

Интернет-журнал «Наукovedение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 8, №3 (2016) <http://naukovedenie.ru/index.php?p=vol8-3>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/114EVN316.pdf>

Статья опубликована 30.06.2016.

Ссылка для цитирования этой статьи:

Халикова М.А., Белай И.Е., Галимзянов Р.Н. Оценка стоимости контрольного пакета акций нефтяной компании // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 8, №3 (2016)

<http://naukovedenie.ru/PDF/114EVN316.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

УДК 336.763.2:622.276

Халикова Мамдуда Абдулхаевна

ФГБОУ ВО «Уфимский государственный нефтяной технический университет», Россия, Уфа¹

Кандидат экономических наук, доцент

E-mail: khalikova-dm@yandex.ru

РИНЦ: http://elibrary.ru/author_items.asp?authorid=778746

Белай Илья Евгеньевич

ФГБОУ ВО «Уфимский государственный нефтяной технический университет», Россия, Уфа

Студент

E-mail: ibelai95@gmail.com

Галимзянов Рамис Наилевич

ФГБОУ ВО «Уфимский государственный нефтяной технический университет», Россия, Уфа

Студент

E-mail: raftsman13@gmail.com

Оценка стоимости контрольного пакета акций нефтяной компании

Аннотация. Проблемы оценки финансовых активов для совершения сделок покупки–продажи в условиях современного экономического состояния страны являются актуальными. В работе предлагается подход к расчету стоимости контрольного пакета акции нефтяной компании с целью оценки целесообразности покупки со стороны стратегического инвестора. Методика оценки реальной стоимости контрольного пакета акций состоит из логической цепочки этапов, на первом этапе которой предлагается оценить инвестиционную привлекательность компании-цели, затем оценить внутреннюю стоимость пакета акции на основе доходного подхода и рассчитать размер премии за контроль. Методика оценки стоимости контрольного пакета акций апробирована на ПАО «АНК «Башнефть». Для обоснования целесообразности приватизации ПАО «АНК «Башнефть» проведена сравнительная оценка доходности и риска акций Компании с другими нефтяными компаниями. Доказано, что ПАО «АНК «Башнефть» является инвестиционно привлекательной компанией для приватизации. Оценка контрольного пакета акций проведена с учетом изменения макро- и микроэкономических параметров развития экономики и размеров пакета акций. Предложенная методика оценки стоимости пакета акций позволит принимать решение о целесообразности сделок по покупке и продаже финансовых активов компаний.

¹ 450055, РБ, г. Уфа, Проспект Октября, д. 136/2, кв. 14

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность; риск; доходность; внутренняя стоимость акций; стратегический инвестор; контрольный пакет акций; премия за контроль

В начале февраля 2016 года министр экономического развития РФ А.В. Улюкаев причислил ПАО «АНК «Башнефть» к компаниям с «наибольшими шансами на приватизацию в этом году»². Реализация данных активов предполагает передачу права управления стратегическому акционеру контрольного пакета акций. В настоящее время Росимущество РФ владеет 50,08% акционерного капитала ПАО «АНК «Башнефть», правительству республики Башкортостан принадлежат 25%, 4,67% акций находятся на балансе «дочек» Компании, 15,59% - у прочих юридических лиц (в том числе у номинальных держателей). Государство рассматривает два варианта приватизации ПАО «АНК «Башнефть»: 1 вариант - продажа более 50% акций Компании и второй вариант - продажа 25% акций через биржу.

В данной работе нами предлагается методика оценки реальной стоимости контрольного пакета акций ПАО «АНК «Башнефть», состоящая из трех последовательных этапов, представленных на рисунке.

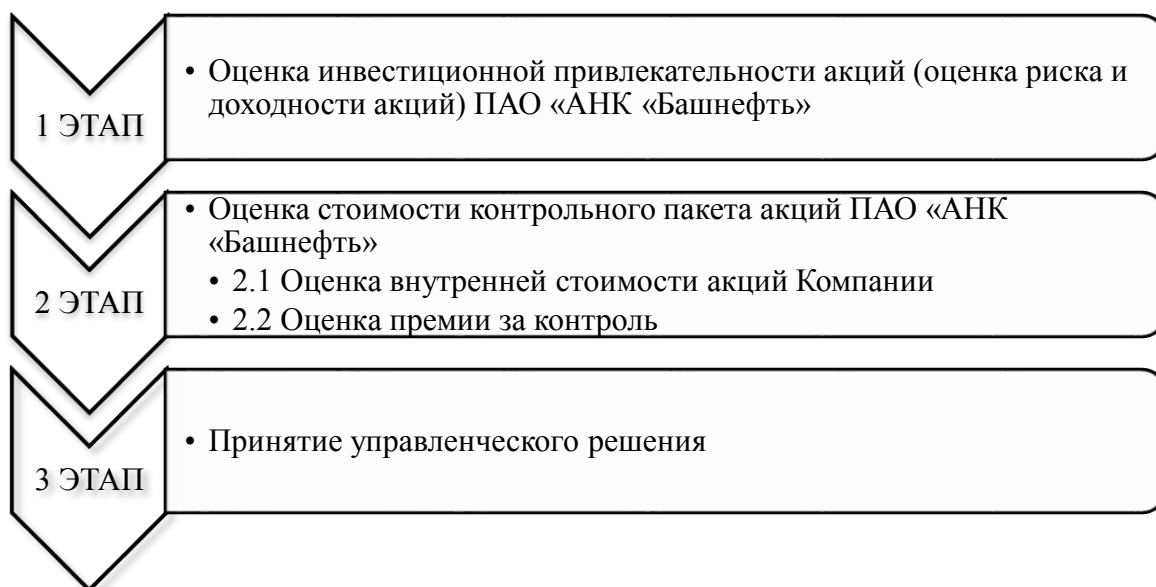


Рисунок. Этапы оценки стоимости контрольного пакета обыкновенных акций компании (составлено автором)

Рассмотрим каждый из этапов расчетов.

1 этап. Оценка инвестиционной привлекательности акций.

Оценка инвестиционной привлекательности компании должна проводиться с целью снижения рисков неэффективности сделки. Для этого нами рассчитаны показатели инвестиционной привлекательности на основе ретроспективных данных, результаты расчетов представлены в таблице 1 [1].

² Электронный журнал «Эксперт Урал» Режим доступа: <http://expert.ru/ural/2016/08/bashneft-prodadut/>.

Таблица 1

Показатели инвестиционной привлекательности ПАО «АНК «Башнефть»

Показатель	Год			Темп прироста, %	
	2013	2014	2015	2014/2013	2015/2014
1. Прибыль на одну акцию (EPS), руб.	242,06	245,1	343,54	1,26	40,16
2. Отношение рыночной цены акции к прибыли на 1 акцию (P/E)	6,00	5,05	5,79	-15,85	14,57
3. Коэффициент дивидендного выхода	0,59	2,17	-	267,39	-
4. Дивидендная доходность акции, %	28,22	9,13	-	-67,65	-
5. Средневзвешенное количество обыкновенных акций, млн. шт.	157,09	148,59	144,42	-5,41	-2,81
6. Средневзвешенное количество привилегированных акций, млн. шт.	38,65	27,45	24,92	-28,98	-9,20

Оценка инвестиционной привлекательности обыкновенных акций ПАО «АНК «Башнефть» для обоснования целесообразности сделки покупки акций проводилась на основе оценки риска и доходности обыкновенных акций ПАО «АНК «Башнефть». Для оценки доходности и рисков акций Компании нами был сформирован инвестиционный портфель по модели Г. Марковица [2].

Расчеты выполнены в несколько этапов:

- Оценка доходности и оценка риска инвестиционного портфеля Компании.
- Формирование инвестиционного портфеля минимального риска.
- Формирование эффективного инвестиционного портфеля.

Для обоснования целесообразности приватизации ПАО «АНК «Башнефть» проведена сравнительная оценка доходности и риска акций Компании с другими нефтяными компаниями [8, 9]: ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», ПАО «Лукойл», ПАО «Новатэк», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Татнефть» (в дальнейшем - компании).

Для расчета доходности и риска был выбран период с 01.01.2015 по 31.12.2015 (250 рабочих дней). Расчет ежедневной доходности акций проводился по формуле:

$$r_m = \frac{p_m}{p_{m-1}}, \quad (1)$$

где:

m - порядок рабочего дня $m \in [2, 250]$,

p - курсовая стоимость акции, руб.

Доходность акций каждой компании рассчитывалась как среднее значение ежедневной доходности акций r_m , риск рассчитывался как стандартное отклонение ежедневной доходности акций r_m . Результаты расчетов представлены в таблице 2.

Таблица 2

Расчетные значения доходности и риска обыкновенных акций по нефтяным компаниям за 2015 г.

Показатель	Башнефть	Газпром	Газпром Нефть	Лукойл	Новатэк	Роснефть	СНГ	Татнефть
Ожидаемая дневная доходность (r _i), %	0,21	0,02	0,04	0,03	0,12	0,12	0,16	0,15
Риск акции (σ), %	2,02	1,17	1,30	1,89	1,87	1,96	2,18	2,52

Как видно из таблицы 2, ПАО «АНК «Башнефть» по сравнению с другими крупными компаниями имеет наибольшую доходность по обыкновенным акциям за 2015 год, при этом степень риска не является наибольшей и составила 2.02%. Для расчета общего риска портфеля необходимо рассчитать совокупное изменение и взаимное влияние рисков (по коэффициенту ковариации) по формуле 2:

$$\sigma_{\pi} = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \sigma_{ij}} = \sqrt{\sum_{j=1}^n X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{j=1}^n \sum_{i=1, i \neq j}^n X_i X_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j}, \quad (2)$$

где:

σ_{π} – риск инвестиционного портфеля;

σ_i – стандартное отклонение доходностей i-го финансового инструмента;

ρ_{ij} – коэффициент корреляции между i, j-м финансовым инструментом;

X_i – доля i-го финансового инструмента (акций) в портфеле;

σ_{ij} – ковариация доходностей i-го и j-го финансового инструмента;

n – количество финансовых инструментов инвестиционного портфеля.

Общая доходность портфеля (r_p) представляет взвешенную сумму доходностей каждого отдельного финансового актива (r_i):

$$r_p = \sum_{i=1}^n X_i r_i \quad (3).$$

При расчете доли обыкновенных акций каждой компаний в инвестиционном портфеле должно выполняться условие: доходность всего портфеля должна превышать ставку доходности низкорисковых активов, нами принят за низкорисковый актив государственный краткосрочный облигационный займ ГКО-ОФЗ (на 30.12.2015 составляет 11,36%).

Нами сформирован инвестиционный портфель минимального риска в MS Excel, на основе использования надстройки «Поиск решения». Задали следующие условия: общий риск портфеля стремится к минимальному значению, изменяемые параметры - веса финансовых активов в портфеле, веса финансовых активов больше или равны нулю, сумма весов финансовых активов равна 100%, общая доходность портфеля больше или равна ставки ГКО-ОФЗ, т.е. больше 11,36% годовых.

Расчитанные доли обыкновенных акций каждой компаний в инвестиционном портфеле представлены в таблице 3.

Таблица 3

Доли обыкновенных акций компаний в инвестиционном портфеле

Компания	Вес, %
Башнефть	5,16
Газпром	17,79
Газпром Нефть	54,57
Лукойл	6,91
Новатэк	15,56
Роснефть	0,00
СНГ	0,00
Татнефть	0,00
Итого	100

Общий риск инвестиционного портфеля σ_{π} составил 3,14%. Общая доходность портфеля r_p – 20,3%.

При формировании эффективного инвестиционного портфеля в MS Excel задаются следующие условия: общая доходность портфеля стремится к максимальному значению, изменяемые параметры - веса финансовых активов в портфеле, веса финансовых активов больше или равны нулю, сумма весов финансовых активов равна 100%, общая доходность портфеля больше или равна ставке ГКО-ОФЗ, т.е. больше 11,36% годовых. Получены следующие результаты (в таблице 4):

Таблица 4

Доли акций в инвестиционном портфеле

Компания	Вес
Башнефть	100,00%
Газпром	0,00%
Газпром Нефть	0,00%
Лукойл	0,00%
Новатэк	0,00%
Роснефть	0,00%
СНГ	0,00%
Татнефть	0,00%
Итого	100%

Общий риск портфеля σ_{π} составил 10 %, Общая доходность портфеля r_p – 52%.

По сравнению с другими нефтяными компаниями в 2015 году ПАО «АНК «Башнефть» имеет наибольшую доходность при допустимом уровне риска.

Исходя из анализа рассчитанных значений риска и доходности сформированного инвестиционного портфеля по обыкновенным акциям ВИНК (вертикально-интегрированной нефтяной компании) РФ можно сделать вывод, что ПАО «АНК «Башнефть» является инвестиционно привлекательной компанией для приватизации.

2 этап. Оценка стоимости контрольного пакета акций ПАО «АНК «Башнефть».

При оценке стоимости контрольного пакета акций нами предлагается следующая формула:

$$S_p = \sum P_v * t + P_k, \quad (4)$$

где:

- S_p – стоимость контрольного пакета акций;
- P_v – внутренняя стоимость обыкновенных акций;
- m – количество обыкновенных акций в пакете;
- P_k – сумма премии за контроль.

Подобные операции в мировой практике сопровождаются премией за контрольный пакет финансовых активов. Премия является стоимостным выражением преимущества связанного с дополнительными возможностями контроля над предприятием по сравнению с миноритарным пакетом акций. Нами предлагается рассчитывать премию за контроль исходя из внутренней стоимости пакета акций.

2.1. Оценка внутренней стоимости акций компании.

Оценка внутренней стоимости обыкновенных акций компании выполнена на основе метода дисконтированного денежного потока[4].

Оценка внутренней стоимости обыкновенных акций с учетом ожидаемых темпов роста дивидендов и ставки дисконта рассчитана по формуле [4]:

$$PV = \sum \frac{D_0 \cdot (1+g)^t}{(1+i)^t}, \quad (5)$$

где:

PV – внутренняя стоимость акции;

D_0 – базовый уровень дивиденда на дату оценки, с которого как ожидается, начнется устойчивый рост дивидендов;

g – ежегодно накапливаемый темп роста дивидендов;

i – ставка дисконтирования.

Нами предложены три варианта расчетов для инвестора с учетом изменения макро- и микроэкономических параметров при оценке внутренней стоимости обыкновенных акций: оптимистичный, пессимистичный и реалистичный.

Таблица 5

Расчет внутренней стоимости обыкновенной акции на 15.04.2016 г.

Вариант	Дисконтная ставка, %	Темп роста дивидендов, %	Внутренняя цена акции, руб./акция
Реалистичный	9	4,51	1475,62
Оптимистичный	13,80	12	1491,54
Пессимистичный	11,34	7	1482,95

При оценке сценариев ставка дисконта рассчитывалась на основе модели CAPM с оценкой рыночных ожиданий. При этом в прогнозных значениях темпов роста дивидендов принимались средние значения по нефтяной отрасли, которые на дату оценки составляли 10,61%.

$$C_{oa} = k_{fr} + RP_m \cdot \beta, \quad (6)$$

где:

k_{fr} – доходность безрисковых ценных бумаг;

RP_m – премия за риск;

β – бета-коэффициент нефтяной компании.

2.2. Оценка премии за контроль

Контроль обеспечивает возможность осуществлять операции в собственных интересах, что и обуславливает применение премии за контроль. Очень часто размер премии сверх миноритарной стоимости акций, определенной рынком, зависит от действия множества факторов и субъективного подхода оценщиков. Исследования многих авторов опираются на изучение ценообразования по сделкам с крупными пакетами ценных бумаг. Результаты этих исследований показывают, что премии не всегда отражают прогнозируемые выгоды, которые достаются держателям крупных пакетов по причине их права на участие в голосовании [6] и увеличиваются с ростом размер компании, долевой собственности и результатов деятельности компании. Общепринятые методы определения адекватного размера премии за размер пакета (контроль) при оценке пакета акций к двум основным группам. Первая группа методов предполагает, что премия за контроль определяется среднерыночной премией, уплачиваемой за контрольные преимущества пакета для публично торгуемых компаний. Данная группа методов может быть обозначена как статистические методы. Из представленных методов этот метод представляется нам наиболее точным, так как базируется на эмпирических данных. Результаты исследования величины премии за контроль по данным отечественного рынка представлены в таблице 6. [4, 5]

Таблица 6

Результаты исследования величины премии за контроль по данным отечественного рынка

Сделки (размер пакета)	Среднее значение премии за контроль, %	Медианное значение премии за контроль, %	Среднее значение премии (для сделок с премиями от 0% до 100%), %	Медианное значение премии за контроль (для сделок с премиями от 0% до 100%), %
Все	29,00	14,84	19,05	14,18
Сделки с пакетами свыше 50%	63,04	31,87	30,69	23,82
Сделки с пакетами свыше 25%	59,13	30,76	31,56	25,18

Ко второй группе относится нормативный метод, при использовании данного метода премия определяется на основе постановления Правительства РФ от 14 февраля 2006 г. № 87 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества»³. Согласно данному постановлению премия за контроль определяется в соответствии со значениями, указанными в таблице 7.

³ Постановление Правительства Российской Федерации от 14 февраля 2006 г. № 87 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества». – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2006/03/02/gosimushestvo-privatizacia-dok.html>.

Таблица 7
Размер премии за контроль в зависимости от приватизируемого пакета акций

Количество акций (доля в уставном капитале)	Коэффициент контроля	Скидка за неконтрольный характер: $S = 1 - 1/(1 + P)$	Премия за контроль (P)
от 75% до 100%	1,00	-	66,7%
от 50%+1 акция до 75%-1 акция	0,90	10,0%	50,0%
от 25% + 1 акция до 50%	0,80	20,0%	33,3%
от 10% до 25%	0,70	30,0%	16,7%
от 1 акция до 10%-1 акция	0,60	40,0%	-

Таким образом, по данным отечественного рынка средний уровень премии за контроль лежит в диапазоне от 30% до 60%, а величина скидки за миноритарный размер пакета составляет 25%-35%.

Далее рассчитаем стоимость контрольного пакета обыкновенных акций ПАО «АНК «Башнефть» на предложенные Правительством размеры: 50% и 25%.на основе двух методов расчета премии за контроль. Внутренняя стоимость пакета обыкновенных акций на 15.04.2016 года в зависимости от размера пакета и сценариев развития фондового рынка представлена в таблице 8.

Таблица 8
Внутренняя стоимость контрольного пакета обыкновенных акций Компании, млн. руб.

Размер пакета	Рыночная стоимость	Внутренняя стоимость по сценариям		
		Реалистичный	Пессимистичный	Оптимистичный
100%	432667,39	249884,41	251124,44	252579,76
50%	216333,70	124942,20	125562,22	126289,88
25%	108166,85	62471,10	62781,11	63144,94

На основе рассчитанных стоимостей пакетов акций для различных вариантов развития фондового рынка нами рассчитаны размеры премий за контроль по статистическому методу (таблица 9) и по нормативному методу (таблица 10).

Таблица 9
Сумма премии за контроль исходя из эмпирических данных о сделках с пакетами акций Компании, млн. руб.

Размер пакета	Премия за контроль по сценариям		
	Реалистичный	Пессимистичный	Оптимистичный
50%	78763,57	79154,42	79613,14
25%	36939,16	37122,47	37337,60

Таблица 10
Сумма премии за контроль на основе нормативной базы, млн. руб.

Размер пакета	Премия за контроль по сценариям		
	Реалистичный	Пессимистичный	Оптимистичный
50%	62471,1	62781,1	63144,9
25%	20615,5	20717,8	20837,8

Таким образом, исходя из сложившейся экономической ситуации в РФ, премия за минимальный размер контрольного пакета акций (25%) будет находиться в диапазоне от 36,939 до 37,337 млрд. рублей. Размер премии, рассчитанной исходя нормативной базы – в пределах от 20,615 до 20,837 млрд. рублей.

Далее в таблице 11 представлены стоимости контрольного пакета обыкновенных акций ПАО «АНК «Башнефть» по размерам пакета и сценариям развития фондового рынка и на основе нормативной базы (таблица 12).

Таблица 11

Оценка стоимости контрольного пакета акций Компании с учетом сценариев развития фондового рынка, млн. руб.

Размер пакета	Стоимость контрольного пакета обыкновенных акций		
	Реалистичный	Пессимистичный	Оптимистичный
50%	203705,77	204716,65	205903,02
25%	99410,26	99903,58	100482,54

Таблица 12

Оценка стоимости контрольного пакета акций Компании с учетом расчета премии за контроль на основе нормативной базы, млн. руб.

Размер пакета	Стоимость контрольного пакета обыкновенных акций		
	Реалистичный	Пессимистичный	Оптимистичный
50%	187413,3	188343,3	189434,8
25%	83086,6	83498,9	83982,7

Проведенные нами расчеты позволяют определить стоимость контрольного пакета акций с учетом премии за контроль на 15.04.2016 года в зависимости от размера контрольного пакета и методов расчета премии за контроль. Результаты расчетов могут быть приняты за базовую цену при проведении сделки по покупке акций ПАО «АНК «Башнефть» и позволят стратегическому инвестору оценить целесообразность сделки.

Таким образом, предложенная нами методика оценки стоимости контрольного пакета акции может быть использована при совершении сделок, связанных с принятием управленческих решений относительно приобретения финансовых активов компаний, когда стороны также должны определить степень контрольных полномочий пакета акций или доли участия.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ендовицкий, Д.А., Соболева, В.Е. Анализ инвестиционной привлекательности компании-цели М&А. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/investor/m_and_a/motive.shtml.
2. Финансовый менеджмент: учебник / И.Я. Лукасевич.-М.: Эксмо, 2007.-768 с.
3. Халикова Д.О. «Совершенствование экономической оценки эффективности слияний и поглощений нефтегазодобывающих компаний», автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.05 / Санкт-Петербург – 2014.-16 с.
4. Халикова М.А., Буренина И.В. Оценка стоимости нефтегазового бизнеса: учебное пособие / Уфимский государственный нефтяной технический университет. Уфа, 2010. – 224 с.
5. Щербакова, О.Н. Применение современных технологий оценки стоимости бизнеса действующей компании. – Режим доступа: <http://dis.ru/library/detail.php?ID=23374>.
6. Полухин, П.Ю. Премия за контроль при слияниях и поглощениях // Российский экономический интернет-журнал, июль 2007. – Режим доступа: <http://www.e-rej.ru/Articles/2007/Poluhin.pdf>.
7. Валитов И.М., Фомина Е.А. Особенности оценки стоимости акций ОАО АНК «Башнефть» // Финансовая политика инновационного развития России: проблемы и пути решения. Сборник материалов Всероссийской научно – практической конференции (11 июня 2013 г.). – Уфа: Мир печати, 2013. – С. 22-26.
8. Лаврус, В.С. Золотое сечение. – Режим доступа: <http://n-t.ru/tp/iz/zs.htm>.
9. Лейфер, Л.А., Вожик, С.В. Оценка компании. Анализ различных методов при использовании доходного подхода. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/finanalysis/value/revenue_analysis.shtml.
10. Тришин, В.Н. Оценка предприятий финансовыми аналитиками и независимыми оценщиками: разница в подходах и результатах (метод ДДП). – Режим доступа: <http://www.audit-it.ru/articles/appraisal/p174968.html>.

Khalikova Mamduda Abdulhaevna

Ufa state petroleum technological university, Russia, Ufa
E-mail: khalikova-dm@yandex.ru

Belay Ilya Yevgenyevich

Ufa state petroleum technological university, Russia, Ufa
E-mail: ibelai95@gmail.com

Galimzyanov Ramis Nailovich

Ufa state petroleum technological university, Russia, Ufa
E-mail: raftsman13@gmail.com

The evaluation of a controlling stake of the oil company

Abstract. Problems of evaluation of financial assets for sale and purchase transactions in the current economic situation of the country are relevant. In this paper, we propose an approach to calculate the value of controlling block of shares of the oil company to assess the feasibility of the purchase by the strategic investor. The methodology of assessing the real value of the controlling block of shares consists of a logical chain of stages, the first stage of which is proposed to evaluate the investment attractiveness of the target company, and then to estimate the intrinsic value of the block of shares on the basis of the income approach and calculate the size of control premium. The method of valuation of a controlling stake tested at PJSOC "Bashneft". In order to confirm the privatization of PJSOC "Bashneft" we compared the profitability and risk of shares of the Company with other oil companies. The investment attractiveness of PJSOC "Bashneft" for privatization was proved. Changes in the macro- and microeconomic parameters of economic development and stake size were taken into account in evaluation of the controlling stake. The proposed method of assessing the value of shares will help to make a decision on expediency of sale and purchase transactions of financial assets of companies.

Keywords: the investment attractiveness; profitability; risk; the intrinsic value of the shares; the strategic investor; the controlling stake; the control premium

REFERENCES

1. Endovitskiy, D.A., Soboleva, V.E. Analiz investitsionnoy privlekatel'nosti kompanii-tseli M&A. – Rezhim dostupa: http://www.cfin.ru/investor/m_and_a/motive.shtml.
2. Finansovyy menedzhment: uchebnik / I.Ya. Lukasevich.-M.: Eksmo, 2007.-768 s.
3. Khalikova D.O. «Sovershenstvovanie ekonomicheskoy otsenki effektivnosti sliyaniy i pogloshcheniy neftegazodobyvayushchikh kompaniy», avtoref. dis. kand. ekon. nauk: 08.00.05 / Sankt-Peterburg – 2014.-16 s.
4. Khalikova M.A., Burenina I.V. Otsenka stoimosti neftegazovogo biznesa: uchebnoe posobie / Ufimskiy gosudarstvennyy neftyanoy tekhnicheskii universitet. Ufa, 2010. – 224 s.
5. Shcherbakova, O.N. Primenenie sovremennykh tekhnologiy otsenki stoimosti biznesa deystvuyushchey kompanii. – Rezhim dostupa: <http://dis.ru/library/detail.php?ID=23374>.
6. Polukhin, P.Yu. Premiya za kontrol' pri sliyaniyakh i pogloshcheniyakh // Rossiyskiy ekonomicheskii internet-zhurnal, iyul' 2007. – Rezhim dostupa: <http://www.e-rej.ru/Articles/2007/Poluhin.pdf>.
7. Valitov I.M., Fomina E.A. Osobennosti otsenki stoimosti aktsiy OAO ANK «Bashneft'» // Finansovaya politika innovatsionnogo razvitiya Rossii: problemy i puti resheniya. Sbornik materialov Vserossiyskoy nauchno – prakticheskoy konferentsii (11 iyunya 2013 g.). – Ufa: Mir pechati, 2013. – S. 22-26.
8. Lavrus, V.S. Zolotoe sechenie. – Rezhim dostupa: <http://n-t.ru/tp/iz/zs.htm>.
9. Leyfer, L.A., Vozhik, S.V. Otsenka kompanii. Analiz razlichnykh metodov pri ispol'zovanii dokhodnogo podkhoda. – Rezhim dostupa: http://www.cfin.ru/finanalysis/value/revenue_analysis.shtml.
10. Trishin, V.N. Otsenka predpriyatiy finansovymi analitikami i nezavisimymi otsenshchikami: raznitsa v podkhodakh i rezul'tatakh (metod DDP). – Rezhim dostupa: <http://www.audit-it.ru/articles/appraisal/p174968.html>.