

DOI 10.22363/2313-2329-2021-29-1-114-125

УДК 336.64

Научная статья / Research article

Методические аспекты оценки инвестиционной привлекательности компании

Ю.В. Немцева✉, Ю.В. Ворожбицкая

*Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИИХ»,
Российская Федерация, 630099, Новосибирск, ул. Каменская, д. 56*

✉ nemtseva_july@mail.ru

Аннотация. Рассмотрены проблемы выбора и применения инструментария оценки инвестиционной привлекательности компании. Показано, что в качестве критериев отбора инвестиционного проекта целесообразно использовать выборку показателей риска и доходности (привлекательности) объекта инвестирования, менее чувствительных к манипулированию отчетностью компаний-эмитентов. Выявлена тесная взаимосвязь финансовых мультипликаторов DIV/FCF, P/E Shiller, EV/EBITDA с показателями рисков, что предоставляет инвестору возможность делать дополнительные оперативные прогнозы при анализе инвестиционного проекта. Определен ряд ключевых финансовых мультипликаторов (P/S, EV/S, P/OCF, P/FCF), использовать которые в качестве критериев принятия решения об инвестировании не вполне корректно. Обоснована целесообразность использования мультипликатора EV/EBITDA для построения прогнозов о волатильности доходности акций определенной компании, поскольку это единственный показатель среди выбранных для анализа финансовых мультипликаторов, который имеет взаимосвязь с коэффициентом бета. Предложены рекомендации по формированию выборки необходимых показателей (мультипликаторов) при принятии инвестиционных решений различными стейкхолдерами.

Ключевые слова: теория рычагов, систематический риск, операционный риск, внереализационный риск, финансовый риск, ключевые финансовые мультипликаторы, инвестиционная привлекательность

История статьи: поступила в редакцию 5 ноября 2020 г.; проверена 20 ноября 2020 г.; принята к публикации 12 декабря 2020 г.

Для цитирования: Немцева Ю.В., Ворожбицкая Ю.В. Методические аспекты оценки инвестиционной привлекательности компании // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. 2021. Т. 29. № 1. С. 114–125. <http://dx.doi.org/10.22363/2313-2329-2021-29-1-114-125>

Methodological aspects of evaluating a company's investment attractiveness

Yulia V. Nemtseva✉, Yulia V. Vorozhbickaya

*Novosibirsk State University of Economics and Management,
56 Kamenskaya St, Novosibirsk, 630099, Russian Federation*

✉ nemtseva_july@mail.ru

Abstract. The actual problems of choosing tools for risk assessment and predicted profitability (attractiveness) of an investment object are studied. There is a close relationship between the financial multipliers DIV/FCF, P/E Shiller, EV/EBITDA and risk indicators, which gives the investor the opportunity to make additional operational forecasts when analyzing an investment project. A number of key financial multipliers (P/S, EV/S, P/OCF, P/FCF) have been identified, and it is not entirely correct to use them as criteria for making an investment decision. The expediency of using the EV/EBITDA multiplier for making forecasts about the volatility of the return on shares of a certain company is justified, since this is the only indicator among the financial multipliers selected for analysis that has a relationship with the beta coefficient. Recommendations for forming a sample of necessary indicators (multipliers) when making investment decisions by various stakeholders are proposed.

Keywords: leverage theory, systematic risk, operational risk, non-operating risk, financial risk, key financial multipliers, investment attractiveness

Article history: received 5 November 2020; revised 20 November 2020; accepted 12 December 2020.

For citation: Nemtseva, Y.V., & Vorozhbickaya, Y.V. (2021). Methodological aspects of evaluating a company's investment attractiveness. *RUDN Journal of Economics*, 29(1), 114–125. (In Russ.) <http://dx.doi.org/10.22363/2313-2329-2021-29-1-114-125>

Введение

В инвестиционном аспекте российский фондовый рынок довольно сложно назвать развитым, поскольку активность инвестирования гораздо ниже, чем в европейских странах. Данное обстоятельство обусловлено целым рядом факторов, влияющих на состояние национальной экономики. Но в любой стране мира критерии принятия инвестиционных решений одинаковы, поскольку инвесторы в основном стремятся к минимизации рисков инвестирования и получению при этом доходности.

Актуальной для инвестора представляется проблема выбора инструментов оценки риска и прогнозируемой доходности (привлекательности) объекта инвестирования. Сформированная инвестором выборка показателей риска и доходности (привлекательности) используется в качестве критериев выбора оптимального, на взгляд инвестора, варианта инвестирования. Такая выборка, по мнению авторов, должна включать показатели, отражающие не только реалии и результаты ведения бизнеса, но также учитывающие возможность манипулирования отчетностью компаний-эмитентов. По оценкам специалистов, достоверность бухгалтерской (финансовой) отчетности не может быть

обеспечена качеством бухгалтерской информационной системы. При принятии решения инвестор не должен забывать, что рассчитанные значения показателей требуют осторожного к себе отношения и анализа текущей ситуации на рынке.

В статье в качестве объектов инвестирования рассмотрены акции компаний «первого эшелона», еще их называют «голубые фишки». Проанализированы данные финансовой отчетности пятнадцати крупнейших российских публичных акционерных обществ: «Аэрофлота», «Татнефти», «Сургутнефтегаза», ГК «Норильский никель», «Газпрома», «Северстали», «Транснефти», «Русгидро», «Ростелекома», МТС, Магнитогорского металлургического комбината, «Уралкалия», «Роснефти», «Лукойла», группы НЛМК.

На основе данных публичной отчетности определены риск и инвестиционная привлекательность указанных компаний. Инвестиционная привлекательность бизнеса независимо от его масштаба оценена с помощью производных финансовых показателей – мультипликаторов. Рассчитаны несколько видов рычагов, соответствующих определенному типу риска компании: операционный, финансовый, внереализационный, интегральный (общий внутренний риск), систематический.

Обзор литературы

Проблемам методологии оценки инвестиционной привлекательности организации и рисков, присущих различным сторонам деятельности компании, посвящены многочисленные исследования широкого круга авторов. Исследования К. Уолша, В.В. Чечина, А.С. Шапкина, Е.В. Люц подтверждают, что оценка стоимости бизнеса является рыночной необходимостью в условиях изменчивой конъюнктуры экономики. Необходимость системного анализа стоимости компании с использованием совокупности финансовых мультипликаторов обоснована в работах Е.В. Чирковой, В.Г. Когденко.

Виды и структура рисков компании на основе показателей эффектов рычагов проанализированы в работе В.Г. Ионина и Н.Ю. Николаевой. Взаимосвязь различных видов прибыли и рисков в теории рычагов явилась предметом исследования А.В. Беккера, Ю.В. Ворожбицкой, Е.Д. Шипуновой. Роль и значение финансовых мультипликаторов в оценке стоимости компании показаны в работах О.А. Землянского, И.В. Косоруковой.

Факты, причины и последствия искажения или вуалирования данных бухгалтерской (финансовой) изложены в работах М.А. Алексева, А.О. Павлюк, Н.В. Ферулева.

При проведении исследования данные финансовой отчетности публичных акционерных обществ извлечены из системы комплексного раскрытия информации об эмитентах и профессиональных участниках фондового рынка (СКРИН, <http://www.skrin.ru>).

Методы и подходы

В процессе работы над статьей применялись методы математического и корреляционного анализа, экспертных оценок, коэффициентный метод, а также описание, сравнение, группировка и системный подход.

Расчет показателей ключевых финансовых мультипликаторов P/E Shiller, P/S, EV/EBITDA, P/BV, EV/S, P/FCF, P/OCF, DIV/FCF для оценки инвестиционной привлекательности бизнеса осуществлялся с использованием методов сравнения, группировки и коэффициентного метода.

Для расчета рычагов, соответствующих операционному, финансовому, внереализационному, интегральному и систематическому видам рисков организации, применялись математический и метод экспертных оценок.

Для оценки связи между ключевыми мультипликаторами компании и ее рисками использован статистический корреляционный анализ. При установлении связи «риск – мультипликатор» у инвестора появляется возможность более оперативно и корректно проводить инвестиционный анализ, а у внутреннего топ-менеджмента воздействовать на показатель риска и управлять им через определенный коэффициент.

Результаты

Гипотеза исследования состоит в том, что низкий уровень риска увеличивает стоимость и, соответственно, инвестиционную привлекательность организации. Авторы руководствовались следующей логикой. Небольшой уровень риска компании провоцирует снижение систематического риска (бета-коэффициента). Данное обстоятельство объясняется тем, что невысокие показатели риска делают компанию более устойчивой, в том числе и относительно рынка. Снижение бета, в свою очередь, снизит показатель требуемой доходности, согласно модели CAPM, что увеличит стоимость компании, следовательно, инвестиционная привлекательность компании возрастет.

В соответствии с гипотезой осуществлена проверка наличия связи между уровнем риска компании и показателями финансовых мультипликаторов в 2014–2018 годах. Анализируемый период времени характеризуется в том числе наложением геополитического обострения и циклического инвестиционного спада. Выявленные закономерности представляют интерес для различных стейкхолдеров, способствуя принятию взвешенных инвестиционных решений в настоящем и будущем.

Цель исследования – в развитии методических основ оценки инвестиционной привлекательности компании для принятия обоснованных инвестиционных решений.

Для достижения цели решен ряд задач:

- проверена выдвинутая гипотеза;
- оценены и проанализированы значения ряда показателей, используемых в качестве критериев принятия инвестиционных решений;
- предложены рекомендации инвесторам по выбору показателей, используемых в качестве критериев принятия решения о вложении средств в акции той или иной компании.

В рамках классического финансового анализа выделяют два основных вида рычага – производственный (операционный) и финансовый. Каждый рычаг соответствует определенному риску компании и имеет определенную формулу для расчета.

Для расчета рычага используется величина выручки. Выручка зависит от цены и объема реализации продукции и не может учесть прочие доходы

компании, имеющие зачастую нерегулярный характер. Поэтому целесообразно добавить к анализу эффекты общего и внеоперационного (связанного с прочими доходами и расходами компании) рычагов для учета соответствующих видов риска (табл. 1).

Таблица 1

Виды рычагов
[Table 1. Types of levers]

Название рычага (риска) [The title of the lever]	Обозначение [Designation]	Формула для расчета [The formula for calculating]
Операционный [Operating]	DOL	$DOL = \frac{\Delta OI(\%) }{\Delta S(\%)}$, где <i>OI</i> – операционная прибыль; <i>S</i> – выручка [where <i>OI</i> is operating profit; <i>S</i> – revenue]
Финансовый [Financial]	DFL	$DFL = \frac{\Delta EPS(\%) }{\Delta EBIT(\%) } = \frac{\Delta NI(\%) }{\Delta EBIT(\%)}$, где <i>EBIT</i> – прибыль до уплаты процентов и налогов; <i>NI</i> – чистая прибыль [where <i>EBIT</i> is earnings before interest and taxes; <i>NI</i> – net profit]
Внеоперационный [Non-operating]	DDL	$DDL = \frac{\Delta EBIT(\%) }{\Delta OI(\%)}$
Общий (интегральный) [Integral]	DTL	DOL*DFL*DDL

Источник: составлено авторами.
Source: compiled by the authors.

Оценка стоимости бизнеса – перманентный процесс в условиях турбулентности и быстро меняющейся конъюнктуры экономики. «Оценочная» формула расчета стоимости капитала компании характеризует стоимость капитала с учетом рыночного риска. Однако показатели, на основе которых происходит оценка компании с точки зрения рынка (финансовые мультипликаторы), принято считать более объективными индикаторами. Аналитики не рекомендуют осуществлять анализ стоимости компании исходя из оценки только одного мультипликатора. Его следует проводить системно и комплексно, охватывая несколько видов наиболее распространенных и менее подверженных манипуляциям финансовым мультипликаторам.

К ключевым финансовым мультипликаторам относят P/E Shiller, P/S, EV/EBITDA, P/BV, EV/S, P/FCF, P/OCF, DIV/FCF, каждый из которых имеет свои преимущества и недостатки. Преимущества мультипликаторов P/S, EV/S, P/BV, рассчитанных с использованием балансовых показателей, в том, что балансовые показатели, используемые для расчета величины мультипликаторов, менее подвержены бухгалтерским манипуляциям с отчетностью, не учитывают локальные изменения бизнеса. С другой стороны, показатели не учитывают доходность бизнеса, на балансовую оценку влияют особенности бухгалтерского учета в компании.

Для оценки инвестиционной привлекательности в рамках исследования использованы значения ключевых финансовых мультипликаторов российских публичных акционерных обществ «первого эшелона».

Оценим взаимосвязь между определенным видом риска компании и финансовым мультипликатором с помощью коэффициента парной корреляции

(табл. 2). Цветом в таблице выделены значения коэффициента корреляции, позволяющие делать выводы о наличии определенной связи.

Таблица 2

Значения корреляции между финансовыми мультипликаторами и рычагами рисков крупнейших российских ПАО в 2014–2018 годах
 [Table 2. Correlation values between financial multipliers and risk levers of the largest Russian PJSCs in 2014–2018]

Мультипликатор [Multiplier]	P/E Shiller	P/S	P/BV	EV/S	EV/EBITDA	P/OCF	DIV/FCF	P/FCF
2014								
DOL	0,15	-0,38	-0,45	-0,38	-0,22	0,17	0,23	-0,23
DFL	0,62	0,63	0,65	0,64	0,58	0,22	-0,38	-0,11
DDL	-0,11	-0,09	0,11	0,02	-0,11	0,31	-0,27	-0,13
DTL	0,47	0,45	0,2	0,24	0,21	0,25	0,13	-0,48
2015								
DOL	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	0	0,1	-0,1
DFL	0	-0,1	-0,8	0,2	0,5	0,1	-0,3	0
DDL	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2
DTL	-0,7	-0,7	-0,2	-0,6	-0,3	0	0	-0,4
2016								
DOL	0	-0,1	0,1	-0,3	-0,4	0,1	0,2	-0,2
DFL	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0	0	-0,3	-0,5
DDL	-0,5	0,1	-0,1	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1
DTL	-0,3	0,1	0,2	0	-0,1	0	0,4	0
2017								
DOL	0,4	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,2	0,3	-0,1
DFL	-0,1	0,1	-0,1	0,5	0,6	0,2	0	0
DDL	0,3	-0,2	0	0,2	0,6	0,7	0,4	0
DTL	0,4	-0,3	0	-0,5	-0,5	0	0,3	0
2018								
DOL	0	0,2	0,2	0	0	0,1	0,5	0,1
DFL	0,3	-0,4	0	-0,1	-0,7	0,4	0,3	-0,3
DDL	-0,1	0	-0,1	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	0,1
DTL	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,1	0,5	0,1

Источник: составлено авторами.
 Source: compiled by the authors.

Результаты анализа в рассматриваемый период времени позволяют сделать ряд выводов. В 2014 году финансовый рычаг чаще остальных показателей рисков демонстрировал взаимосвязь с показателями стоимости компании. Сильную прямую связь показывает данный рычаг с мультипликаторами P/E Shiller, P/S, P/BV, EV/S и EV/EBITDA. Поскольку в современном мире рынки довольно сильно политизированы, внимание именно финансовому риску компаний в 2014 году, вероятно, было обусловлено рядом политических событий, среди которых выборы президента Украины, которые закончились серьезными восстаниями на Майдане, включением Крыма в состав РФ и пр. Последующие за присоединением Крыма экономические санкции ослабили позиции рубля на рынках и ограничили возможности России и ее поддержку на мировой арене. Соответственно, финансовый риск в 2014 году непосредственно влиял на оценку компаний с позиции рынков.

В 2015 году интегральный рычаг оказывал сильное обратное влияние на все финансовые мультипликаторы компаний, за исключением P/BV , DIV/FCF и P/OCF . Это объясняется тем, что компании перестраивали производственную деятельность и адаптировались к работе в условиях санкций. Спустя год внутренние риски компаний на показатели оценки рыночной стоимости уже практически не влияли. Россия перешла к политике импортозамещения и протекционизма. В достаточно короткие сроки много производственных отраслей адаптировали объемы производства и цены под внутреннее потребление. Выборы президента США в 2016 году также способствовали послаблению санкций по отношению к России.

К 2017 году появилась преимущественно прямая зависимость показателя внеэреализационного рычага от показателей, оценивающих рыночную стоимость компании. Причина подобного в том числе в укреплении позиции рубля из-за политики ЦБ РФ, а также улучшения взаимоотношений между США и Россией. Происходила диверсификация экономики, компании могли получать доходы или нести убытки преимущественно от прочих видов деятельности или от курсовых разниц. Что касается интегрального рычага, то здесь ситуация в части направления связи неоднозначна, но все доходные показатели мультипликаторов имели умеренную взаимосвязь с общим рычагом.

Как было отмечено выше, нельзя утверждать, что информация бухгалтерской (финансовой) отчетности компании абсолютно достоверна и всегда совпадает с фактическим положением дел. Необходимо учитывать возможные искажения информации в силу распространения манипулирования данными отчетности, особенно в кризисные периоды. Поэтому из анализа авторами был исключен мультипликатор P/BV , поскольку он является балансовым и легче подвергается искажению. Также исключены мультипликаторы P/S и EV/S по причине отсутствия корреляции показателей «выручка» и «доходность акционеров». Отсеяны показатели P/OCF , P/FCF как не имеющие существенной связи с показателями рычагов. Итоги корреляционного анализа по презентативным показателям представлены в табл. 3.

Наиболее сильное влияние на рыночную стоимость компании в анализируемый период времени оказывали финансовый и общий рычаги.

Операционный, финансовый, внеэреализационный и общий рычаги характеризуют внутренний риск компаний, который так или иначе возможно регулировать решениями внутреннего менеджмента компании. Систематический же риск оценивает компанию с позиции рынка, когда ее доходность сравнивается со средней доходностью рынка. Этот риск считается внешним. Аналогично предыдущему этапу исследования оценим взаимосвязь между показателями стоимости компаний и их систематическим риском.

Результаты оценки характера связи между значениями мультипликаторов и бета-коэффициентом акций компаний-эмитентов представлены в табл. 4.

Результаты анализа обнаружили значимую обратную связь бета и мультипликатора $EV/EBITDA$ на протяжении рассматриваемого периода, за исключением 2018 года. С ростом показателя мультипликатора компании снижается ее систематический риск. В целом крупные российские акционерные общества становятся менее «рисковыми» при увеличении их стоимости, которая выражается мультипликатором $EBITDA$. Следует отметить, что пока-

затель EBITDA более устойчив к манипулированию, чем показатель чистой прибыли, поскольку последним проще манипулировать из-за большого числа составляющих. Возможно, EBITDA, как более точный показатель, чаще используют инвесторы, что обуславливает более явную, чем у других показателей, связь с систематическим риском.

Другие мультипликаторы, которые были выбраны ранее как наиболее презентативные – DIV/FCF, P/E Shiller – показывают очень слабую зависимость от уровня бета (см. рисунок).

Таблица 3

Значения корреляции между презентативными финансовыми мультипликаторами и рычагами рисков крупнейших российских ПАО в 2014–2018 годах
 [Table 3. Correlation values between presentation financial multipliers and risk levers of the largest Russian PJSCs in 2014–2018]

Год [Year]	Мультипликатор [Multiplier]	DOL	DFL	DDL	DTL
2014	P/E Shiller	0,15	0,62	-0,11	0,47
	EV/EBITDA	-0,22	0,58	-0,11	0,21
	DIV/FCF	0,23	-0,38	-0,27	0,13
2015	P/E Shiller	-0,4	0,0	0,4	-0,7
	EV/EBITDA	-0,3	0,5	0,0	-0,3
	DIV/FCF	0,1	-0,3	-0,2	0,0
2016	P/E Shiller	0,0	-0,3	-0,5	-0,3
	EV/EBITDA	-0,4	0,0	0,4	-0,1
	DIV/FCF	0,2	-0,3	0,2	0,4
2017	P/E Shiller	0,4	-0,1	0,3	0,4
	EV/EBITDA	0,1	0,6	0,6	-0,5
	DIV/FCF	0,3	0,0	0,4	0,3
2018	P/E Shiller	0,0	0,3	-0,1	0,4
	EV/EBITDA	0,0	-0,7	-0,6	0,4
	DIV/FCF	0,5	0,3	-0,1	0,5

Источник: составлено авторами.
 Source: compiled by the authors.

Таблица 4

Значение корреляции между бета-коэффициентом и финансовыми мультипликаторами крупнейших российских ПАО в 2014–2018 годах
 [Table 4. Correlation value between the beta coefficient and financial multipliers of the largest Russian PJSCs in 2014–2018]

Бета	P/E Shiller	P/S	P/BV	EV/S	EV/EBITDA	P/OCF	DIV/FCF	P/FCF
2014	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,0
2015	0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,4	0,2	0,0	0,0
2016	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,2	0,1
2017	-0,1	0,1	-0,2	0,2	-0,4	0,3	-0,2	-0,1
2018	-0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,3	0,0	-0,2

Источник: составлено авторами.
 Source: compiled by the authors.

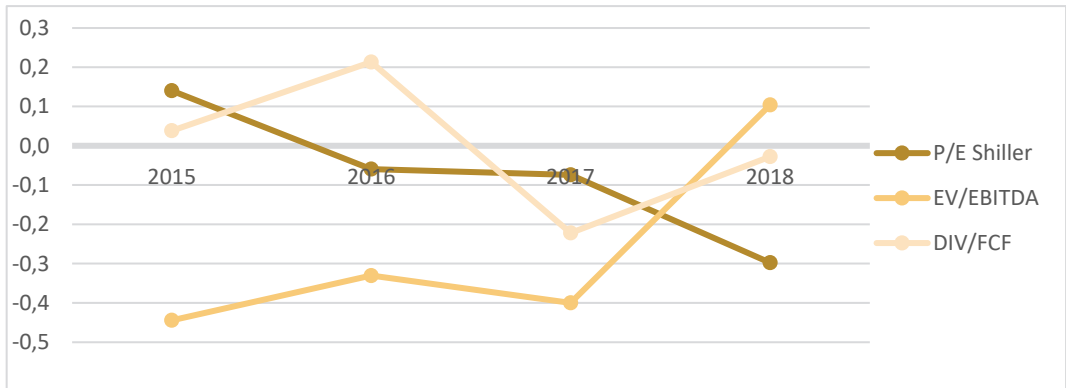


Рис. Значения корреляции между финансовыми мультипликаторами и бета-коэффициентом крупнейших российских ПАО в 2015–2018 годах
[Figure. Correlation values between financial multipliers and the beta coefficient of the largest Russian PJSCs in 2015–2018]

Источник: составлено авторами.
Source: compiled by the authors.

Можно утверждать, что зависимость между показателями финансовых мультипликаторов и внутренних рисков компаний существует. Инвестору необходимо понимание, какой из рисков в большей степени может провоцировать изменение стоимости компании с позиции рынка, для чего требуется анализ конъюнктуры рынка, политической и экономической ситуации в целом. Очевидно, в разных условиях меняется вероятность возникновения разных видов рисков. Необходимо анализировать, какой именно из видов рисков наиболее вероятен, так как он и повлечет изменение показателей мультипликаторов.

Явной взаимосвязи бета-коэффициента с финансовыми мультипликаторами нет – только один финансовый мультипликатор (EV/EBITDA) показал взаимосвязь с бета. Возможно, это связано с тем, что модель CAPM слишком теоретизирована. Фактическое же положение дел на рынке и в компаниях имеет большую вариативность, которая связана с множеством факторов: конкуренцией, политическими изменениями в различных странах, манипулированием отчетностью и пр.

Таким образом, гипотеза исследования подтверждена частично. Сформирована выборка финансовых мультипликаторов, которым необходимо уделять особое внимание при оценке инвестиционной привлекательности компании. Выборка основана на тесной взаимосвязи выделенных мультипликаторов с показателями рисков, что предоставляет инвестору возможность делать дополнительные оперативные прогнозы при анализе инвестиционного проекта.

Заключение

Результаты исследования позволяют сформировать ряд выводов и предложить некоторые рекомендации по принятию обоснованных инвестиционных решений различными стейкхолдерами.

Во-первых, в работе удалось определить ряд ключевых финансовых мультипликаторов, оценивающих инвестиционную привлекательность компании

с учетом рисков. В эту выборку попали P/E Shiller, EV/EBITDA, DIV/FCF. Данные показатели наиболее тесно связаны с показателями внутренних рисков компаний.

Во-вторых, взаимосвязи бета-коэффициента и выбранных для анализа финансовых мультипликаторов обнаружено не было. Либо выделенные презентативные мультипликаторы не учитываются моделью взаимосвязи риска и доходности (CAPM), что делает анализ систематического риска менее объективным, либо модель CAPM теоретизирована и не учитывает фактические особенности рынка.

В-третьих, для построения прогнозов о волатильности доходности акций определенной компании целесообразно использовать мультипликатор EV/EBITDA, поскольку это единственный показатель среди выбранных для анализа финансовых мультипликаторов, который имеет взаимосвязь с коэффициентом бета.

Целесообразным представляется проведение дальнейших исследований с целью формирования выборки финансовых мультипликаторов для оценки инвестиционной привлекательности компании участниками рынка с учетом экономической ситуации. Результаты исследования представляют интерес в том числе для топ-менеджмента организации. Управленческое воздействие на компанию, направленное на регулирование величины мультипликаторов, дает возможность в какой-то степени регулировать и привлекательность компаний для инвесторов.

Список литературы

- Алексеев М.А., Савельева М.Ю., Слайковский С.А. Влияние манипулирования финансовой отчетностью на оценку стоимости компании // Сибирская финансовая школа. 2017. С. 107–110.
- Беккер А.В., Ворожбицкая Ю.В., Шипунова Е.Д. Взаимосвязь различных видов прибыли и рисков в теории рычагов // Гуманизация современной науки: исследования, инновации, образование: материалы XII Всероссийской научно-практической конференции (Уфа, 12 апреля 2016 г.). Уфа: Аэтерна, 2016. С. 219–225.
- Бусов В.И., Землянский О.А., Поляков А.П. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров / под общ. ред. В.И. Бусова. М.: Юрайт, 2013. 430 с.
- Ионин В.Г., Николаева Н.Ю. Анализ структуры рисков компании на основе показателей эффектов рычагов // Вестник НГУЭУ. 2017. № 2. С. 274–292.
- Когденко В.Г. Методика анализа эффекта сопряженного рычага по данным финансовой отчетности // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 3. С. 44–52.
- Косорукова И.В., Секчева С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса: учебное пособие. М.: Московская финансово-промышленная академия, 2015. 672 с.
- Люц Е.В. Методический подход к регулированию доверительного управления на рынке ценных бумаг Российской Федерации: автореф. дис. ... канд. экон. наук. Новосибирск, 2020.
- Павлюк А.О. Сравнительные характеристики искажения бухгалтерской отчетности в компаниях // Экономика, управление и право: инновационное решение проблем: сборник статей победителей VIII Международной научно-практической конференции (Пенза, 25 мая 2017 г.). Пенза: Наука и просвещение, 2017. С. 138–141.
- 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.

- Ферулев Н.В., Штефан М.А. Выявление фактов фальсификации финансовой отчетности в российских компаниях: анализ применимости моделей Бениша и Роксас // Российский журнал менеджмента. 2016. Т. 14. № 3. С. 49–70.
- Чечин В.В. Инвестиционные предпочтения частных инвесторов как основа принятия решения на рынке ценных бумаг: автореф. дис. ... канд. экон. наук. Новосибирск, 2017.
- Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. М.: Альпина Бизнес Букс, 2017. 320 с.
- Шапкин А.С., Шапкин В.А. Экономические и финансовые риски: оценка, управление, портфель инвестиций: учебное пособие. 9-е изд. М.: Дашков и К, 2013. 543 с.

References

- Alekseev, M.A., Savelyeva, M.Yu., & Slaykovskiy, S.A. (2017). Vliyanie manipulirovaniya finansovoy otchetnost'yu na otsenku stoimosti kompanii [The impact of manipulating financial statements on the company's valuation]. *Siberian Financial School*, (5), 107–110.
- Becker, A.V., Vorozhbickaya, Yu.V., & Shipunova, E.D. (2016). Vzaimosvyaz' razlichnykh vidov pribyli i riskov v teorii ryuchagov [The relationship of various types of profit and risks in the theory of leverage]. *Humanization of Modern Science: Research, Innovation, Education: Materials of the XII All-Russian Scientific and Practical Conference (Ufa, April 12, 2016)* (pp. 219–225). Ufa: Aeterna Publ.
- Busov, V.I., Zemlyanskiy, O.A., & Polyakov, A.P. (2013). *Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa)* [Valuation of an enterprise (business)]. Moscow, Yurayt Publ.
- Chechin, V.V. (2017). Investitsionnye predpochteniya chastnykh investorov kak osnova prinyatiya resheniya na rynke tsennykh bumag [Investment preferences of private investors as the basis for decision-making on the securities market] (Abstract of the Dissertation of the Candidate of Economic Sciences). Novosibirsk.
- Chirkova, E.V. (2017). *Kak otsenit' biznes po analogii: Metodologicheskoe posobie po ispol'zovaniyu sravnitel'nykh rynochnykh koeffitsientov pri otsenke biznesa i tsennykh bumag* [How to evaluate a business by analogy: A methodological guide to the use of comparative market coefficients in evaluating businesses and securities]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ.
- Ferulev, N.V., & Shtefan, M.A. (2016). Vyyavlenie faktov fal'sifikatsii finansovoy otchetnosti v rossiyskikh kompaniyakh: Analiz primenimosti modeley Benisha i Roksas [Identification of falsification of financial statements in Russian companies: Analysis of the applicability of the Benisha and Roxas models]. *Russian Management Journal*, (3), 49–70.
- Ionin, V.G., & Nikolaeva, N.Yu. (2017). Analiz struktury riskov kompanii na osnove pokazateley effektov ryuchagov [Analysis of the company's risk structure based on leverage effects indicators]. *Vestnik NSUEM*, (2), 274–292.
- Kogdenko, V.G. (2008). Metodika analiza effekta sopryazhennogo ryuchaga po dannym finansovoy otchetnosti [Methodology for analyzing the effect of the conjugate lever based on financial statements]. *Audit and Financial Analysis*, (3), 44–52.
- Kosorukova, I.V., Sekcheva, S.A., & Shuklina, M.A. (2015). *Otsenka stoimosti tsennykh bumag i biznesa* [Valuation of securities and businesses]. Moscow, Moscow Academy of Finance and Industry.
- Lyuts, E.V. (2020). *Metodicheskiy podkhod k regulirovaniyu doveritel'nogo upravleniya na rynke tsennykh bumag Rossiyskoy Federatsii* [Methodological approach to the regulation of trust management in the securities market of the Russian Federation] (Abstract of the Dissertation of the Candidate of Economic Sciences). Novosibirsk.
- Pavlyuk, A.O. (2017). Sravnitel'nye kharakteristiki iskazheniya bukhgalterskoy otchetnost'yu v kompaniyakh [Comparative characteristics of distortion of the accounting reporting in companies]. *Economics, Management and Law: Innovative Problem Solving: A Collection of Articles by the Winners of the VIII International Scientific and Practical Conference (Penza, May 25, 2017)* (pp. 138–141). Penza, Nauka i prosveshchenie Publ.

- Shapkin, A.S., & Shapkin, V.A. (2013). *E'konomicheskie i finansovye riski: Otsenka, upravlenie, portfel' investitsiy* [Economic and financial risks: Assessment, management, investment portfolio]. Moscow, Dashkov i K Publ.
- Walsh, K. (2001). *Klyuchevye pokazateli menedzhmenta: Kak analizirovat', sravnivat' i kontrolirovat' dannye, opredelyayushchie stoimost' kompanii* [Key management indicators: How to analyze, compare and control the data that determine the value of the company]. Moscow, Delo Publ.

Сведения об авторах / Bio notes

Немцева Юлия Владимировна, кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративного управления и финансов Новосибирского государственного университета экономики и управления «НИИХ». E-mail: nemtseva_july@mail.ru.

Yulia V. Nemtseva, PhD in Economics, Do-cent of the Department of Corporative Management and Finance of the Novosibirsk State University of Economics and Management. E-mail: nemtseva_july@mail.ru.

Ворожбицкая Юлия Валерьевна, магистрант 2-го года обучения кафедры корпоративного управления и финансов Новосибирского государственного университета экономики и управления «НИИХ». E-mail: vorozhbickaya@yandex.ru

Yulia V. Vorozhbickaya, 2nd-year master's student of the Department of Corporative Management and Finance of the Novosibirsk State University of Economics and Management. E-mail: vorozhbickaya@yandex.ru.