp?id=612157>
5. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации: <http://www.cbr.ru>

6. Предложения к Стратегии развития банковского сектора на 2009-2012 гг. // <http://www.raexpert.ru/strategy/concept2009/>
7. Федеральная служба государственной статистики России // <http://www.gks.ru>

### **Как определить затраты на капитал (требуемую доходность) в условиях неопределенности**

*Сентюрова Анастасия Алексеевна*

*студентка*

*ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве РФ»,  
факультет бухгалтерского учета, анализа и аудита, Москва, Россия*

*E-mail: asenturova@mail.ru*

Требуемая доходность – необходимый компонент расчетов при оценке эффективности деятельности фирмы. Ставка требуемой доходности характеризует стоимость привлечения компанией источников финансирования, необходимых для осуществления ее деятельности.

Среда функционирования любой организации не является объектом, характеристики которого заранее определены и известны, тем более, когда речь идет о прогнозировании на средне- или долгосрочный периоды. Осуществление деятельности в условиях неизвестности является абсолютно нормальным явлениям для любой компании.

Неизвестность среды, в которой функционирует организация, может проявляться в двух аспектах. Первый из них – это ситуация риска, а второй – ситуация неопределенности. В экономической литературе два этих термина очень часто заменяют друг друга. Однако между ними есть существенная разница [3]. Последствия нахождения организации в той или иной ситуации также различны. Поэтому различны и методы расчета ставки требуемой доходности в этих условиях.

С некоторой долей условности можно сказать, что, чтобы оценить ставку требуемой доходности в рискованной ситуации, необходимо скорректировать исходную ставку дисконта на величину премии за риск. В случае с неопределенностью все гораздо сложнее. В рамках неопределенности невозможно определить исходную ставку доходности, так как входящие данные не определены, то есть неизвестны.

Затраты на капитал, или требуемая норма доходности, характеризуют стоимость источников финансирования, которые компания привлекает для обеспечения своей хозяйственной деятельности. Как правило, деятельность любой фирмы финансируется средствами собственного и заемного капитала, которые имеются у организации в определенной пропорции. Чтобы определить стоимость финансирования компании, используется формула средневзвешенной стоимости капитала – WACC (weighted average cost of capital) [4]. Для определения стоимости капитала, необходимо знать величины всех составных элементов формулы. К ним относятся: стоимость собственного капитала, стоимость заемного капитала, доли собственного и заемного капитала организации (структура капитала), ставка налога на прибыль для расчета эффекта налогового щита.

Стоимость собственного капитала организации может быть определена посредством применения одного из двух методов: метод оценки стоимости капитальных активов – CAPM (capital assets pricing model), или методом кумулятивного построения.

Модель CAPM также содержит несколько составляющих элементов. К ним относятся: ставка безрисковой доходности, величину риск-премии и коэффициент  $\beta$  [2].

Как один из вариантов определения ставки требуемой доходности в условиях неопределенности можно выделить сценарный анализ. Суть его состоит в том, что для каждого из вышеперечисленных элементов, таких как, стоимость заемного капитала, коэффициент  $\beta$  и других, определяются несколько вариантов значений, используя



которые в итоге получают несколько вариантов искомой ставки. Как правило, выделяют следующие варианты сценариев: оптимистический, базовый и пессимистический. Следовательно, ключевая задача сводится к тому, чтобы найти и обосновать значения элементов для каждого из сценариев.

Даже находясь в условиях неопределенности, некоторые элементы формул расчета стоимости затрат на капитал могут сохранять относительную стабильность. К таким элементам можно отнести, во-первых, ставку безрисковой доходности, то есть ставку доходности по государственным облигациям, а во-вторых, ставку налога на прибыль.

Таким образом, сценарный анализ может стать одним из методов, который можно использовать при определении ставки требуемой доходности в условиях неопределенности. В современных экономических условиях создание и проработка различных альтернативных сценариев, определение вероятности их осуществления может существенно помочь инвесторам при принятии ими различных управленческих решений.

### **Литература**

1. Бриггем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. Спб.: Экономическая школа, 1997.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишерз, 2010.
3. Найт Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль. М.: Дело, 2003.
4. Vernimmen P. Corporate Finance. Theory and Practice. John Wiley and Sons, Ltd., 2005.
5. Герасименко А. Финансовый менеджмент – это просто. : <http://www.gerasim.biz/attachments/Finance%20-%20its%20simple%20v0.75.3.pdf>