Ялов А.Н.
Аспирант МГУ им. М.В. Ломоносова
yalov@mail.ru

Ключевые проблемы недооцененности российских компаний

В статье раскрываются основные причины недооцененности российских компаний (в контексте определения справедливой рыночной стоимости), и содержатся авторские рекомендации по путям их устранения с позиций внутрифирменной оптимизации.

К настоящему моменту оценка российских компаний во многих аспектах остается сложным и запутанным делом для многих инвесторов. Существует множество факторов, которые поддерживают эту ситуацию на столь неопределенном уровне. Раскрытие этих факторов следует начать с того, что операционная деятельность и структура собственности подавляющего большинства российских компаний непрозрачны, а механизмы внутреннего контроля слабы. Высокая концентрация собственности и непрозрачность ее структуры создают риск потери стоимости для миноритарных акционеров. Кроме того, по-прежнему являясь владельцем значительных пакетов акций во многих важнейших компаниях, государство систематически использует свое влияние для реализации стратегических интересов, зачастую в ущерб интересам миноритарных акционеров. По мнению аналитиков компании Standard&Poor`s[1], улучшению инвестиционного климата в России также препятствуют избирательное правоприменение, неэффективность и коррупция в регулирующих органах. По-прежнему существует необходимость в значительном совершенствовании российского корпоративного законодательства. В частности, законодательство не предусматривает эффективного регулирования раскрытия информации о собственности и не содержит четких критериев независимости директоров и аудиторов. В нормах закона, регулирующих поглощения и выкуп акций, отсутствует понятие справедливой рыночной цены. Кроме того, законодатели испытывают давление со стороны различных промышленных лоббистских групп в отношении принятия поправок к законодательству, которые могут привести к нарушению прав миноритарных акционеров. К тому же судебная система страдает от хронического дефицита ресурсов, недостаточной квалификации и независимости, что препятствует эффективному применению норм корпоративного законодательства. Эта слабость институциональной системы затрудняет урегулирование корпоративных конфликтов и стимулирует агрессивную борьбу за получение контроля над компаниями и проведение враждебных поглощений.

Вместе с тем следует отметить и ряд положительных изменений. Перераспределение прав собственности, возникновение стратегических акционеров (как правило, связанное со значительным вложением средств) и борьба за

привлечение иностранного капитала являются движущими силами, улучшающими взаимоотношение между компаниями и инвесторами.

Анализируя особенности российского фондового рынка можно выделить основные причины недооцененности российских компаний. Количество причин может различаться в зависимости от основания для классификации, выбранного исследователем. Наиболее оптимальным списком представляется следующий список причин недооцененности компаний:

- отсутствие четкой стратегии корпоративного развития компании;
- отсутствие прямой экономической заинтересованности менеджеров в повышении рыночной капитализации;
- недостаточное внимание руководства компании к работе с акционерами и инвесторами;
- неудовлетворительное качество раскрытия информации о деятельности компании;
- недостаточная степень прозрачности финансовых потоков компании;
- низкая ликвидность рынка акций;
- страновые риски.

Перечисленные причины можно условно разделить на три группы: внутрифирменные проблемы (связанные с рисками корпоративного управления), рыночные факторы и страновые факторы. Далее подробнее остановимся на обозначенных причинах.

Отсутствие четкой стратегии корпоративного развития компании.

Целью стратегии корпоративного развития является получение высокой и устойчивой прибыли с помощью более рационального использования имеющихся ресурсов, разработка и выпуск новых видов продукции и услуг. Стратегия развития является ключевым фактором, обусловливающим привлекательность активов для инвесторов. Пренебрежение стратегией ведет к неструктурированности бизнеса, нечеткому распределению зон ответственности за результаты деятельности, что приводит к низкой производительности работников, несогласованности в действиях как внутри функциональных структур, так и между ними. В подобной ситуации инвесторы не готовы делить риски корпоративного управления с менеджментом компании, поскольку не в состоянии адекватно спрогнозировать перспективы положения компании на рынке, результаты деятельности и инвестиционную привлекательность бизнеса.

Отсутствие прямой экономической заинтересованности менеджеров в повышении рыночной капитализации.

В большинстве российских компаний система вознаграждения топменеджмента не привязана к эффективности управления компанией (Другие варианты системы вознаграждения будут изложены в п. «Введение опционных планов для руководства»). В подобной ситуации возникает проблема

агентских издержек. Это явление раскрывается в некоторых работах, в частности в монографии Е.В. Чирковой[2]. Суть теории агентских издержек заключается в том, что агенты (управленцы), нанятые принципалами (собственниками или акционерами), действуют так, чтобы максимизировать полезность для себя, а не для принципала[3]. Это происходит в ситуации, когда последствия экономических действий агентов ложатся на их плечи не полностью, существенная часть приходится на долю принципала, то есть агент делит риски своей деятельности с принципалом. Подобный конфликт интересов приводит к тому, что менеджеру безразлично изменение рыночной капитализации до тех пор, пока это не будет оказывать на него непосредственного воздействия.

Недостаточное внимание руководства компании к работе с акционерами и инвесторами

В России пока еще не сформирована культура взаимодействия между руководством компании и портфельными инвесторами/миноритарными акционерами. Результаты опроса аналитиков ведущих инвестиционных банков показывают, что менеджмент компаний слабо взаимодействует с инвестиционным сообществом, инвесторам доступна лишь фрагментарная информация, а профессионализм и оперативность работы российских специалистов службы по работе с инвесторами существенно отстает от мирового уровня[4]. В процессе борьбы за контроль над бизнесом руководство часто «забывает» об интересах миноритариев, принимая решения, не совпадающие с интересами последних. Данная негативная особенность влияет на восприятие инвестиционной привлекательности компании фондовым рынком и повышает премию за риск вложения в эти активы. Лишь 15% опрошенных аналитиков оценили профессиональный уровень специалистов по связям с инвесторами как близкий к мировому, а большинство полагают, что до мирового уровня отечественным IR-службам (Investment Relations) еще весьма далеко. Более высокую оценку IR-деятельности компаний склонны давать аналитики, специализирующиеся на телекоммуникациях и металлургии, предприятия других отраслей характеризуются как заметно менее подготовленные. Опрошенные аналитики отмечают низкую адресность работы IR-служб большинства компаний, плохое понимание ими информационных потребностей и задач инвесторов. Компании не умеют сегментировать свою аудиторию, предоставляют всем единообразную информацию, которая к тому же не отвечает запросам пользователей[5].

Следует отметить ещё одну особенность взаимодействия руководства компании и держателей акций. На развивающихся рынках (в т.ч. и на российском) широко распространена практика выплаты «нулевых дивидендов» по обыкновенным акциям. Данное решение обосновывается тем, что на растущем рынке предпочтительнее реинвестировать заработанные средства в развитие бизнеса по сравнению с выводом денег из оборота в виде дивидендов. Подобная дивидендная политика оставляет только один вариант получения дохода для миноритарного акционера – через рост курсовой стоимости акций. В этой ситуации отсутствие внятной политики в отношении акционеров

влечет повышение премии за риск обладания данными ценными бумагами и, как следствие, снижение стоимости компании.

Неудовлетворительное качество раскрытия информации о деятельности компании

На развивающихся рынках различные заинтересованные группы обладают разным объемом информации о деятельности компании. Очевидно, что менеджеры располагают большей и более точной информацией о состоянии фирмы по сравнению с другими участниками рынка, и будут использовать это преимущество при решении каких-либо задач по обеспечению деятельности настолько, насколько это позволяют делать регулирующие органы. Широкое использование руководством подобной асимметрии информации для получения выгоды является одним из самых ярких отличий развивающихся рынков от развитых. Российский рынок – не исключение. До сих пор в России не принят закон против использования инсайдерской информации; действия, связанные с манипулированием ценами на акции, довольно редко раскрываются и преследуются надзорными органами. Всё это влияет на стоимость российских компаний в сторону понижения.

Недостаточная степень прозрачности финансовых потоков компании

При анализе российских компаний нередко можно столкнуться со следующей ситуацией: структура собственности часто непрозрачна; реальная собственность опосредована через номинальных владельцев, зарегистрированных в России или в оффшорных зонах, несмотря на содержащееся в законодательстве требование о раскрытии информации о владельцах пакетов акций, превышающих 5%. Отчасти в этом есть и «заслуга» государства: из-за сохраняющихся опасений, что правительство будет пересматривать неоднозначные сделки по приватизации прошлых лет, многие компании и финансовые группы не стремятся раскрывать информацию о собственниках акций. Данное обстоятельство приводит к широкому использованию оффшорных счетов и прочих форм непрозрачной собственности, а также нераскрытию структуры бизнеса и использованию сомнительных механизмов трансфертного ценообразования.

Концентрация собственности в сочетании с непрозрачностью ее структуры нередко приводит к проведению значительного числа скрытых сделок с заинтересованностью. Эта опасная тенденция также использует узость определения «заинтересованные стороны» в российском законодательстве. В отсутствие адекватного в применении законодательства непрозрачные сделки с заинтересованностью нередко совершаются по нерыночным ценам, в результате чего происходит фактический вывод активов в пользу конкретной группы заинтересованных лиц, обычно подконтрольных основному акционеру или менеджменту. Таким образом, портфельные инвесторы подвергаются значительному риску размывания стоимости принадлежащих им акций. Особенному риску в этом отношении подвергаются инвесторы в небольшие по размеру компании. У крупных групп имеются стимулы к раскрытию более

подробной информации для получения доступа к международным рынкам капитала, тогда как у более мелких компаний, принадлежащих менеджменту, такие стимулы, как правило, отсутствуют.

Низкая ликвидность рынка акций

Доля свободно торгуемых акций российских компаний сравнительно мала (по двадцати крупнейшим компаниям — 27% против 80-90% в развитых странах). В 2007 г. оборачиваемость российского рынка (отношение среднемесячного биржевого оборота акций к сумме рыночной капитализации) в 2,5 раза ниже, чем в Германии, в 3 раза – чем в Великобритании, в 5 раз – чем в США. В силу низкой ликвидности рынка компании не имеют возможности привлекать и размещать на нем значительные средства без риска неблагоприятных для них изменений стоимости акций.

Незначительная доля акций российских компаний, находящихся в свободном обращении (эта доля часто называется термином «Free Float»), не дает портфельным инвесторам возможности сформировать сбалансированные позиции на российском фондовом рынке. Акции с низким «Free Float» в большей мере подвержены рискам манипулирования ценами и более волатильны, что создает дополнительные риски инвесторам.

Страновые риски

Страновые риски предполагают оценку инвестиционного климата и институциональных факторов, таких как политическая стабильность, информационная открытость, правоприменение и др. В последнее время баланс разных факторов, характеризующих состояние гражданских свобод, независимости судебной системы и правосудия, а также политические риски, вряд ли изменился в лучшую сторону. В современной России проблема борьбы с коррупцией стоит достаточно остро, при этом в 2007 г. ситуация усугубилась, о чем свидетельствуют опубликованные в этом году отчеты фонда «Индем», Всемирного экономического форума, Всемирного банка, а также индекс Transparency International.

Согласно рейтингу экономической свободы (“Index of Economic Freedom”) фонда The Heritage Foundation и Dow Jones & Company, Inc.[6], по итогам 2007 г. из 157 государств Россия заняла только 134-е место, получив оценку «на 49,9 балла свободна» при максимальной оценке 100, что ниже оценки за 2005 и 2006 г. Из других стран БРИК Китай занял 126 место (52,8 балла), Бразилия и Индия – 101 место (55,9 балла) и 115 место (54,2 балла) соответственно. Низкий балл по направлению «свобода в области финансов», по мнению составителей рейтинга, обусловлен неэффективностью банковской системы, недостатками в области банковского надзора и прозрачности, а также ограничениями на вхождение нерезидентов в банковский и страховой бизнес. Низкий рейтинг в области защиты прав собственности означает, что защита прав собственности в России находится на очень слабом уровне, «…судебная система является непредсказуемой, коррумпирована и неспо-

собна квалифицированно рассматривать формально сложные дела. Обеспечить исполнение условий контрактов сложно».

2007 г. не принес существенных изменений в области информационной открытости российской экономики. Пресса не стала более свободной. Наоборот, в течение года ряд центральных изданий перешли в собственность лояльных к органам власти предпринимательских групп.

Ряд позитивных изменений произошли в сфере биржевого листинга. Были повышены требования по минимальной ликвидности финансовых инструментов и капитализации акций, минимальному сроку деятельности эмитентов, допускаемых к листингу, усилению роли бирж в процессе контроля за соблюдением эмитентами законодательства по корпоративному управлению.

Таким образом, выделение возможных причин и их анализ позволяет выработать пути их устранения. В связи с очевидной недооцененностью российских компаний и наличием объективных предпосылок для повышения капитализации, необходимо в первую очередь сконцентрировать усилия на восстановление истинной стоимости бизнеса. Следует подчеркнуть, что значительная часть компаний не в силах повлиять на рыночные и страновые факторы их недооцененности. Исходя из этого, имеет смысл сосредоточиться на решении внутрифирменных проблем.

С точки зрения внутрифирменной оптимизации к мероприятиям, которые могут скорректировать сложившуюся ситуацию, можно отнести следующие:

- повышение качества корпоративного управления;
- введение опционных планов для руководства;
- улучшение качества работы с акционерами и инвесторами, в т.ч. разработка дивидендной политики компании.

Повышение качества корпоративного управления

В настоящее время лишь немногие компании по-настоящему осознают глубину и сложность вопросов корпоративного управления и практики работы советов директоров. На практике реформы корпоративного управления нередко носят поверхностный характер и используются для пропагандистских целей, а не как способ внедрения структур и процедур, которые позволяют акционерному обществу завоевать доверие акционеров, уменьшить риск финансовых кризисов и расширить доступ к капиталу[7]. Создание внутренних структур и процедур, основанных на принципах справедливости, прозрачности, подотчетности и ответственности – нелегкая задача, выполнение которой требует постоянной работы со стороны компании, а именно ее советов директоров.

В рамках повышения качества корпоративного управления целесообразно предпринять следующие действия.

- Разработка кодекса и реализация принципов корпоративного управления в деятельности компании. Подписанные в апреле 1999 г. Руководящие принципы ОЭСР, одобренные Организацией экономиче-

ского сотрудничества и развития (ОЭСР объединяет 29 стран с развитой рыночной экономикой), обобщающие практику государств-членов ОЭСР в области корпоративного управления, стали моделью правил и стандартов, в том числе и для развивающихся рынков. В документе были сформулированы пять главных принципов надлежащего корпоративного управления, которые впоследствии были использованы в качестве основы для рекомендаций Кодекса ФКЦБ при построении системы корпоративного управления Общества: а) система корпоративного управления должна защищать права владельцев акций; б) система корпоративного управления должна обеспечивать равное отношение ко всем владельцам акций, включая мелких и иностранных акционеров; в) система корпоративного управления должна признавать установленные законом права заинтересованных лиц и поощрять активное сотрудничество между компанией и всеми заинтересованными лицами в целях преумножения общественного богатства, создания новых рабочих мест и достижения финансовой устойчивости корпоративного сектора; г) практика корпоративного поведения должна обеспечивать осуществление советом директоров стратегического управления деятельностью общества и эффективный контроль с его стороны за деятельностью исполнительных органов общества, а также подотчетность членов совета директоров его акционерам.

- Улучшение качества предоставления информации о деятельности компании. Система корпоративного управления должна обеспечивать своевременное раскрытие достоверной информации обо всех существенных аспектах функционирования общества, включая: а) финансово-хозяйственное положение общества; б) цели и результаты деятельности; в) акционеров и структуру собственности; г) структуру управления: основных исполнительных должностных лиц общества, членов наблюдательного совета, а также размер их вознаграждения; д) предсказуемые и существенные факторы риска; е) существенные вопросы, касающиеся работников общества и иных заинтересованных лиц; ж) структуру и политику корпоративного управления.
- Введение нормативных ограничений в устав компании и дочерних обществ, не позволяющих проведение дополнительных эмиссий акций без предварительного согласования с акционерами. Данная рекомендация основана на печальном опыте скрытого размывания прав собственности миноритариев.

В результате данных действий могут произойти следующие положительные изменения:

- предоставление большей степени защиты прав миноритарных акционеров компании;
- получение компанией рейтинга корпоративного управления;

– увеличение стоимости компании. Чем лучше система корпоративного управления, тем выше уровень доверия инвестора и, следовательно, тем меньше риск и выше стоимость. Кроме того, рост стоимости компании соответствует основной задаче совета директоров, заключающейся в максимальном увеличении ее привлекательности для акционеров;
– привлечение капитала на лучших условиях. Компания, которая в своей практике придерживается принципов эффективного корпоративного управления, пользуется доверием инвестиционного сообщества. Покупка акций и предоставление кредитов таким компаниям привлекательны для инвесторов и кредиторов и совершаются с большей готовностью. У таких компаний курс акций выше, а заемные средства им обходятся дешевле или предлагаются на более выгодных условиях, когда инвесторы им доверяют. Как следствие, сравнительно низкая стоимость обслуживания долга увеличивает и стоимость компании.

Введение опционных планов для руководства (stock option plan)

Данный метод долгосрочного стимулирования получил широкое распространение на Западе в 90-х гг. Опционная программа (stock option plan) подразумевает право сотрудника купить определенное количество акций данной компании по льготной цене. При выкупе акций компании через несколько лет по цене, которая фиксируется сегодня, менеджер платит свои собственные деньги. Если за этот период акции компании подрастут в цене, то менеджер заработает на разнице в цене акций. Идея опциона состоит в том, чтобы скоординировать интересы собственника компании и наемного работника, который получит прибыль в том случае, когда его компания процветает, и понесет убытки, если компания не обнаружила должной эффективности в своей деятельности и не достигла ожидаемых целей.

В ходе разработки и реализации программы участия руководства компании в опционных схемах могут быть достигнуты следующие результаты:
– установление прямой экономической заинтересованности руководства компании в росте рыночной капитализации;
– совмещение интересов акционеров и менеджеров.

Улучшение качества работы с акционерами и инвесторами

Осознание важности цивилизованного взаимодействия с инвесторами приходит к компаниям на развивающихся рынках далеко не сразу. Вместе с тем, при сравнении компаний, которые осознают важность такого взаимодействия с теми, которые еще на пути к пониманию значимости этого явления, с точки зрения инвестора, очевидно преимущество первых. Очевидно, что отношение инвесторов к вложению денег в российские компании напрямую зависит от того, как защищаются и реализуются права акционеров. Не менее важным является тот факт, что объем инвестиций влияет на благосос-

тояние не только собственников, но и сказывается на экономической ситуации всего общества. Среди рекомендуемых мероприятий можно отметить:

- проведение регулярных встреч руководства с акционерами и инвесторами;
- организация поездок акционеров и инвесторов на производственные объекты (в случае компании, работающей в реальном секторе);
- организация поездок руководства компании, приуроченных к существенным корпоративным событиям, с целью информирования инвестиционного сообщества;
- участие в международных конференциях, семинарах, бизнес-форумах.

Вследствие этих действий можно ожидать следующие изменения:

- повышение степени информационной открытости компании;
- повышение инвестиционной привлекательности компании;
- рост курсовой стоимости акций.

Следует обращать особое внимание на тип и источники информации, для формирования инвестором объективного представления о деятельности компании. По результатам исследования наиболее ценной информацией, которая учитывается при формировании мнения об инвестиционной привлекательности компании, является ее финансовая отчетность по международным стандартам[8]. Чуть менее полезными для аналитиков оказались годовые отчеты и пресс-релизы компаний. Наименее информативной была признаны сведения об аффилированных лицах и текущих котировках акций. Что касается отчетности по российским стандартам, то она не слишком востребована. В свою очередь, из существующих источников информации наиболее полезными аналитики назвали новостные ленты информационных агентств, что свидетельствует о том, что инвесторы не получают достаточно оперативной информации от самих компаний[9]. Что касается формы подачи информации на встречах с инвесторами, то подавляющее большинство аналитиков хотели бы получать раздаточные материалы по результатам встречи, а также пользоваться записями встреч, выложенными в Интернете (кстати, интернет-сайты по степени полезности в качестве источника информации стоят на 2-м месте после новостных лент информационных агентств). Персональное общение инвесторов с руководителями компаний является очень важным, а часто и определяющим фактором при принятии инвестиционного решения. Результаты опроса подтверждают, что представители инвестиционных банков придают большое значение таким встречам[10].

Разработка дивидендной политики компании

Раскрытие дивидендной политики позволяет инвесторам адекватнее сравнивать преимущества вложений в ту или иную компанию. Основываясь на этом, целесообразно уделить внимание разработке и, что особенно важно, доведению до сведения участников рынка дивидендной политики компании,

зависящей от уровня прибыли, денежных потоков от текущих операций и изменения курсовой стоимости и других факторов.

Подобные усилия по повышению прозрачности позволяют достичь следующих результатов:

- четкое понимание участниками рынка зависимости их доходов от результатов деятельности компании. Такое осознание взаимосвязи повышает предсказуемость инвестиционных решений и снижает неопределенность;
- рост курсовой стоимости акций компании. Данное утверждение, на первый взгляд, входит в противоречие с эмпирическими выводами Миллера и Модильяни, опубликованными в 1961 г.[11]. На самом деле, противоречия не существует, ибо в данной работе речь идет именно о публичном раскрытии дивидендной политики, а не об обязательствах регулярных дивидендных выплат.

Перечисленные мероприятия представляют собой первый, начальный, но очень важный этап устранения недооцененности компаний. В качестве дальнейших шагов можно предложить следующий примерный перечень стратегий, направленный не просто на восстановление справедливой рыночной стоимости, но и на ее повышение.

Вторым этапом является интенсификация использования существующих активов, определение стратегических инициатив по повышению эффективности существующих производств. На этом этапе особое внимание следует обратить на:

- повышение эффективности текущей деятельности, использования машин и оборудования;
- снижение текущего уровня затрат;
- повышение эффективности организации труда;
- расширение бизнеса на базе существующих активов;
- оптимизация программы капитальных вложений;
- совершенствование системы управления и организационной структуры;
- разработку и принятие функциональных стратегий для основных областей деятельности:
    - производство;
    - сбыт;
    - материально-техническое снабжение;
    - финансы;
    - НИОКР;
    - персонал.

На третьем этапе производится определение стратегических инициатив по внешнему развитию, его направлениям (диверсификация, интеграция, интернационализация, глобализация) и формам (покупка предприятий, создание совместных предприятий, создание собственных производств).

Четвертый этап представляет собой оптимизацию структуры капитала и финансовых потоков.

Таким образом, проблема недооцененности российских компаний, обусловленная как объективными, так и субъективными факторами, реально существует. Российским компаниям, желающим выйти на международный рынок инвестиций, в качестве первого этапа необходимо диагностировать (при помощи процедуры самообследования или внешнего тестирования) и осознать существующие факторы, приводящие к недооценке. Применение предложенных в данной статье мероприятий преодоления выявленных проблем приведет к приближению рыночной стоимости компании к справедливой.

---

[1] www.standardandpoors.ru/pdfs/1575.pdf

[2] Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределённости. – М.: ЗАО «Олимп–бизнес», 1999.

[3] Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределённости. – М.: ЗАО «Олимп–бизнес», 1999, с. 23.

[4] Мартюшев С., Кононова М. Особенности взаимодействия IR-служб с инвестиционным сообществом // Рынок ценных бумаг. № 3 (330), 2006, с. 42.

[5] Мартюшев С., Кононова М. Особенности взаимодействия IR-служб с инвестиционным сообществом // Рынок ценных бумаг. № 3 (330), 2006, с. 43.

[6] Индекс экономической свободы The Heritage Foundation и Dow Jones Co. (www.heritage.org/index) составляется на основании оценки степени свободы отношений в 10 сферах: экономики, торговли, налоговой, финансовой, денежной, инвестиционной, трудовых отношений, независимости от правительства, защиты прав собственности и независимости от коррупции. В зависимости от итоговой оценки страны разбиваются на 5 групп: свободные (80–100 баллов), преимущественно свободные (70–79,9 баллов), частично свободные (60–69,9 баллов), преимущественно несвободные (50–59,9 баллов), несвободные (0–49,9 баллов).

[7] Красикова И., Филатов А. Зачем компании корпоративное управление? // Управление компанией, 2005, №2, с.60-64.

[8] Мартюшев С., Кононова М. Особенности взаимодействия IR-служб с инвестиционным сообществом // Рынок ценных бумаг. № 3 (330), 2006, с. 44.

[9] Мартюшев С., Кононова М. Особенности взаимодействия IR-служб с инвестиционным сообществом // Рынок ценных бумаг. № 3 (330), 2006, с. 45.

[10] Мартюшев С., Кононова М. Особенности взаимодействия IR-служб с инвестиционным сообществом // Рынок ценных бумаг. № 3 (330), 2006, с. 45.

[11] Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of shares // JB, 1961, vol.34, p. 411-433.