

ФИНАНСЫ

УДК 658.14/17: 622.3 : 330.131.7

Е.В. Воронина

ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ КАПИТАЛА В НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ: ФАКТОРЫ И ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

В статье рассмотрены факторы рисков формирования и использования капитала в нефтегазовой отрасли: волатильность мировых цен на нефть и нефтепродукты, изменение курса российского рубля к доллару США, инфляция и налоговая нагрузка на нефтяные компании. Выделены финансовые риски формирования и использования корпоративного капитала: инфляционный, валютный, процентный, кредитный, риск ликвидности, риск потери финансовой устойчивости и снижения платежеспособности. Разработана методика оценки стоимости корпоративного капитала с учетом рисков его формирования и использования. Предложены направления снижения финансовых рисков.

Ключевые слова: корпоративный капитал, риск, фактор риска, финансовый риск, стоимость капитала.

Потеря стоимости корпоративного капитала для акционеров – это главная угроза их благосостояния в перспективном периоде, поэтому в процессе оценки необходимо учитывать воздействие возможных рисков, влияющих на величину стоимости. В связи с тем, что зависимость между уровнями доходности и риска формирования и использования капитала носит прямо пропорциональный характер, риски выступают одним из факторов стоимости корпоративного капитала.

Несмотря на многообразие существующих классификаций рисков, в том числе и финансовых, деление рисков на риски, связанные с формированием капитала, и риски, связанные с использованием капитала, можно встретить только в работах И.А. Бланка. В то же время финансовые риски в корпорациях нефтегазовой отрасли невозможно однозначно верифицировать как риски, связанные только с формированием капитала, и риски, связанные с его использованием, в связи с тем, что одни и те же факторы риска могут привести к потерям как источников финансовых ресурсов, так и активов корпорации.

Кроме этого, число исследований, объектом которых выступает проявление финансовых рисков именно в нефтегазовой отрасли, ограничено. Одной из наиболее полных работ в области рисков нефтяной отрасли является отчет, опубликованный в 2011 г. британской аудиторской компанией «Эрнст энд Янг» «10 основных рисков для компаний нефтегазовой отрасли» [1]. Однако финансовых рисков исследователи выделяют только два – ухудшение финансовых условий деятельности компаний и неустойчивость цен.

Многообразие финансовых рисков, влияющих на стоимость корпоративного капитала в процессе его формирования и использования, – инфляционный, валютный, процентный, кредитный риски, риски ликвидности, снижения платежеспособности и потери финансовой устойчивости – возникает под воздействием переменных – факторов риска. Поэтому прежде чем мы остановимся на видах финансовых рисков формирования и использования капитала, необходимо идентифицировать те факторы, которые приводят к их возникновению в нефтегазовой отрасли.

Изучение отчетов о деятельности ОАО «Газпром нефть», ОАО «Лукойл», ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Сургутнефтегаз» позволило выделить четыре основных фактора рисков формирования и использования корпоративного капитала [2–6]: волатильность мировых цен на нефть и нефтепродукты, изменение курса российского рубля к доллару США, инфляцию и рост налоговой нагрузки на нефтяные компании. Остановимся на каждом из них.

Конъюнктура цен на рынках нефти, газа и нефтепродуктов оказывает наиболее существенное влияние на показатели финансовых результатов нефтяных компаний России и обусловлена такими причинами, как [5. С. 26] баланс мирового и регионального спроса и предложения, фактические и прогнозируемые темпы роста мировой экономики и крупнейших стран – потребителей нефти, геополитическая ситуация в нефтегазодобывающих регионах, уровень запасов нефти, газа и нефтепродуктов.

На российском рынке цены на нефть и нефтепродукты зависят, с одной стороны, от конъюнктуры мирового рынка углеводородного сырья, с другой – от внутренних факторов: развития транспортной инфраструктуры, налогообложения и государственного регулирования отрасли.

Макроэкономические условия 2010–2011 гг. характеризовались сохранением достаточно высокого уровня цен на нефть и нефтепродукты в сравнении с кризисными 2008–2009 гг. с тенденцией их повышения (таблица).

Темповые изменения факторов финансовых рисков в нефтегазовой отрасли в 2007–2011 гг.*

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011
Цена на нефть сорта «Юралс» (декабрь к декабрю предыдущего года)	1,518	0,429	1,933	1,218	1,203
Официальный курс рубля к доллару США на конец периода	0,932	1,197	1,029	1,008	1,056
Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю предыдущего года)	1,119	1,133	1,088	1,088	1,061

* Рассчитано автором на основе материалов официального сайта Банка России www.cbr.ru (вкладка «Статистика»).

По оценке компаний рост цен, начавшийся в декабре 2010 г. и продолжившийся в первом полугодии 2011 г., в основном был обусловлен спекулятивным фактором, вызванным политической нестабильностью на Ближнем Востоке и в Северной Африке. В третьем квартале 2011 г. цены стабилизировались, однако финансовая напряженность в Европе и США привела к некоторой ценовой коррекции.

За девять месяцев 2011 г. в сравнении с аналогичным периодом прошлого года цены на нефть изменились в сторону увеличения следующим образом

[3. С. 9]: нефть марки «Брент» – на 45,1% до 111,89 долл. США за баррель, нефть марки «Юралс» – на 43,9% до 109,24 долл. США за баррель. В то же время средняя цена нефти марки «Юралс» в третьем квартале 2011 г. по сравнению со вторым кварталом 2011 г. снизилась на 2,0% – со 113,74 до 111,48 долл. за баррель, марки «Брент» – уменьшилась на 3,1% и составила 113,41 долл. США за баррель (см. таблицу).

Что касается ценообразования на внутреннем рынке, то большая часть операций проводится между компаниями, входящими в состав той или иной вертикально интегрированной группы. Цена на нефть, которая не перерабатывается и не экспортируется ни одной из вертикально интегрированных компаний, определяется, как правило, от операции к операции с учётом мировых цен на нефть, но при этом без прямой привязки или взаимосвязи. В любой момент могут наблюдаться значительные расхождения между регионами по ценам на нефть одного и того же качества в результате влияния экономических условий и конкуренции [3. С. 9].

Значительная доля доходов нефтяных корпораций выражена в долларах США, так как основную часть выручки формируют экспортные операции по реализации нефти и нефтепродуктов, что порождает второй фактор рисков изменения стоимости их капитала – изменение курса российского рубля к доллару США.

В частности, укрепление рубля по отношению к доллару США приводит к росту затрат, большая часть которых выражена в рублях, в долларовом исчислении, и наоборот. За девять месяцев 2011 г. обменный курс рубля по отношению к доллару США сократился на 4,6% (0,5% в 2010 г.) [2, 4], тогда как в третьем квартале 2011 г. по сравнению со вторым кварталом, доллар укрепился к рублю на 3,8% – с 27,99 до 29,05 руб. за доллар США (также см. таблицу 1).

Ослабление покупательной способности доллара США в Российской Федерации, рассчитанное исходя из обменных курсов рубля к доллару США и уровня инфляции в Российской Федерации, составило за девять месяцев 2011 г. 14,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако в третьем квартале рубль обесценился на 3,5% по сравнению со вторым кварталом 2011 г., что оказало существенное влияние на финансовые результаты корпораций нефтегазовой отрасли [3. С. 10].

Инфляция – это третий фактор рисков формирования и использования корпоративного капитала, воздействие которого неоднозначно: инфляция приводит к обесценению финансовых ресурсов, поэтому отрицательно воздействует на стоимость капитала, но при наличии по фиксированным ставкам заимствований позволяет сократить стоимость привлеченных ресурсов. В 2011 г. (девять месяцев) инфляция составила 4,7%, что меньше, чем в 2010 г., – 6,2% [3. С. 10].

Влияние рассмотренных факторов рисков формирования и использования корпоративного капитала носит совместный характер, их изменения характеризуются определенной взаимосвязью (таблица).

Основываясь на результатах проведенных расчетов, можно сделать вывод о взаимосвязи ценового, курсового и инфляционного факторов, что особенно проявилось в кризисный для отрасли 2008 г.: сокращение цены на нефть, рас-

считанное по декабрю 2008 г. к декабрю 2007 г., на 57% сопровождалось максимальным за пять лет приростом курса рубля к доллару США – на 20% и максимальным же приростом индекса потребительских цен – более чем на 13%. В годы выхода из финансового кризиса темпы роста всех рассмотренных показателей стабилизировались и приобрели однонаправленное движение (были положительны).

Налоговая нагрузка на нефтяные компании – четвертый фактор рисков формирования и использования корпоративного капитала. Средние ставки налогов, применяемых для налогообложения нефтяных компаний Российской Федерации, за девять месяцев 2011 г. относительно аналогичного периода предыдущего года изменились следующим образом [3. С. 11]:

- пошлины на экспорт нефти возросли на 52,8%;
- пошлины на экспорт продуктов нефтепереработки увеличились в диапазоне от 43,1% (на средние дистилляты (реактивное топливо), дизельное топливо и газойли) до 81,2% (на жидкие топлива (мазут));
- налог на добычу полезных ископаемых на нефть возрос на 48,1%, на природный газ – на 61,2%.

Столь существенное увеличение налоговой нагрузки на нефтяные компании обусловлено тем, что ставки налогов, применяемых для налогообложения, зависят от мировой цены на нефть. Так, базовая ставка налога на добычу полезных ископаемых для нефти составляет 419 руб. за метрическую тонну, которая корректируется в зависимости от мировых рыночных цен на нефть марки «Юралс» и обменного курса рубля.

Ставка налога равняется нулю, если средняя мировая рыночная цена на нефть в течение налогового периода была меньше или равна 15 долл. за баррель. Дополнительный прирост мировой рыночной цены на нефть на 1 долл. за баррель ведет к росту ставки налога на 1,61 долл. за тонну (или на 0,22 долл. за баррель при использовании коэффициента пересчета, равного 7,33). В настоящее время на 2012 и 2013 гг. установлены базовые ставки налога на добычу полезных ископаемых в размерах 446 и 470 руб. соответственно.

Налог на добычу природного газа исчисляется с использованием фиксированной ставки. Ставка налога на добычу полезных ископаемых для природного газа, не менявшаяся с 1 января 2006 г. до 31 декабря 2010 г. (147 руб. за 1000 куб. м природного газа), с 1 января 2011 г. была увеличена сразу на 61% до 237 руб. за 1000 куб. м природного газа.

Ставка экспортных пошлин на нефть определяется на основе прогрессивной шкалы расчета. Если средняя мировая рыночная цена на нефть марки «Юралс» меньше или равна 15 долл. за баррель, то ставка пошлины равна нулю. Каждый дополнительный прирост рыночной цены на 1 долл. за баррель в интервале цен от 15 до 20 долл. за баррель ведет к росту экспортной пошлины на нефть на 0,35 долл. за баррель и т.д. С 1 октября 2011 г. максимальная величина прироста ставки пошлины при росте цены на 1 долл. за баррель составит 0,6 долл. за баррель. Расчет ставки пошлины производится ежемесячно на основании мониторинга нефтяных цен за месяц, непосредственно предшествующий расчету.

В соответствии со ст. 96.6 Бюджетного кодекса Российской Федерации к нефтегазовым доходам федерального бюджета относятся доходы федерального бюджета от уплаты:

– налога на добычу полезных ископаемых в виде углеводородного сырья (нефть, газ горючий природный из всех видов месторождений углеводородного сырья, газовый конденсат из всех видов месторождений углеводородного сырья);

– вывозных таможенных пошлин на нефть сырую;

– вывозных таможенных пошлин на газ природный;

– вывозных таможенных пошлин на товары, выработанные из нефти.

Высокая зависимость бюджета Российской Федерации от поступлений нефтегазового сектора и необходимость преодоления дефицита федерального бюджета обуславливают дальнейшее повышение налоговой нагрузки на нефтяные компании.

Рассмотренные факторы формируют финансовые риски, преимущественно систематического характера, которые должны учитываться при оценке стоимости корпоративного капитала.

Инфляционный риск (изменение индекса потребительских цен) оказывает влияние как на процесс формирования, так и использования капитала, реализуется в росте цен на материалы, комплектующие и оборудование, увеличивая себестоимость продукции. Согласно Ван Хорну и Глэссмайеру [7], инфляция тройко воздействует на стоимость фирмы (справедливости ради следует отметить, что авторы сформулировали гипотезы для условий неожиданной инфляции, но, на наш взгляд, их воззрения вполне справедливы и для оценки воздействия инфляции на стоимость капитала в современных условиях):

1) чем выше темп инфляции, тем больше стоимость капитала (при условии наличия у корпорации кредитов/долга); рост инфляции приводит к перераспределению средств от кредиторов к заемщикам, поскольку кредиты возвращаются обесцененными деньгами; замедление инфляции приводит к обратному эффекту;

2) воздействие инфляции сокращает стоимость капитала фирм, вложивших существенные средства в основной капитал и производственные запасы (а именно такими фирмами являются корпорации нефтегазовой отрасли), поскольку амортизационные отчисления, уменьшающие налоговые отчисления, отражаются по первоначальной стоимости;

3) воздействие инфляции отрицательно влияет на прибыль корпорации, поскольку в условиях повышения инфляции Центральный банк вынужден будет перейти к ужесточению денежно-кредитной политики, что приведет к угнетению деловой активности и, как следствие, прибыли; также цены на факторы производства реагируют на инфляцию быстрее, нежели цены на готовую продукцию.

По оценкам менеджмента нефтяных корпораций, существующие и прогнозируемые уровни инфляции незначительно влияют на стоимость капитала, поскольку далеки от критических для отрасли значений. ОАО «Роснефть», например, в качестве критического значения инфляции признает

уровень, вдвое превышающий тот, который соответствует прогнозу инфляции Минэкономразвития на текущий год.

В отчете ОАО «Лукойл» отмечается, что наибольшее влияние инфляционный риск имеет в области капитальных затрат, поэтому может поставить под угрозу успешное выполнение инвестиционных проектов.

В то же время, если ОАО «Роснефть» «не предпринимает каких-либо особых действий для уменьшения указанного риска, так как считает его незначительным» [6. С. 153], то ОАО «Сургутнефтегаз» инфляционный риск «учитывает и прогнозирует... при планировании деятельности, оптимизирует затраты, развивает собственное вспомогательное производство, а также ведет систематическую работу по диверсификации поставщиков и установлению долгосрочных отношений с контрагентами» [5. С. 26]. ОАО «Лукойл» «уделяет ключевое внимание сдерживанию роста затрат, а также оценке данного риска при разработке инвестиционных проектов и принятии инвестиционных решений» [4. С. 22].

С точки зрения автора, при оценке стоимости капитала нефтегазовых корпораций инфляционный риск игнорировать нельзя, поскольку его воздействие приводит к его (капитала) обесценению. Для этого возможно использование модели (или эффекта) Фишера [8. С. 397; 9. С. 300], показывающей зависимость между номинальной и реальной стоимостью денежной единицы (в наших целях – капитала). Тогда коэффициент поправки стоимости капитала на инфляционный риск (k_1) можно найти путем деления номинальной стоимости капитала на индекс инфляции:

$$k_1 = 1 / I = 1 / ((1 + i_1) \times (1 + i_2) \times \dots \times (1 + i_n)). \quad (1)$$

Для оценки инфляционного риска в целях инвестиционного проектирования в некоторых исследованиях (напр., [10. С. 155]) при оценке чистой приведенной стоимости проекта предлагается денежные потоки (числитель формулы расчета приведенной стоимости CF) корректировать на индекс инфляции путем их умножения:

$$CF_i = CF \times I. \quad (2)$$

Валютный риск формирования капитала связан с тем, что значительная часть выручки от экспортных операций по реализации нефти и нефтепродуктов в страны ближнего и дальнего зарубежья номинирована в иностранной валюте, тогда как основная часть затрат номинирована в рублях. Соответственно валютный риск существенно снижается, если затраты выражены в иностранной валюте.

Также большинство нефтегазовых корпораций являются крупными заемщиками на международном кредитном рынке (ОАО «Роснефть», ОАО «Газпром нефть», ОАО «Лукойл»). Большая часть займов номинирована в долларах США, как и текущие обязательства по обслуживанию этих займов.

Валютный риск использования капитала связан с тем, что в структуре финансовых резервов корпораций большую часть составляют вложения в иностранной валюте.

При оценке стоимости активов валютный риск предлагается учитывать [10. С. 156; 11. С. 128] путем корректировки его стоимости на темп изменения курса валюты (коэффициент поправки стоимости капитала на валютный риск k_2):

$$k_2 = \text{Курс на дату оценки} / \text{Курс на дату приобретения.} \quad (3)$$

Валютная структура выручки и обязательств одновременно действует как механизм встроенного хеджирования, где разнонаправленные факторы компенсируют друг друга. Сбалансированная структура требований и обязательств по валюте сводит к минимуму влияние факторов валютного риска на результаты финансово-хозяйственной деятельности [6. С. 152]. В части несбалансированной доли требований и обязательств в иностранной валюте ОАО «Роснефть», например, управляет валютными рисками путем заключения срочных сделок по продаже валюты [6. С. 152].

ОАО «Сургутнефтегаз» для снижения влияния валютного риска использования капитала применяет бивалютное размещение финансовых резервов [5. С. 26].

Процентный риск отражает опасность потерь в результате изменения рыночных процентных ставок, воздействует и на формирование, и на использование корпоративного капитала.

Основным источником заимствований нефтегазовых корпораций (ОАО «Роснефть», ОАО «Газпром нефть», ОАО «Лукойл») является международный кредитный рынок. Процентные ставки по обслуживанию большей части кредитов и облигационных займов базируются на основе ставок по межбанковским кредитам LIBOR и EURIBOR, поэтому увеличение этих процентных ставок приведет к росту стоимости заемного капитала, средневзвешенной стоимости капитала.

Процентный риск формирования капитала генерирует и другие финансовые риски – кредитный, потери платежеспособности, ликвидности.

Процентный риск использования корпоративного капитала связан, с одной стороны, с инвестиционной составляющей: повышение уровня процентных ставок приводит к удорожанию реализуемых инвестиционных проектов. С другой стороны, свободные денежные средства размещаются предприятиями на депозитах и изменение процентных ставок по ним ведет к изменению доходности. Следует отметить, что зависимость процентных ставок привлечения и размещения денежных средств на финансовом рынке, как правило, прямая, т.е. при росте процентных ставок рефинансирования растут и ставки привлечения, и ставки размещения.

Для снижения влияния процентного риска формирования капитала возможно использовать фиксирование уровня процентной ставки части кредитного портфеля (как это делает ОАО «Роснефть»), осуществление сделок с производными финансовыми инструментами, сохранение высокого кредитного рейтинга и уровня долга.

Общеизвестно, что чем выше риск вложения капитала, тем выше ожидаемая доходность размещения, поэтому при оценке стоимости капитала корпораций с учетом процентного риска, с точки зрения автора, следует кор-

ректировать значение стоимости капитала (ставки дисконтирования, или средневзвешенной стоимости капитала) на премию риска. Методика поправки на риск [12. С. 649; 13. С. 113] предполагает увеличение стоимости капитала на премию риска путем простого суммирования. Отсюда, чем выше стоимость капитала с учетом риска, тем большей доходностью он характеризуется. Другими словами, коэффициент поправки стоимости капитала на процентный риск k_3 будет выглядеть следующим образом:

$$k_3 = 1 + \text{Премия за процентный риск.} \quad (4)$$

Для снижения влияния процентного риска использования капитала можно рекомендовать механизмы диверсификации инвестиционного портфеля, совершенствования политики по кредитованию контрагентов.

Кредитный риск формирования корпоративного капитала связан с процентным риском повышения ставок по привлекаемым финансовым ресурсам, что может привести к затруднению выполнения нефтегазовыми компаниями обязательств по кредитам и займам. В связи с этим для поправки стоимости корпоративного капитала на кредитный риск предлагается использовать такой же методический подход, как и при учете процентного риска. Тогда коэффициент поправки стоимости капитала на кредитный риск k_4 будет выглядеть следующим образом:

$$k_4 = 1 + \text{Премия за кредитный риск.} \quad (5)$$

Для нивелирования влияния кредитного риска необходимо сохранять достаточный для сохранения высокого кредитного рейтинга уровень финансовой независимости.

Кредитный риск использования корпоративного капитала заключается в неисполнении контрагентами обязательств по оплате поставленной продукции. Для снижения этого вида кредитного риска следует выбирать контрагентов, имеющих высокий кредитный рейтинг, использовать аккредитивы и гарантии банков, применять инструменты по лимитированию концентрации кредитных рисков, приходящихся на одного контрагента.

Риски ликвидности оказывают негативное влияние и на процессы формирования капитала, и его использования. С одной стороны, этот вид рисков связан с нарушением ликвидности баланса – несоответствием групп активов группам пассивов по степени срочности погашения, с другой – с ухудшением финансовых коэффициентов ликвидности: недостаточность денежных средств, других видов активов для сохранения значений коэффициентов в рамках заданных значений.

Риск снижения платежеспособности реализуется как невозможность выполнения обязательств перед контрагентами в установленный срок, связан с риском потери ликвидности в случае изменения структуры активов или пассивов корпорации. На наш взгляд, влияние риска снижения платежеспособности отечественных корпораций нефтегазовой отрасли незначительно и может оцениваться как минимальное, поскольку наибольшая доля акционерного

капитала у корпораций со значительным уровнем долга (ОАО «Роснефть» и ОАО «Газпром нефть») принадлежит государству.

Риск потери финансовой устойчивости связан с высокой долей в структуре источников финансирования заемных средств. Из рассмотренных показателей финансовой устойчивости нефтегазовых корпораций России не прибегает к заимствованиям только ОАО «Сургутнефтегаз», а следовательно, и риску потери финансовой устойчивости общество не подвержено. Напротив, финансовая независимость ОАО «Роснефть» и ОАО «Газпром нефть» граничит с рекомендуемым значением – 0,5.

Поскольку все финансовые показатели деятельности организаций взаимосвязаны (т.е. именно наращивание заемного финансирования приводит к потере платежеспособности, ликвидности баланса и финансовой устойчивости) и именно инфляционный, валютный, процентный и кредитный риски формирования и использования капитала генерируют риски потери платежеспособности, ликвидности и, как следствие, финансовой устойчивости, то стоимость корпоративного капитала (CC_R) с учетом рисков его формирования и использования представляет собой произведение номинальной стоимости капитала (CC_N) на поправочные коэффициенты, характеризующие риски:

$$CC_R = CC_N \times k_1 \times k_2 \times k_3 \times k_4. \quad (6)$$

Таким образом, существует четыре фактора, которые приводят к возникновению финансовых рисков при формировании и использовании капитала в нефтегазовой отрасли: изменения цен на нефть и нефтепродукты на мировых рынках, изменения курса российского рубля относительно доллара США, инфляция и рост налоговой нагрузки на нефтяные компании. К финансовым рискам, возникающим под воздействием рассмотренных факторов, относятся инфляционный, валютный, процентный, кредитный риски, риски снижения ликвидности, платежеспособности и потери финансовой устойчивости. При оценке стоимости корпоративного капитала с учетом финансовых рисков следует использовать поправочные коэффициенты к номинальной стоимости капитала корпорации: инфляционный, валютный, процентный и кредитный.

Литература

1. 10 основных рисков для компаний нефтегазовой отрасли: исследование «Эрнст энд Янг» в области бизнес-рисков. 2010 год [Электронный ресурс]. 28 с. URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-OG-business-risk-report-2010-RU/\\$FILE/EY-OG-business-risk-report-2010-RU.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-OG-business-risk-report-2010-RU/$FILE/EY-OG-business-risk-report-2010-RU.pdf) (дата обращения: 29.01.2012).
2. Анализ руководством финансового состояния и результатов деятельности ОАО «Газпром нефть» за три месяца, закончившиеся 30 сентября и 30 июня 2011 г., и девять месяцев, закончившихся 30 сентября 2011 и 2010 гг. М., 2011. 33 с.
3. Анализ руководством финансового состояния и результатов деятельности ОАО «Лукойл» за три и девять месяцев, закончившихся 30 сентября 2011 и 2010 гг. М., 2011. 26 с.
4. Ежеквартальный отчет ОАО «Лукойл» за третий квартал 2011 г. М., 2011. 521 с.
5. Годовой отчет ОАО «Сургутнефтегаз» за 2010 год. Сургут, 2011. 100 с.
6. Годовой отчет ОАО «НК «Роснефть» за 2010 год. М., 2011. 301 с.
7. Van Horn J., Glassmire W. The Impact of Unanticipated Changes in Inflation on the Value of Common Stocks // Journal of Finance. December 1972. P. 1083–1092.

8. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000. XVIII. 686 с.
9. Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов: пер. с англ. под общ. ред. Ю.В. Шленова. М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000. 720 с.
10. Царев В.В., Кантарович А.А. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учеб. пособие. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. 575 с.
11. Оценка бизнеса: учеб. / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2007. 736 с.
12. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2010. 1024 с.
13. Тимофеев Т. Риски инвестиционного проекта. Методы анализа // Русское издание Financial Director. 2008. Июль–август. С. 112–115.