

Количественные методы оценки эффективности корпоративной интеграции

В статье рассматриваются наиболее распространенные подходы к количественной оценке эффективности слияний и поглощений. В частности, исследуются различия в подходах к оценке между портфельными и стратегическими инвесторами, анализируются особенности стоимостного и финансово-экономического подходов, приводится характеристика источников синергии, возникающей в результате корпоративной интеграции. В заключении сформулированы общие рекомендации по проведению оценки эффективности корпоративной интеграции в современных российских условиях.

В условиях свободной рыночной экономики ключевой целью деятельности любой предпринимательской организации является увеличение стоимости компании и благосостояния ее владельцев. При этом в большинстве случаев указанный рост стоимости достигается за счет увеличения масштабов деятельности компании. В поисках источников роста собственник любого предприятия имеет всего лишь две альтернативы: а) мобилизовать внутренние ресурсы компании путем расширения и дозагрузки собственных мощностей и увеличения производительности труда, либо б) приобрести мощности другого предприятия. При этом рост путем приобретения действующих компаний может существенно опережать расширение за счет внутренних факторов. Всю совокупность процессов по объединению компаний и приобретению одним предприятием контроля над другим объединяет сравнительно молодое для отечественной науки понятие “корпоративная интеграция”, аналогом которого в зарубежной литературе является устоявшееся в нашей стране словосочетание “слияния и поглощения”.

При подготовке к сделке по покупке компании наиболее актуальной проблемой является перспективная оценка ее эффективности, предполагающая проведение всестороннего анализа, как объекта приобретения, так и влияния сделки на будущие результаты и стоимость объединенной компании. Зачастую пренебрежение несущественными на первый взгляд факторами приводит к ошибочным выводам и, как результат, к неудовлетворительным последствиям корпоративной интеграции для ее участников. Для минимизации возможных потерь при подготовке к сделке необходимо принимать во внимание максимальное число внешних и внутренних факторов, способных оказать существенное влияние на конечную эффективность интеграции.

В общем случае под эффективностью принято понимать результативность процесса, операции, проекта, определяемую как отношение эффекта, результата к затратам, обусловившим его получение. В приложении к инвестиционным проектам эффективность – категория, отражающая соответствие результата проекта целям и интересам его участников.² *Под эффективностью корпоративной интеграции следует понимать относительную характеристику соответствия результатов сделки поставленным задачам при заданном уровне затрат на ее реализацию. При этом*

абсолютный эффект от сделки по приобретению компании определяется как разница между фактическими результатами и затратами.

Количественная оценка эффективности корпоративной интеграции предполагает:

- оценку изменения стоимости компаний-участниц сделки в результате интеграции;
- расчет абсолютных показателей эффективности деятельности ИПС (суммарный прирост доходов и снижение расходов ИПС в результате интеграции);
- анализ финансовых коэффициентов, характеризующих ликвидность, финансовую устойчивость, деловую активность, рентабельность, положения на рынке капитала и прочие аспекты деятельности ИПС;
- оценку эффективности сделки по приобретению компании в разрезе финансового, инвестиционного, операционного, научно-исследовательского, коммерческого и прочих аспектов.

При выборе конкретной методики оценки эффективности покупки бизнеса следует четко разделять всех инвесторов (компании-покупатели) на две принципиально разные группы: *стратегические* и *портфельные*.

Портфельный инвестор заинтересован в максимизации прибыли непосредственно от владения активом, а не в контроле над предприятием. К данной группе инвесторов относятся инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые компании и т.д. В случае, если приобретение предпринимательской организации является исключительно портфельной инвестицией со стороны компании-покупателя, при оценке эффективности подобной сделки наиболее целесообразно применение финансово-экономического подхода, основные положения которого будут рассмотрены далее.

Стратегический инвестор – инвестор, заинтересованный в приобретении контроля над компанией с целью непосредственного участия в управлении. Стратегические инвесторы стремятся к долгосрочному сотрудничеству и значительным полномочиям при принятии стратегических и оперативных решений (часто контрольный пакет акций, как минимум - место в совете директоров) и могут требовать принятия непопулярных мер, связанных с реорганизацией, изменением стратегии компании-цели. Как правило, в качестве стратегического инвестора выступает компания, деятельность которой связана с бизнесом приобретаемой компании, и конечной целью которой является корпоративная интеграция и достижение *эффекта синергии*.

Реализацию синергетических выгод в конечном итоге можно разделить на две части: увеличение доходов и уменьшение расходов. При этом потенциальное увеличение доходов может достигаться различными способами, в том числе при горизонтальной интеграции за счет увеличения объемов продаж (эффект масштаба) или через перекрестные продажи, когда компания имеет более широкий ассортимент продукции (эффект охвата), либо при прямой вертикальной интеграции за счет увеличения продаж продукции с высокой добавленной стоимостью. Планируемое сокращение расходов может стать результатом ликвидации дублирующихся затрат в объединенной компании, оптимизации технологической и логистической составляющих, обратной вертикальной интеграции.

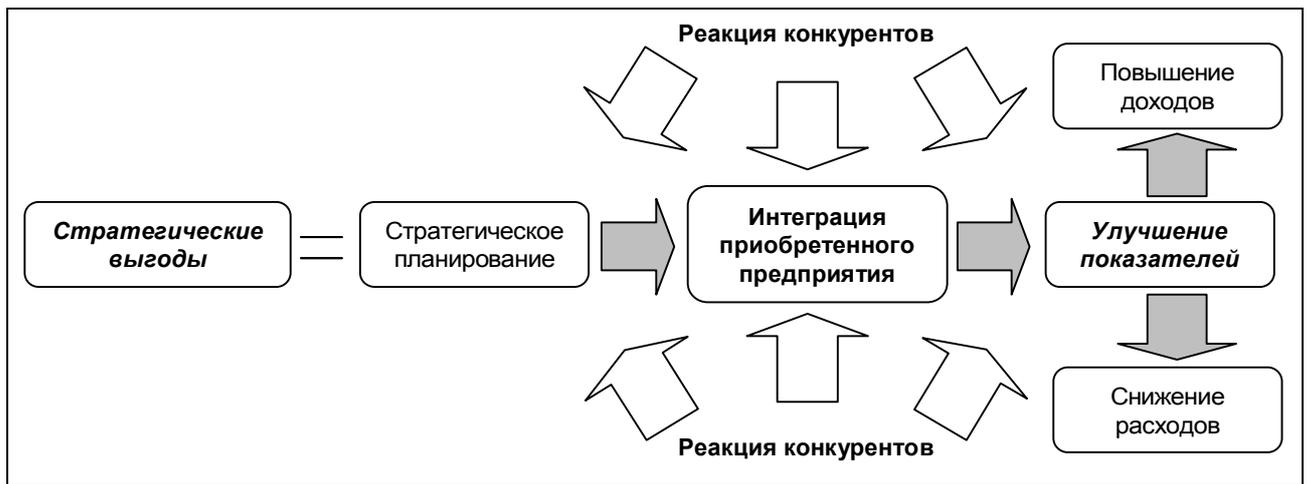


Рисунок 1. Процесс реализации синергетических выгод³

При осуществлении корпоративной интеграции компания-покупатель должна быть осведомлена о фактических и предполагаемых реакциях конкурентов. В случае если какая-либо компания в результате интеграции добивается улучшения рыночной позиции, конкуренты могут ответить собственной программой слияний и приобретений. Таким образом, одна крупная сделка может спровоцировать волну корпоративной интеграции в отдельной отрасли, которая впоследствии может подтолкнуть к интеграции предприятия из смежных отраслей.

Зачастую ожидание синергии позволяет компании-покупателю помимо расходов на сам процесс интеграции выплачивать акционерам компании-цели премию за контроль. Как показывает практика, даже в этом случае синергия может обеспечить объединенной компании прибавку в стоимости (*net acquisition value, NAV*), которая представляет собой абсолютный эффект от сделки:

$$NAV = V_{AB} - (V_A + V_B) - P - E \text{ или } NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E), \text{ где:}$$

- V_{AB} – объединенная стоимость двух компаний;
- V_A – оценка компанией А собственной стоимости;
- V_B – рыночная стоимость акций компании В;
- P – премия, выплаченная за компанию В;
- E – издержки процесса интеграции;

Значение в квадратных скобках второго варианта уравнения представляет собой синергетический эффект от интеграции. Чтобы окупить слияние, этот эффект должен быть больше, чем значение выражения $(P + E)$. В противном случае, компания-покупатель переплатит за цель. После завершения сделки по слиянию (приобретению) на первое место выходит задача фактической интеграции двух различных компаний. Хотя такие факторы, как корпоративная культура и методы работы с персоналом, очень важны для успеха интеграции, их часто бывает трудно измерить и перевести на язык чисел. В то же время, отрицательные последствия несовместимости корпоративных культур непременно проявятся в будущих финансовых результатах объединенной структуры.

В настоящее время наиболее распространенными и проработанными подходами к количественной оценке экономической эффективности корпоративной интеграции являются *финансово-экономический* и *стоимостной* подходы. Использование пер-

вого из них более целесообразно в случае с портфельным инвестором, в то время как при стратегическом приобретении необходима дополнительная оценка стоимостных показателей.

Финансово-экономический подход к оценке эффективности корпоративной интеграции представляет собой систему поставленных перед участниками финансовых целей и задач, а также показателей, отражающих достижение данных целей. При этом финансовые результаты являются одними из ключевых критериев оценки деятельности (как текущей, так и будущей) предпринимательских организаций. Как правило, в качестве основных целей в рамках финансового анализа выступает рост чистой прибыли и чистого денежного потока, увеличение рентабельности продаж и собственного капитала и др.

Общие правила по применению финансово-экономического подхода к оценке эффективности инвестиционного проекта (в случае с портфельными инвестициями, речь идет именно об инвестиционном проекте), содержится в “Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов”, утвержденных в 1999 году. При этом под инвестиционным проектом может пониматься любое вложение денежных средств, в том числе покупка предприятия.

Рассмотрим основные показатели финансовой эффективности более подробно.

⇒ *Чистый дисконтированный доход (ЧДД)* определяется как сумма текущих эффектов за весь срок реализации проекта, приведенная к начальному моменту, или как превышение интегральных результатов в каждом периоде (R_t) над соответствующими интегральными затратами (Z_t), по формуле:

$$\text{ЧДД} = \sum_{t=1}^T (R_t - Z_t) \frac{1}{(1 + E)^t}.$$

Если величина *ЧДД* положительна, то проект признается эффективным, обеспечивающим уровень инвестиционных вложений не менее принятой нормы дисконта (E).

⇒ *Индекс доходности инвестиций (ИД)* представляет собой отношение суммы приведенного эффекта к величине инвестиций (K):

$$\text{ИД} = \frac{1}{K} \sum_{t=1}^T (R_t - Z_t) \frac{1}{(1 + E)^t}.$$

Если индекс доходности равен или больше единицы ($\text{ИД} \geq 1$), то инвестиционный проект эффективен, а если меньше, - неэффективен.

⇒ *Внутренняя норма доходности инвестиций (ВНД)* представляет собой ту норму дисконта ($E_{\text{вн}}$), при которой величина приведенного эффекта равна приведенным инвестиционным вложениям, т. е. ($E_{\text{вн}}$ или *ВНД*) определяется из равенства:

$$\sum_{t=1}^T \frac{R_t - Z_t}{(1 + E_{\text{вн}})^t} = \sum_{t=1}^T \frac{K_t}{(1 + E_{\text{вн}})^t}.$$

Рассчитанная по вышеприведенной формуле величина нормы доходности сравнивается с требуемой инвестором нормой отдачи на капитал. Если *ВНД* равна или больше требуемой нормы доходности, то проект считается эффективным.

⇒ *Срок окупаемости инвестиций ($T_{\text{ок}}$)* – минимальный временной период от начала осуществления проекта (покупки предприятия), за пределами которого интегральный экономический эффект (*ЧДД*) становится и остается в дальнейшем не-

отрицательным. То есть период окупаемости — время с момента оплаты приобретения компании до момента, когда эти и другие расходы, связанные с реализацией проекта, покрываются суммарными результатами от его осуществления.

Наряду с описанными выше показателями, оценка финансово-экономической эффективности корпоративной интеграции может опираться на расчет других критериев с помощью аппарата финансового анализа. Выделяют три основных типа моделей проведения финансового анализа — дескриптивные (аналитическое представление отчетности, вертикальный и горизонтальный анализ, система аналитических коэффициентов и т.д.), предикативные (прогнозные финансовые отчеты, модели динамического и ситуационного анализа) и нормативные (установление нормативов и анализ отклонений фактических данных от нормы).⁴ Следует оговориться, что последний тип моделей целесообразно рассматривать вне рамок проведения процесса интеграции, поскольку он относится к послеинтеграционному этапу. В результате сравнения прогнозных данных (итог предикативных моделей) и текущих состояний (итог дескриптивных моделей) участники оценивают получаемую синергию от интеграции и как следствие, получают ограничения на экономические издержки интеграции.

Стоимостная оценка эффективности корпоративной интеграции является наиболее распространенным подходом, так как стоимость представляет собой наиболее универсальную меру и основной критерий оценки любой предпринимательской организации для ее владельцев, определяющую уровень их благосостояния. В контексте корпоративной интеграции необходима оценка не только стоимости компании-цели и компании-покупателя, но и стоимость объединенной компании, образуемой в результате объединения с учетом синергии.

Согласно определению Федерального закона “Об оценочной деятельности в Российской Федерации” под *рыночной стоимостью* объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:¹

- ü одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- ü стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- ü объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- ü цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- ü платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Однако так как акции многих российских компаний свободно обращаются на фондовом рынке, логично предположить, что рыночную стоимость таких компаний отражают именно котировки их акций на бирже. Поэтому для целей оценки целесообразно использовать понятие *справедливой рыночной стоимости*, трактуя его исключительно как результат оценки.

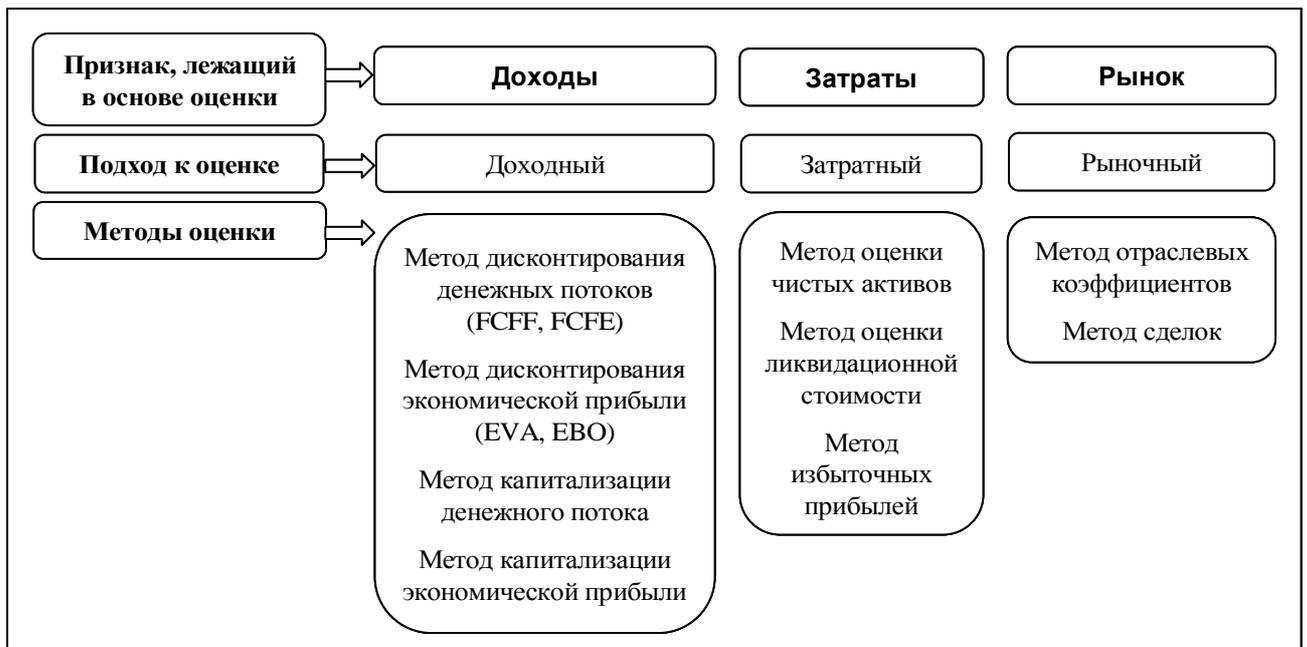


Рисунок 2. Методы оценки справедливой рыночной стоимости компании

В экономической науке и на практике наиболее широкое применение получили три базовых подхода к оценке справедливой стоимости компании: а) доходный; б) сравнительный (рыночный); в) затратный.¹ На практике указанные подходы не заменяют, а дополняют друг друга, поэтому в случае значимости приобретения для компании-покупателя, при оценке эффективности сделки наиболее целесообразно использовать все три подхода. В рамках каждого из подходов выделяются несколько методов, взвешенный результат по которым дает стоимость согласно данному подходу. Как правило, при проведении оценки бизнеса в зависимости от целей оценки, поставленных условий, состояния объекта оценки и состояния экономической среды используют сочетание двух-трех методов наиболее подходящих в данной ситуации. Итоговое значение справедливой рыночной стоимости определяется как взвешенный результат всех подходов. При этом предполагается, что недостатки каждого из методов нивелируются достоинствами других.⁴ Рассмотрим каждый из подходов подробнее.

Доходный подход к оценке справедливой рыночной стоимости компании (*EV*) опирается на методы капитализации и дисконтирования потоков денежных средств, определяющих стоимость объекта на основе доходов, которые он способен приносить в будущем.⁷ То есть, стоимость права контроля равна текущей стоимости доходов от этого права. В первом методе рассчитывается отношение прогнозируемого чистого денежного потока (чистая прибыль, скорректированная на неденежные расходы, изменения в оборотных средствах и внеоборотных активах) к соответствующему коэффициенту капитализации (ставка дисконтирования (*E*) минус среднегодовой темп прироста потока (*r*)). Метод капитализации используется в тех случаях, когда имеет место стабильный поток доходов и постоянный темп их изменения.

$$EV = \text{Чистый денежный поток} \div \text{Коэффициент капитализации} = FCF \div (r - \text{Cagr})$$

В случае, когда ожидаемые в будущем доходы компании значительно отличаются от текущих, используют методы дисконтирования. Схема расчетов включает-

ся в построении финансовой модели и прогноза чистой прибыли или чистого денежного потока на несколько периодов в будущем до момента стабилизации потоков компании. Далее на основе метода капитализации (либо сравнительного метода) определяется стоимость потоков в постпрогнозном периоде. Итоговая рыночная стоимость объекта определяется суммированием приведенной (по заданной ставке дисконтирования) стоимости прогнозируемых доходов и стоимости объекта в постпрогнозном периоде. Ставка дисконтирования чаще всего определяется как средневзвешенная стоимость капитала (WACC). Ниже представлен алгоритм оценки стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков компании (FCFF, Free Cash Flow to Firm):⁷

К спорным моментам доходного подхода стоит отнести субъективность построения прогноза доходов, определения ставки дисконтирования и коэффициента капитализации, а также сложности учета непрофильных и избыточных активов и оценки убыточных предприятий.

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+r)^i} + \frac{TV}{(1+r)^n} + NA; \quad FCFF = EBIT \cdot (1-T) + DDA - \Delta WC - CAPEX, \text{ где}$$

EV – Стоимость компании (Enterprise Value);	$EBIT$ – Операционная прибыль (прибыль от продаж);
r – Ставка дисконтирования (Discount rate);	T – Эффективная ставка налога на прибыль;
TV – Стоимость акционерного капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value):	DDA – Амортизация;
$TV = FCFF_{n+1} \div (r - Cagr)$;	ΔWC – Прирост / уменьшение оборотного капитала;
$Cagr$ – Темп роста денежного потока в постпрогнозном периоде;	$CAPEX$ – Капитальные инвестиции
	NA – Неоперационные (непрофильные) активы.

Рыночный (сравнительный) подход предполагает, что стоимость объекта может быть определена на основе стоимости аналогичных объектов на рынке, при этом, необходимым условием является наличие достаточного количества объектов-аналогов и достоверных источников информации о них. Суть подхода заключается в а) определении ключевых характеристик объекта – критериев стоимости (например, чистая прибыль компании, величина активов, выручка и т.п.); б) нахождении схожих по характеристикам (отрасль, продукция, технологии и т.п.) объектов-аналогов, чья рыночная стоимость известна; в) расчете для них идентичных показателей. Для группы сравнимых объектов определяется набор сравнительных коэффициентов (рыночные мультипликаторы) для каждого объекта-аналога: отношение стоимости объекта к выручке (чистой прибыли, величине активов и т.д.). Далее рассчитываются средние значения соответствующих мультипликаторов по объектам-аналогам и на основе каждого из них определяется вариант стоимости исходного объекта. Взвешенное значение полученных вариантов дает рыночную стоимость оцениваемого объекта. Расчет различных мультипликаторов для целей оценки приведен в аналитической части данного исследования.

Метод отраслевых коэффициентов может опираться на рыночные мультипликаторы отраслей (рассчитываемые исследовательскими и консалтинговыми группами), характеризующие ориентировочную стоимость компании из данной отрасли на основе значения определенного критерия, соответствующего данному мультиплика-

тору. Например, стоимость страховой компании приблизительно равна двум её годовым выручкам.⁷

Метод сделок основывается, в свою очередь, на данных по продажам контрольных пакетов акций.⁵ Другими словами, учитывается приобретение частичного контроля высокой степени (преобладающий и доминирующий) или полного корпоративного контроля. Анализируется стоимость процессов интеграции по аналогичным объектам, т.е. изучаются суммы, выплаченные за контроль над компанией-аналогом. При этом надо учитывать степень приобретаемого контроля.

Несмотря на такие преимущества рыночного подхода как учет реальной ситуации на рынке, основной проблемой является частичная сопоставимость сравниваемых объектов и их показателей, так как абсолютно идентичных компаний на практике не существует.

Затратный подход к оценке стоимости бизнеса базируется на предпосылке, что покупатель не заплатит за объект больше, чем сумма затрат на создание такого же объекта, и стоимость объекта, при этом, не учитывает потенциал компании, а базируется исключительно на текущем состоянии. В рамках затратного подхода выделяют методы ликвидационной стоимости (используется для оценки компании либо в состоянии несостоятельности/банкротства, либо если текущая стоимость ее доходов несоизмерима меньше стоимости материальных активов), чистых активов (используется для компаний, имеющих значительные материальные активы, и предполагает определение стоимости участника на основе разницы рыночной стоимости активов и обязательств) и избыточной прибыли (определяемой как разница прибыли компании и среднеотраслевой прибыли, рассчитанной на основе среднеотраслевых показателей рентабельности активов или прибыли).⁷

В таблице 1 приведены основные преимущества и недостатки методов оценки стоимости компании. Использование каждого из рассмотренных методов требует обоснования в каждом конкретном случае. Например, есть четкая взаимосвязь между методом ликвидационной стоимости и несостоятельностью компании-цели.

Таблица 1. Характеристика основных подходов к оценке стоимости компании

Рыночный подход	Доходный подход	Затратный подход
Преимущества		
<ul style="list-style-type: none"> ü учитывает реальную ситуацию на рынке; ü отражает реальную практику купли – продажи аналогичных объектов. 	<ul style="list-style-type: none"> ü единственный метод, учитывающий будущие ожидания; ü учитывает рыночный аспект (через норму дисконта); ü учитывает экономическое устаревание объектов. 	<ul style="list-style-type: none"> ü основывается на реально существующих активах; ü пригоден для отдельных видов компаний (убыточные, неплатежеспособные).
Недостатки		
<ul style="list-style-type: none"> ü отсутствие полно- 	<ul style="list-style-type: none"> ü большая трудоем- 	<ul style="list-style-type: none"> ü часто не учитывает

Рыночный подход	Доходный подход	Затратный подход
<p>стью идентичных объектов;</p> <p>• статичен, не учитывает будущих ожиданий;</p> <p>• требует внесения целого ряда поправок;</p> <p>• труднодоступные данные.</p>	<p>кость;</p> <p>• высокая доля субъективных оценок;</p> <p>• вероятностный характер.</p>	<p>стоимость нематериальных активов;</p> <p>• статичен, не учитывает будущих ожиданий;</p> <p>• не учитывает потенциал объекта.</p>

Корректировка стоимости. Вне зависимости от того, рассчитана ли стоимость бизнеса методами, основанными на прогнозе будущих результатов, или же за основу берутся ретроспективные данные, оценка бизнеса опирается на ряд ключевых переменных. Их относительная важность может быть различной в зависимости от конкретной ситуации, но на заключение о стоимости влияют такие внутренние переменные, требующие корректировки, как размер оцениваемой доли бизнеса (контрольная, миноритарная); наличие голосующих прав; ликвидность доли и/или бизнеса; положения, ограничивающие права собственности; финансовое положение оцениваемого объекта и прочее. Более того, сумма стоимостей всех отдельных пакетов акций (долей бизнеса) может равняться, а может и отличаться от стоимости предприятия в целом. В большинстве случаев сумма стоимостей отдельных пакетов (долей) меньше стоимости всего предприятия, если бы оно было приобретено одним покупателем. Этот факт объясняется тем, что владение предприятием, оцениваемым как единое целое, сопряжено с иными правами и интересами, чем сумма всех интересов, взятых на миноритарной основе. Проведение большинства корректировок производится на основании экспертных методов.

После того, как проведена оценка компании-цели, компании-покупателя и объединенной компании и определена величина синергетического эффекта, можно приступить непосредственно к расчету эффекта интеграции (ЭИ) и его относительной характеристики – эффективности. Для этого необходимо определить суммарные издержки на интеграцию, включающие в себя две части:

- *затраты по осуществлению процесса интеграции* — работа специалистов, реклама, услуги юристов и инвестиционных консультантов, стоимость используемых финансовых ресурсов, регистрация и оформление. Все затраты должны рассматриваться во временном аспекте и приводиться к моменту осуществления оценки;
- *премия за контроль* – превышение стоимости права контроля над реальной рыночной стоимостью объекта, или иными словами величина переплаты собственникам компании-цели за право контроля. Отметим, что премия может оказаться и отрицательной величиной, если полученная инициатором оценка справедливой стоимости права контроля занижена по сравнению с его рыночной стоимостью.

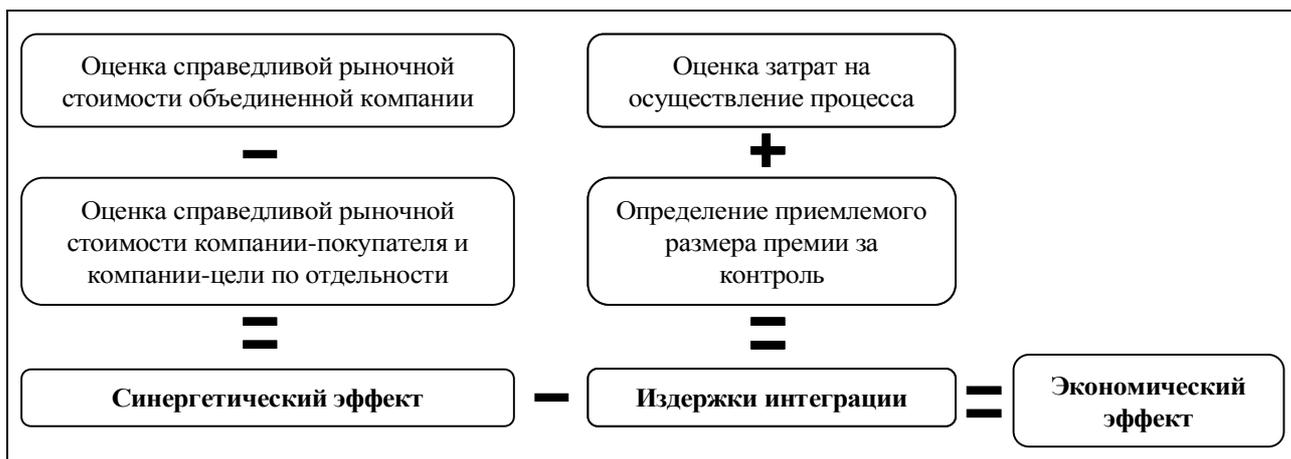


Рисунок 3. Схема оценки экономического эффекта корпоративной интеграции

Для расчета количественного показателя эффективности корпоративной интеграции необходимо отнести полученный в результате описанных выше шагов экономический эффект от интеграции к суммарным затратам на ее осуществление (включая стоимость приобретения компании-цели).

Общие выводы. Итак, центральной задачей компании-покупателя при подготовке к сделке по слиянию (приобретению компании-цели) является оценка целесообразности / эффективности корпоративной интеграции с позиций возможности получения дополнительных выгод. Выбор той или иной методики оценки должен основываться на целях интеграции и значимости отдельных параметров. Оценка эффективности корпоративной интеграции на предварительном этапе кроме прочего позволяет определить приемлемый диапазон стоимости компании-цели, при котором ожидаемые результаты от сделки превышают суммарные затраты на ее реализацию. И хотя конечные параметры любой сделки определяются в процессе переговоров, сила переговорной позиции каждой из сторон во многом зависит от глубины проведенного анализа. Поэтому при проведении оценки возможных последствий интеграции не следует ограничиваться анализом экономической составляющей, а наряду с количественными методами оценки целесообразно использование методов качественной оценки и различных инструментов стратегического анализа.

Список литературы:

1. Федеральный закон "Об оценочной деятельности" №135 от 29.07.1998
2. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов, утвержденные 21.06.1999 N ВК 477
3. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004
4. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. - М.: Финансы и статистика, 1998
5. Кальварский Г.В. Оценочная деятельность. Учебно-методическое пособие. - СПб.: Международный банковский институт, 1999
6. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. - 2-е изд. - М.: Финансы и статистика, 1997

7. Прагг Ш.П., Фишман Дж.Е., Гриффит Дж.К., Вилсон Д.К. Руководство по оценке бизнеса. - М.:Квинто-Консалтинг, 2000