
АНАЛИЗ СОВРЕМЕННЫХ КОНЦЕПЦИЙ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

Самбурский А.М., Ходоровский М.Я.

Экономическое сообщество неоднократно ставило перед собой вопрос, заключающийся в максимально эффективном использовании ресурсов и получении максимальной отдачи на вложенный капитал. В связи с ответом на данный вопрос происходила эволюция концепций управления компанией. В качестве базовых концепций выдвигались: концепция оптимального соотношения долей собственного и заемного капитала, концепция увеличения доли предприятия на рынке, концепция максимизации прибыли и уровня дивидендных выплат, а также другие. В последнее десятилетие базовой парадигмой развития бизнеса, принятой экономическим сообществом, стала концепция увеличения стоимости компании. Анализу современных концепций управления стоимостью посвящена указанная статья.

Суть концепции управления стоимостью компании заключается в том, что управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости компании (ее акций). Т.е. все устремления компании, аналитические методы и приемы менеджмента должны быть направлены на одну общую цель: помочь компании максимизировать свою стоимость, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости. В силу огромной практической значимости вопросы в рамках концепции управления стоимостью получили широкое отражение в научных и практических исследованиях.

Ключевые факторы стоимости – это параметры деятельности компании, которые фактически определяют ее стоимость. Необходимость в определении факторов стоимости обусловлена двумя причинами. Во-первых, организация не может работать непосредственно со стоимостью. Она вынуждена заниматься тем, на что способна влиять, - например, удовлетворением запросов потребителей, себестоимостью, капитальными вложениями и т.д. Во-вторых, именно эти факторы стоимости помогают топ-менеджерам понять, что происходит на всех остальных уровнях организации, и донести до них свои планы и намерения.

Фактор стоимости – просто любая переменная, влияющая на стоимость компании. Для того, чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, степень влияния каждого фактора на стоимость компании, назначить ответственных лиц. Общие факторы стоимости, такие как рост объема продаж, прибыль от операционной деятельности, оборачиваемость капитала, одинаково хорошо применимы почти ко всем бизнес-единицам, но им не хватает конкретности, и они приносят мало пользы на низовом уровне. Факторы стоимости можно использовать на трех уровнях:

- на общем, где прибыль от операционной деятельности в сочетании с показателем инвестированного капитала служат основой для расчета рентабельности инвестиций;
- на уровне деловой единицы;
- на низовом уровне, где требуется предельная детализация, чтобы увязать факторы стоимости с конкретными решениями оперативных менеджеров.

Количество уровней факторов стоимости для каждой компании может быть определено индивидуально. Важно понимать то, что чем глубже будет произведена детализация факторов стоимости, тем сложнее будет управлять ими, отслеживать влияние на другие факторы, более высокого уровня.

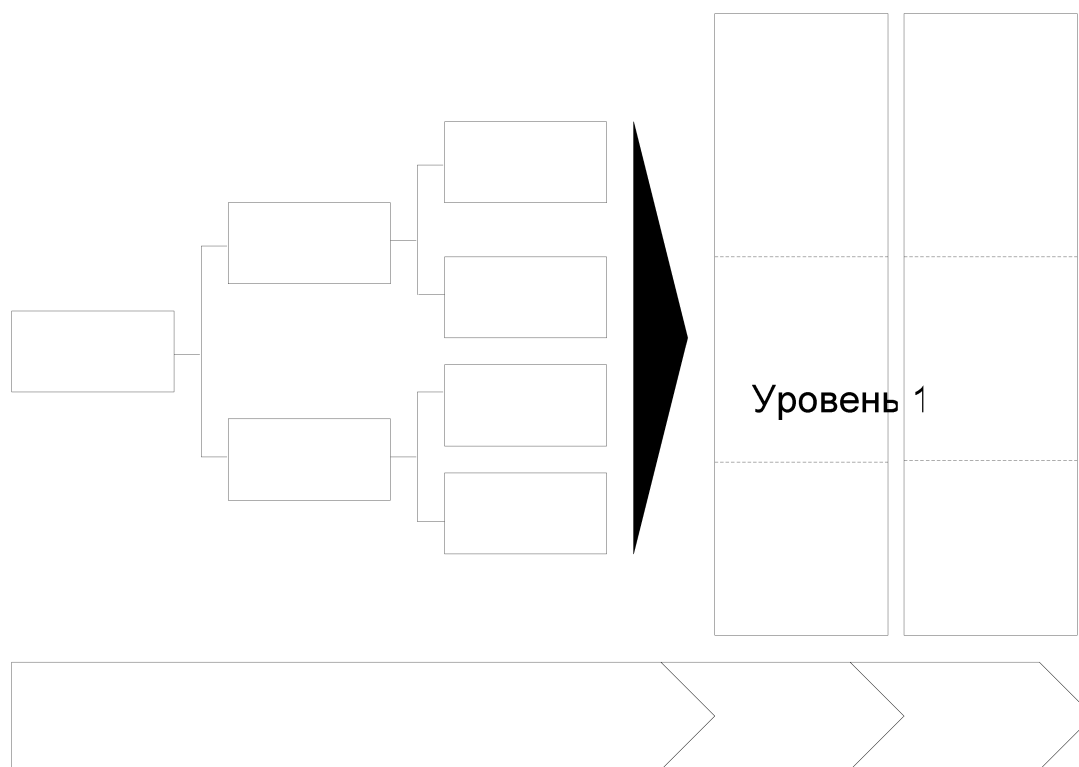


Рис 1. Пример факторов стоимости на разных уровнях

Увязка факторов стоимости с деловыми решениями позволяет сформировать "дерево" факторов стоимости, которое, в свою очередь, определяет принятие правильных решений. Из схемы, представленной на рис. 1, видно, что факторы стоимости можно разделить на две группы: финансовые и нефинансовые.

Как правило, финансовые факторы являются показателями высших уровней "дерева" факторов, а нефинансовые – низших уровней. Это обусловлено тем, что финансовые факторы отражают исключительно результат деятельности компании, не раскрывая при этом пути их достижения. Все финансовые факторы стоимости условно можно разделить на 4 группы показателей: показатели, отражающие стратегическую эффективность компании, эффективность операционной деятельности, инвестиционной и финансовой деятельности.

Стратегическая эффективность компании. Стратегическая эффективность предполагает использование какого-либо показателя стоимости, позволяющего измерить результат деятельности и соответственно прирост стоимости компании. В качестве таких показателей могут выступать EVA (Economic Value Added) – экономически добавленная стоимость, SVA (Shareholder Value Added) – акционерная добавленная

Доход

Издержки

Оборотные средства

Основные средства

стоимость, MVA (Market Value Added) – рыночная добавленная стоимость, CVA (Cash Value Added) – добавленная стоимость денежного потока, CFROI (Cash Flow Return on Investment) – доходность инвестиций на основе потока денежных средств.

Эффективность операционной деятельности отражает результаты основной деятельности компании по увеличению продаж, снижению издержек или повышению производительности. Предполагается, что улучшение данных показателей может быть достигнуто без существенных дополнительных инвестиций. Одним из ключевых показателей операционной деятельности может явиться показатель NOPLAT – чистая операционная прибыль за вычетом налогов.

Эффективность инвестиционной деятельности отражает эффективность инвестиционных проектов, осуществляемых компанией. Под инвестиционными проектами в данном случае понимаются любые проекты, связанные с инвестированием денежных средств. Как правило, данная группа показателей закрепляется за директором по стратегии или директором по маркетингу, поскольку именно они часто принимают решения о расширении бизнеса и стимулировании продаж. К показателям инвестиционной деятельности можно отнести RONA – показатель возврата на чистые активы, ROIC – рентабельность инвестированного капитала.

Эффективность финансовой деятельности. Данная группа показателей фактически представляет собой прерогативу финансового директора и отражает эффективность его работы по привлечению различных источников финансирования компании, размещению свободных денежных средств на фондовом рынке и управлению оборотным капиталом. К показателям финансовой деятельности можно отнести WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Финансовые факторы стоимости в свою очередь зависят от других показателей – нефинансовых факторов стоимости. На уровень продаж (доходов) влияет количество клиентов или сделок, качество работы службы сбыта. Такие нефинансовые факторы стоимости, как условия и сроки дебиторской задолженности, порядок погашения кредиторской задолженности, влияют на объем оборотных средств и, следовательно, на операционные и финансовые факторы стоимости. На рентабельность продаж напрямую влияет себестоимость продукции, которая определяется путем детального анализа составляющих затрат. Нефинансовые показатели могут меняться в зависимости от отрасли, стратегии и бизнес-модели компании. Например, показатель объема продаж в оптово-розничной компании будет состоять из объемов оптовых и розничных продаж. Аналогичный показатель в сервисной компании может зависеть от среднего размера заказа и количества заказов.

Какой-либо четкой или условной схемы разбивки нефинансовых показателей стоимости в концепции управления стоимостью не существует, следовательно, определение факторов стоимости – творческий и трудоемкий процесс. Помимо определения самих факторов необходимо установление взаимосвязи между ними. Иными словами, если в качестве одного из параметров выбран средний размер заказа, то теперь нужно установить, как он влияет на выручку (рентабельность) и, следовательно, на величину денежного потока компании.

Резюмируя теоретические аспекты концепции управления стоимостью компании, можно сделать вывод о том, что сам процесс управления сводится к оценке влияния (чувствительности) тех или иных факторов стоимости (как финансовых, так и нефинансовых) на стоимость компании в целом. Соответственно, для принятия обоснованных управленческих решений необходимо использовать некую систему управления,

которая увязала бы в себе показатели стоимости и оценила их влияние на конечный результат системы – стоимость компании.

Теоретическая управленческая мысль выделяет несколько подходов к управлению компанией, основанных на концепции стоимости. Существующие концепции управления, основанные на стоимостном подходе (VBM — Value Based Management), выделяют следующие основные детерминанты стоимости:

- ожидаемые денежные потоки бизнеса;
- риск инвестиций и обусловленная этим стоимость привлечения и обслуживания капитала;
- ожидаемый потенциал роста (расширения) бизнеса;
- возможность появления или существования благоприятных возможностей в будущем.

В настоящее время существует несколько разноплановых концепций управления стоимостью. Рассмотрим наиболее известные в экономической науке подходы.

1. Подход Дамодарана

Концепция Дамодарана является наиболее фундаментальной. Согласно этому подходу, методика дисконтированных денежных потоков позволяет применять четыре способа создания стоимости:

- увеличивать денежные потоки, генерируемые имеющимися в наличии активами, посредством увеличения посленалоговых доходов от активов либо за счет уменьшения потребностей в инвестировании в основной и оборотный капитал;
- увеличивать ожидаемый темп роста денежных потоков за счет увеличения доли реинвестированной прибыли или повышения отдачи инвестированного капитала (качества инвестиций);
- увеличивать продолжительность периода высокого роста;
- увеличивать продолжительность периода высокого темпа роста;
- принимать меры по снижению стоимости капитала за счет уменьшения операционного риска инвестированного капитала, изменения пропорций долгового финансирования капитала или изменения финансовых условий привлечения кредитов.

Таким образом, в соответствии с методом дисконтированных денежных потоков для воздействия на стоимость компании необходимо осуществлять воздействие на текущие денежные потоки и/или будущий рост, и/или продолжительность периода аномально высокого роста и/или ставку дисконтирования.

Для увеличения денежных потоков, генерируемых активами компании, необходимо стремиться к снижению себестоимости продукции, ликвидации убыточных активов, снижению эффективной налоговой ставки компании, полнее использовать потенциал ранее осуществленных капитальных вложений, лучше управлять запасами и проводить более жесткую кредитную политику. Для продления периода высокого роста необходимо создание и поддержание конкурентных преимуществ компании.

2. Сбалансированная система показателей

Сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard (BSC)) разработана в Гарвардской школе бизнеса в 1992 году. Авторами системы являются Р. Каплан и Д. Нортон. Разработанная система позволяет сформировать сквозную систему контролируемых показателей. Концепция системы призвана уделять внимание не только балансу между финансовыми и другими ключевыми показателями, но и вопросам профессиональной реализации стратегии. При этом наиболее значимым моментом системы является придание "весомости" категории "интеллектуальный капитал".

Технология построения сбалансированной системы показателей рассматривает следующие аспекты:

1. Четкое формулирование стратегии.
2. Передачу стратегии внутрь всей компании.
3. Согласование стратегии компании с целями персонала.
4. Связывание целей с годовым бюджетом.
5. Идентификацию и согласование стратегических инициатив.
6. Выполнение регулярных проверок с помощью обратной связи и необходимых корректировок стратегии.

Теоретики концепции рекомендуют рассматривать стратегию в четырех ракурсах:

1. Блок финансов.
2. Блок клиентов.
3. Блок обучаемости и роста.
4. Блок внутренних процессов.

Результатом системы сбалансированных показателей является их карта в разрезе перечисленных блоков. При построении карт сбалансированных показателей необходимо учитывать, что показатели, используемые в концепции, представляют собой смесь общепринятых (т.е. типичных для отрасли) и ключевых показателей эффективности. Такие показатели, как прибыльность, доля на рынке или удовлетворенность клиентов, измеряют эффективность осуществленных операций и называются запаздывающими индикаторами. Такие индикаторы, в отличие от опережающих индикаторов, предоставляют информацию об операциях, которые влияют на эффективность в будущем.

Общие индикаторы стоимости включают: рост продаж, доходы до выплаты процентов и налогов (EBITDA), чистую приведенную стоимость (NPV), средневзвешенную стоимость капитала (WACC) и другие. Анализ индикаторов стоимости позволяет преобразовать их в плановые индикаторы, специфичные для отдельных отраслей. Анализ чувствительности факторов стоимости позволяет определить их влияние на экономическую выгоду, поток свободной наличности и другие плановые показатели и на базе этого знания увеличить стоимость компании. Необходимо отметить, что взаимодействие между стратегическими измерителями можно сделать прозрачным, распределив их по целям в соответствии с цепочками причинно-следственных взаимосвязей.

3. Подход Коупленда, Муррина и Коллера – модель "Пентагон"

Консультанты компании "McKinsey" Коупленд, Муррин и Коллер много времени уделяли популяризации концепции управления стоимостью как самой эффективной концепции ведения современного бизнеса. Результатом этого стала собственная методология анализа компании с позиции потенциального увеличения ее стоимости.

Суть методологии сводится к описанию возможных резервов увеличения стоимости компании и фиксации типовых процедур, направленных на увеличение стоимости компании. Модель структурной перестройки представлена на рис.2. Понимая под

объектом, подлежащим реструктуризации, компанию, можно сказать, что под реструктуризацией объекта, в первую очередь, будет пониматься изменение его структуры. Под структурой понимается совокупность устойчивых связей объекта, обеспечивающих его целостность и тождественность самому себе, при этом структура является основой, позволяющей сохранить базисные свойства объекта в условиях внешних и внутренних изменений. Элементы, образующие объект, выполняют определенные функции. Это могут быть функции, способствующие объединению элементов в целостную систему и способствующие ее успешному функционированию и развитию.



Рис. 2. Модель структурной перестройки "Пентагон"

Структура объекта и функции образующих ее элементов взаимосвязаны и обуславливают друг друга. Исходя из этого, изменение структуры объекта не должно приводить к изменению сути самого объекта. В результате реструктуризации (реинжиниринга) компания должна сохранить свои основные свойства, претерпев при этом ряд внешних и внутренних изменений.

4. Метод Уолша

Еще один подход к управлению стоимостью компании обозначил К. Уолш. Исследование коснулось важного аспекта управления деятельностью компании, а именно – сбалансированности между прибылью, активами и ростом. Необходимо научиться отыскивать баланс между этими показателями, поскольку перекося в любую сторону может вызвать серьезные осложнения в деятельности компании. Учитывая все плюсы и минусы роста, менеджерам компании рекомендуется заранее продумать и определить для себя те максимальные темпы роста, которые компания может выдержать безболезненно, т.е. нормально обеспечивать и остальные аспекты своей деятельности.

Уравнение сбалансированного роста, выведенное Уолшем, выглядит следующим образом:

$$\frac{R}{G * T} = E \quad (1)$$

где R – нераспределенная прибыль/выручка;

G – темп роста выручки;

T – оборотные активы/выручка;

E – численное значение

Согласно приведенной формуле, при $E=1$ поток денежных средств нейтрален, при $E>1$ положителен, а при $E < 1$ отрицателен. Для заданного темпа роста потоки денежных средств от операционной деятельности должны находиться в равновесии. Эта модель позволяет менеджерам сосредоточиться на фундаментальных факторах, от которых зависит общее состояние компании. Они связаны с прибылью, оборотными активами и темпами роста.

Самым выгодным бизнесом, который лучше всего приобретать, является тот, который быстро растет и имеет высокие прибыли. И наоборот, неудачное приобретение будет в том случае, если компания и медленно растет, и приносит низкие прибыли. Сама по себе такая компания стоит мало, однако не это самое опасное. Самый плохой вариант – сочетание высоких темпов роста и низких прибылей. А если, к тому же, у такой компании высокий коэффициент T , такое приобретение грозит приобретателю временно отложенной финансовой катастрофой.

5. Метод Мордашева

Еще одним аналитическим подходом для принятия управленческих решений является подход, основанный на анализе коэффициентов чувствительности факторов стоимости действующего бизнеса, предложенный С.Н. Мордашевым. Для получения факторной модели следует получить дифференциал одной из формул стоимости (например, формула Гордона). Если каждый член полученного дифференциала привести к безразмерной форме, то тем самым появится возможность определения изменения стоимости компании при изменении одного из факторов на определенную величину.

В общем случае, когда имеет место рост денежных потоков, оценка стоимости акционерного капитала имеет вид:

$$V = \frac{FCF}{r - g} \quad (2)$$

где FCF – свободный денежный поток;

r – затраты на привлечение и обслуживание капитала (акционерного);

g – темп роста денежного потока.

Относительно входящих в формулу составляющих можно сделать следующее замечание: модель Гордона, в данном случае, имеет смысл только при условии $r > g$.

Таким образом, при использовании модели Гордона Мордашев выделяет основные факторы стоимости, составляющими которых служат:

- выручка от продаж;
- себестоимость реализованной продукции, скорректированная на процентные платежи;

- ставка налога на прибыль;
- дополнительные постоянные инвестиции сверх амортизации, используемые для поддержания заданного уровня продаж и себестоимости;
- скорость роста денежного потока;
- стоимость привлеченного капитала.

Для решения вопроса об эффективных рычагах воздействия на стоимость компании необходимо оценить чувствительность стоимости к изменению ее составляющих. Для этих целей удобно рассмотреть эластичность стоимости по этим переменным. При этом под эластичностью понимается то, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если исследуемый фактор стоимости при прочих равных условиях изменится на 1%.

6. Подход Егерев

И.А. Егерев при разработке собственной методики исследовал влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость бизнеса. Для характеристики непрерывного потока хозяйственных операций используется понятие цикла. Цикл любого производства включает покупки, приводящие к увеличению производственных запасов и кредиторской задолженности; производство, влекущее рост незавершенного производства и готовой продукции на складе; реализацию, увеличивающую дебиторскую задолженность и денежные средства в кассе и на расчетном счете. В конечном итоге такой кругооборот многократно повторяется и сводится к денежным поступлениям и денежным потокам. Период времени, в течение которого совершается оборот денежных средств и активов, представляет собой длительность цикла. Для оценки его длительности используют показатели оборачиваемости (в днях).

Процедуры управления стоимостью могут включать перечисленные в табл. 1.

Таблица 1

Процедуры управления стоимостью

Фактор цикла	Мероприятия по воздействию на фактор
Период оборота кредиторской задолженности	Мероприятия по увеличению сроков возврата кредиторской задолженности на основе пересмотра условий договоров, проводимые в сочетании с мероприятиями по управлению денежными потоками по кредиторской задолженности
Период оборота дебиторской задолженности	Мероприятия по своевременному и полному взысканию дебиторской задолженности на основе пересмотра условий договоров, проводимые в сочетании с мероприятиями по управлению денежными потоками по дебиторской задолженности

Продолжение табл. 1

Фактор цикла	Мероприятия по воздействию на фактор
Длительность производственного цикла	Мероприятия по сокращению продолжительности производственного цикла через внедрение в производство передовой техники и технологий, оптимиза-

	ция графика поставок сырья и материалов, повышение квалификации и заинтересованности работников
Денежные потоки по кредиторской задолженности	Мероприятия по сокращению расходов по закупаемому сырью и материалам, в том числе за счет сокращения сроков оплаты, поиск новых поставщиков. Замена закупаемого сырья и материалов на более дешевые аналоги
Денежные потоки по дебиторской задолженности	Мероприятия по повышению рыночной привлекательности реализуемой продукции, внедрение гибких условий оплаты, поиск надежных партнеров, своевременное и полное взыскание дебиторской задолженности
Ставка дисконтирования	Мероприятия по снижению рисков производственного процесса, а также рисков, связанных с поставщиками и клиентами

Подход Егерова обладает хорошими диагностическими свойствами в части выявления возможных приоритетных факторов управления стоимостью, однако для реализации воздействий на обнаруженные в ходе диагностирования факторы требуется учет многих других факторов и применение механизмов воздействия на эти факторы.

7. Стратегия конкурентной борьбы по Майклу Портеру

Концепция Портера относительно взаимосвязи конкурентных сил и стратегии компании не является концепцией управления стоимостью и не содержит в качестве ключевых показателей стоимость компании. Однако знакомство с работами М. Портера позволяет понять, что же служит источником роста стоимости компании, в каких случаях его можно достичь.

В своих работах М. Портер доказывал, что менеджерам для разработки эффективной конкурентной стратегии необходимо мыслить в соответствии со следующими ключевыми концепциями:

Ключевая концепция 1. Эта концепция определяет пять основных конкурентных сил, которые обуславливают интенсивность конкуренции в любой отрасли:

- угроза появления в отрасли новых конкурентов;
- способность покупателей воздействовать на цену;
- способность поставщиков воздействовать на цену;
- угроза появления на рынке продуктов – заменителей;
- степень ожесточенности борьбы между существующими в отрасли конкурентами.

Ключевая концепция 2. Существуют две основные конкурентные стратегии, с помощью которых можно превзойти фирм-соперников – лидерство в издержках; дифференциация.

Ключевая концепция 3. Цепочка создания стоимости – источник конкурентных преимуществ фирмы. Фирма имеет конкурентные преимущества, если создает ценности для своих клиентов, превышающие затраты на их создание. Конкурентные преимущества заключаются в добавлении каждым из действий (бизнес-процессов)

стоимости. Если затраты на какое-либо из действий (бизнес-процессов) превышают добавленную ценность, то от такого действия следует отказаться.

Цель построения цепочек создания стоимости заключается в том, чтобы оказать помощь компаниям в выборе одной из типовых стратегий. Для этого нужно выделить те зоны потенциальных преимуществ в конкуренции, которые может обрести компания, противодействуя пяти конкурентным силам, уникальным для каждой отрасли и конкретной компании.

Таким образом, стратегия конкурентной борьбы по Портеру включает три базовые определяющие – конкурентные силы, типы стратегии, цепочка создания стоимости. Цепочка создания стоимости рассматривается с точки зрения максимизации конкурентных преимуществ компании. В понимании Портера сосредоточение тех или иных звеньев цепочки создания стоимости в конкретной компании создает ее конкурентные преимущества. Т.е. стоимость (а именно особенности ценовой цепочки) определяет конкурентные преимущества и выбор конкретной стратегии, а не конкурентные преимущества создают стоимость.

Сравнительный анализ концепций управления стоимостью представлен в таблице 2.

Таблица 2

Сравнительный анализ концепций и их ограничений

	Подходы к управлению стоимостью	Суть концепций	Ограничение
1	Подход Дамодарана	Концепция достаточно фундаментальна. Согласно ей, управление стоимостью основано на методике дисконтированных денежных потоков с использованием четырех способов создания стоимости	Концепция не учитывает нематериальную составляющую бизнеса, а также затруднено выявление влияния инвестиционных решений на стоимость
2	Сбалансированная система показателей	Модель формирует сквозную систему контролируемых показателей от уровня компании до сотрудников. Ключевым преимуществом концепции является учет нематериальных активов компании. Дополнительно концепция позволяет уделять внимание не только балансу финансовых показателей, но и стратегических	Концепции присуща определенная сложность при измерении ряда показателей; возможно возникновение чрезмерной фокусировки на показателях управления, игнорируются при этом другие факторы; трудность формализации нефинансовых показателей (конкуренция, политическая активность и т.п.); необходимо наличие стратегии

Продолжение табл. 2

	Подходы к управлению стоимостью	Суть концепций	Ограничение
3	Схема "Пентагон"	Модель учитывает возмож-	Метод, предложенный

		ные резервы увеличения стоимости компании и фиксирует типовые процедуры, направленные на увеличение стоимости компании	консультантами McKinsey, может использоваться для компании, подлежащей реструктуризации – т.е. структурной перестройке
4	Метод Уолша	Метод достаточно прост и оперативен	Может использоваться только для экспресс - диагностики. Решения на базе метода не будут проработаны детально
5	Метод Мордашева	Данный метод учитывает чувствительность факторов стоимости к изменению ее составляющих. В результате реализации подхода компания получает контроль процесса изменения стоимости по результатам операционной, инвестиционной и финансовой деятельности	Метод достаточно сложен в практическом использовании. Применим только для акционерных компаний
6	Метод Егерова	Метод учитывает влияние производственного и финансового циклов на стоимость компании. Это позволяет при управлении стоимостью использовать всю информационную базу, необходимую для осуществления операционной деятельности	Метод Егерова сложен в реализации. Главным ограничением метода является то, что он не учитывает инвестиционные факторы стоимости компании
7	Метод Портера	Концепция Майкла Портера направлена на определение цепочки создания стоимости, которая рассматривается с точки зрения конкурентных преимуществ компании	Метод не содержит в качестве ключевых показателей факторы стоимости, основываясь только на ключевых компетенциях

В заключение следует отметить, что каждый из рассмотренных основных подходов к управлению стоимостью компании обладает своей уникальной ценностью и соответственно ограничениями, которые должны учитываться при внедрении систем управления на промышленных предприятиях.

ЛИТЕРАТУРА

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление: Пер.с англ. М.: Олимп-бизнес, 2002. 576 с.

2. Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. М.: Олимп-бизнес, 2004. 304 с.
3. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. 2-е изд. М.: Дело, 2001. 360 с.
4. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления: Учебное пособие. М.: Дело, 2003. 480 с.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 1341с.
6. Мордашев С.Н. Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. 2001. № 15.
7. Портер М. Как достичь конкурентное преимущество. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 715 с.