

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-103-119

УДК 330.1,658.1(045)

JEL C10, C12, C22, D46, D64, G12, G32, O10

Сегментарная модель сопоставления стоимости организаций (полезность деятельности)

Д. Н. Белых

Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия

<https://orcid.org/0000-0002-3825-4239>

АННОТАЦИЯ

В работе предложена модель визуализации деятельности организации по соотношению рыночной стоимости к выручке (коэффициенту полезности), представляющая собой сегментированную двухмерную диаграмму (диаграмму полезности). **Цель** исследования — разработка мер повышения качества и результативности принимаемых управленческих решений в направлении реализации принципов поступательного роста стоимости капитала компании с учетом специфики бизнеса, с выявлением оптимального соотношения структуры баланса активов, статей затрат и чистой прибыли с выручкой для поиска компромисса между текущей ценностью и развитием. Автором использованы следующие **методы**: финансовых коэффициентов, статистический, балансовый, системного и логического мышления, визуального представления. В **результате** проведенного многофакторного анализа выявлена значимая корреляция между полезностью и различными соотношениями показателей финансовой отчетности репрезентативной выборки двухсот отечественных и зарубежных компаний. Предложена модель, которая позволяет проводить оценку деятельности организаций, в том числе не котируемых на бирже, и соотносить их посредством матрицы ключевых факторов в соответствии с приоритетом их влияния на конечную стоимость бизнеса. Сделан **вывод** о том, что увеличение отношения капитализации к выручке преимущественно зависит от прибыльности актива, однако для разных сегментов диаграммы полезности влияние данного фактора неодинаково. Эффективные стратегии необходимо рассматривать, соотнеся их с видом деятельности, тогда продуктивность решений и их ценность для рынка в целом значительно возрастут. Реализация модели позволяет сопоставить за выбранный период времени динамику деятельности организаций с отраслевыми конкурентами, на стратегическом уровне определить направления по увеличению коэффициента полезности, а в перспективе может быть использована в качестве альтернативного метода оценки стоимости компаний.

Ключевые слова: капитализация; рыночный интерес; сегмент полезности; прибыльность; затратность; обеспеченность; капиталность; интенсивность; динамичность

Для цитирования: Белых Д.Н. Сегментарная модель сопоставления стоимости организаций (полезность деятельности). *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):103-119. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-103-119

ORIGINAL PAPER

Segmental Model for Comparing the Value of Organizations (Utility-Based)

D.N. Belykh

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-3825-4239>

ABSTRACT

This paper presents a model for visualizing the organization's activities based on the market value-to-sales ratio (utility coefficient), which is a segmented two-dimensional diagram (utility diagram). The **aim** of the study is to develop measures to improve the quality and effectiveness of management decisions taken to implement the principles of sustainable growth of a company's capital value, considering the specifics of the business, with the identification of the optimal ratio of the structure of the balance of assets, costs and net profit with revenue, in order to find a compromise between the current value and development. The author used the following **methods**: financial ratios, statistical, balance, systematic

and logical thinking, visual presentation. The **results** of the multivariate analysis indicate that there is a significant correlation between the utility and various ratios of financial reporting indicators for a representative sample of two hundred domestic and foreign companies. The article offers a model to assess the activities of organizations, including those not listed on the stock exchange, and correlate them using a matrix of key factors, according to their influence on the final cost of the business. The author **concluded** that the increase in the market value-to-sales ratio mainly depends on the profits of the asset, however, for different segments of the utility diagram, the influence of this factor is not the same. Effective strategies must be considered depending on the type of activity, then the productivity of solutions and their value for the market as a whole will increase significantly. The implementation of the model makes it possible to compare the dynamics of the activities of organizations with industry competitors for a selected period of time, at the strategic level to determine directions for increasing the utility coefficient, and in the future, it can be used as an alternative method for assessing the value of companies.

Keywords: capitalization; market interest; utility segment; profit; cost; provision; capital; intensity; dynamicity

For citation: Belykh D.N. Segmental model for comparing the value of organizations (utility-based). *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):103-119. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-103-119

ВВЕДЕНИЕ

Современные представления об увеличении ценности компании исходят преимущественно, из необходимости максимизации ее прибыли — способности генерировать доходы для владельцев, учитывая минимизацию средневзвешенной стоимости капитала. Кроме того, деятельность организаций оценивается возможностью производить прочие блага (экономические, социальные и экологические), удовлетворяющие альтернативные стороны и создающие условия для устойчивого развития общества в целом.

Зависимость капитализации от прибыли, выраженная коэффициентом корреляции, в рамках выборки ТОП-500 крупнейших корпораций последних десяти лет, представленная на рис. 1, в целом подтверждает базовую идиому об увеличении ценности компании. Однако вопрос определения оптимального соотношения структуры балансовых активов, статей затрат и чистой прибыли к выручке (Profits/Sales) с учетом необходимости поступательного развития бизнеса, в том числе его специфики, является одним из наиболее актуальных в направлении финансового менеджмента.

В табл. 1 представлено сопоставление лидеров опубликованного списка Forbes Global 2000 за 2019 г. по капитализации с корпорациями, соизмеримыми с ними по выручке и чистой прибыли, из которого очевидно, что, помимо размера прибыли и уровня Profits/Sales, имеются иные факторы, связанные с особенностью и нематериальной составляющей деятельности организаций [1, 2], определяющие ее рыночную стоимость.

Если в рамках всего списка рассматривать динамику средних значений Market Value/Sales, Profits/Sales, Assets/Sales, Market Value/Assets организаций в зависимости от величины их капитализации, то только показатели отношения активов к выручке

и рыночной стоимости к активам имеют соответствующую корреляцию с выборкой ранга (млн долл. США / млн долл. США):

Rank 1–500: MV/S = 4,25; P/S = 0,15; A/S = 5,41; MV/A = 3,29;

Rank 501–1000: MV/S = 7,81; P/S = 0,21; A/S = 7,38; MV/A = 1,96;

Rank 1001–1500: MV/S = 1,66; P/S = 0,15; A/S = 7,46; MV/A = 0,56;

Rank 1501–2000: MV/S = 0,83; P/S = 0,21; A/S = 14,37; MV/A = 0,14.

С целью нивелирования фактора масштаба компаний приведем аналогичное сравнение в сортировке по убыванию показателя отношения рыночной стоимости к выручке (млн долл. США / млн долл. США):

Sort 1–500: MV/S = 11,78; P/S = 0,47; A/S = 10,72; MV/A = 3,54;

Sort 501–1000: MV/S = 1,81; P/S = 0,14; A/S = 10,50; MV/A = 1,60;

Sort 1001–1500: MV/S = 0,74; P/S = 0,08; A/S = 9,31; MV/A = 0,63;

Sort 1501–2000: MV/S = 0,23; P/S = 0,03; A/S = 4,08; MV/A = 0,18.

В этом случае все показатели имеют явную последовательность изменения значений, соответственно, данный метод соотношения компаний (используя отношение рыночной стоимости к выручке) в целом показателен, однако недостаточен, с учетом их различного профиля и отраслевой специфики.

Из приведенных сравнений обращает на себя внимание показатель Assets/Sales, который в случае ранжирования по величине капитализации (Rank) имеет отрицательную корреляцию (убывает с ростом стоимости компаний), а при сортировке по отношению Market Value/Sales — положительную (увеличивается с ростом MV/S), что определяет однозначное различие в подходах сопоставления



2008

2013

2017

2018

2019

Рис. 1 / Fig. 1. Динамика коэффициента корреляции показателей рыночной стоимости и чистой прибыли ТОП-500 крупнейших корпораций мира / Dynamics of the correlation coefficient of market value and net profit indicators of TOP-500 world's largest public companies

Источник / Source: составлено автором на основе данных Fortune 500, Forbes Global 2000 / compiled by the authors on the basis of Fortune 500, Forbes Global 2000.

Таблица 1 / Table 1

Соотношение финансовых показателей лидеров мирового списка компаний по капитализации, млн долл. США / The ratio of financial indicators of the leaders of the world list of companies by capitalization, USD million

Ранг / Rank	Компания / Company	Страна / Country	Рыночная стоимость / Market Value	Выручка / Sales	Чистая прибыль / Profits	Активы / Assets	Market Value / Sales	Profits / Sales	Market Value / Assets
1	Saudi Aramco	Saudi Arabia	1 684 800	329 800	88 200	398 300	5,11	0,27	4,230
2	Microsoft	United States	1 359 000	138 600	46 300	285 400	9,81	0,33	4,762
3	Apple	United States	1 285 500	267 700	57 200	320 400	4,80	0,21	4,012
4	Amazon	United States	1 233 400	296 300	10 600	221 200	4,16	0,04	5,576
5	Alphabet	United States	919 300	166 300	34 500	273 400	5,53	0,21	3,362
9	Berkshire Hathaway	United States	455 400	254 600	81 400	817 700	1,79	0,32	0,557
17	Samsung Electronics	South Korea	278 700	197 600	18 400	304 900	1,41	0,09	0,914
22	ICBC	China	242 300	177 200	45 300	4 322 500	1,37	0,26	0,056
23	Verizon Communications	United States	237 700	131 400	18 400	294 500	1,81	0,14	0,807
32	ExxonMobil	United States	196 600	256 000	14 300	362 600	0,77	0,06	0,542
41	Toyota Motor	Japan	173 300	280 500	22 700	495 100	0,62	0,08	0,350
90	Citigroup	United States	101 100	104 400	17 100	2 219 800	0,97	0,16	0,046

Источник / Source: Forbes Global 2000. URL: <https://www.forbes.com/global2000/#63707f60335d/> (дата обращения / accessed on 28.11.2020).

компаний при оценке их ценности (направления деятельности, совокупного размера активов и его структуры, финансового состояния), которое необходимо выразить и обосновать.

Соответственно, поиск закономерностей и специфических качеств, определяющих инвестиционную привлекательность организации, позволит реализовать модель управления ими.

ОБЗОР НАУЧНОЙ РАЗРАБОТАННОСТИ ТЕМЫ

В настоящее время методы оценки стоимости бизнеса основаны на трех основных подходах: доходном, затратном и рыночном.

Доходный подход предусматривает использование двух методов оценки: капитализации доходов или дисконтирования будущих доходов, основанных на фундаментальных концепциях временной ценности денег и связи риска с доходностью [3–7]. Он эффективен для оценки стоимости бизнеса коммерческой организации.

Затратный подход наиболее подходит для оценки объектов социального назначения и новых инфраструктурных проектов. Он показывает оценочную стоимость собственного капитала организации (действующей либо в стадии ликвидации) в виде разности стоимости ее активов и обязательств [6, 7].

Рыночный (сравнительный) подход эффективен при наличии сопоставимых объектов и достаточности данных по ним, он включает в себя методы компании-аналога, сделок и отраслевых коэффициентов.

Оценка бизнеса, как и любого другого актива, на основе сравнения с аналогичным активом, ценность которого известна, с одной стороны, хорошо согласуется со здравым смыслом, а с другой — основана на следующих фундаментальных теоретических предпосылках [6]:

- принцип альтернативной ценности;
- гипотеза об отражении в рыночной цене актива на развитых рынках справедливой рыночной ценности;
- существование зависимости между основными показателями деятельности компании и ее рыночной ценностью, предположение о том, что у аналогичных компаний эти соотношения должны быть близкими.

Сравнительный подход можно использовать в оценке стоимости организаций, не являющихся акционерными, сравнивая их с аналогами, размещающими свои акции на фондовом рынке. Кроме того, по самим котируемым корпорациям можно

сформировать суждение об их переоцененности или недооцененности [6].

Основой рыночного подхода является использование мультипликаторов, позволяющих нивелировать факторы размера компании и числа акций. К наиболее применяемым из них относятся [6]:

- MV/S (Market Value/Sales) — отношение капитализации компании к ее выручке;
- EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization) — отношение стоимости компании с учетом долговых обязательств к показателю EBITDA;
- EV/NOPAT (Enterprise Value/Net Operating Profit after Tax) — отношение стоимости компании с учетом долговых обязательств к посленалоговой операционной прибыли;
- MV/E (Market Value/Equity) — отношение капитализации компании к ее балансовой стоимости;
- MV/P (Market Value/Profits) — отношение капитализации компании к ее чистой прибыли.

Существуют исследования, которые связывают рост ценности компаний с качеством корпоративного управления [8], величиной капитала [9–11], размером чистых активов [12], чистой прибылью [13], экономической прибылью [14], численностью персонала [15, 16], социальными и экологическими условиями хозяйственной деятельности [17].

Обзор факторов устойчивого роста российских компаний приведен в работе Е.В. Рябовой, М.А. Самоделкиной [18]. Нефинансовые факторы увеличения стоимости организаций рассматриваются в работах М. Ararat, B.S. Black, B.B. Yurtoglu [19], J. Garcia-Madariaga, F. Rodriguez-Rivera [20], F. Belo, X. Lin, M.A. Vitorino [21].

В части исследования финансовых показателей деятельности компаний стоит отметить семифакторную модель Е. Альтмана [22], которая на основе различных коэффициентов и характеристики денежного потока позволяет определить будущую платежеспособность организации в течение ближайших пяти лет с вероятностью 70%.

МЕТОДОЛОГИЯ АНАЛИЗА И ПОСТРОЕНИЕ МОДЕЛИ

На первый взгляд, с точки зрения сопоставления компаний, наиболее применимо отношение Market Value/Profits (рыночная стоимость к чистой прибыли). Однако чистая прибыль наиболее зависима от внутреннего учета организации [23], системы налогообложения, конъюнктурных особенностей рынка и, как было сказано, не всегда отражает объективную стоимость актива.

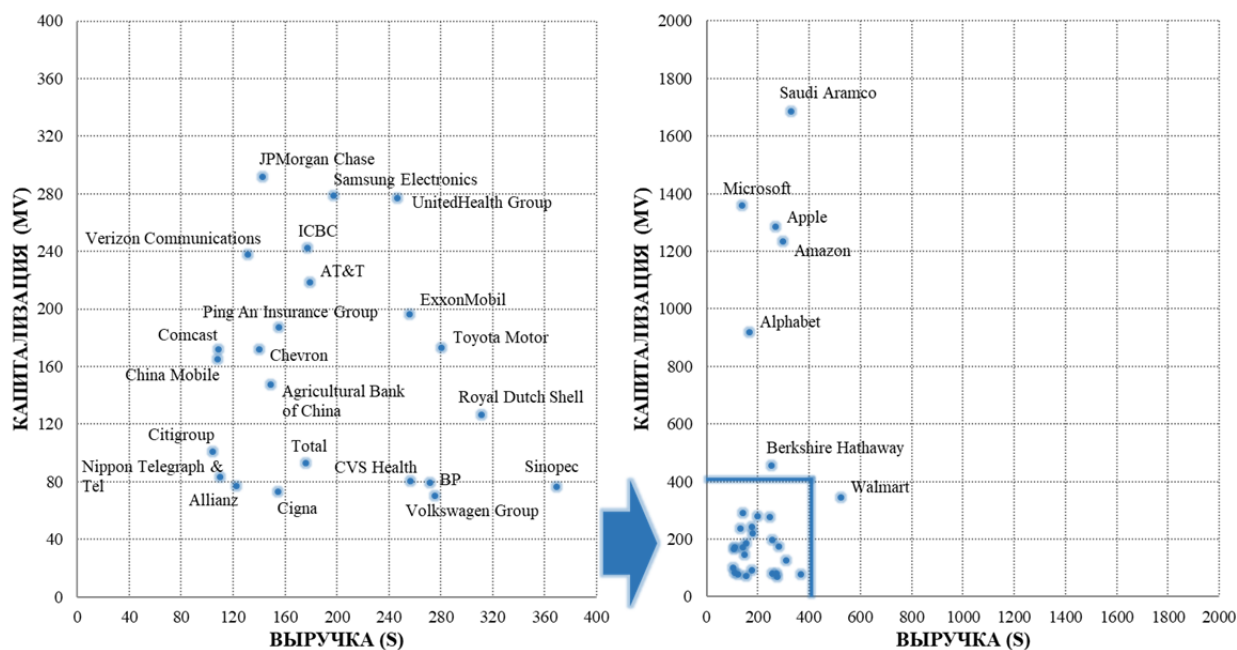


Рис. 2 / Fig 2. Сравнение выбранных компаний по показателю MV/S, млрд долл. США / Comparison of selected companies by MV/S, USD billion

Источник / Source: составлено автором на основе данных Forbes Global 2000 / compiled by the authors on the basis of Forbes Global 2000.

Соотношение капитализации к выручке (MV/S), которое наименее восприимчиво к человеческому фактору при формировании внутренней отчетности, в достаточной мере универсально и применимо для большинства котируемых компаний. Выручка содержит в себе практически полную совокупность факторов оценки деятельности организации.

Кроме того, показатель MV/S помимо финансового имеет физическое значение.

Исходя из аналогии функциональности любого механизма, стоимость организации будет сопоставима со стоимостью альтернативной ценности, которую можно выразить в виде степени получаемой пользы от владения ею. Таким образом, удельная ценность — это эквивалент коэффициента полезного действия: отношение полезной работы к совершенной, или удельный вес созданных благ (созидание) по отношению к размеру затраченных (потребление).

Соответственно, если рассматривать данные показатели в двумерной системе координат, где осью абсцисс будет потребление, а ординат — созидание, то их отношение будет эквивалентно тангенсу угла α к оси потребления в виде гипотенузы прямоугольного треугольника, где катетами являются соответствующие значения осей потребления и созидания.

Потребление — это оценка общего количества используемых за период благ, удовлетворяющих текущие потребности производителя, что выража-

ется показателем выручки организации — освоение, использование (включая прибыль).

Созидание представляет собой совокупную ценность нематериальных благ, которые произвел актив в результате своей деятельности или потенциально способен произвести за определенный период, выраженную показателем оценки его рыночной стоимости (капитализации) — преобразование, улучшение окружающей действительности.

Таким образом, отношение Market Value/Sales эквивалентно уровню созидательности актива или его коэффициенту полезности.

Сопоставив между собой компании из списка Forbes Global 2000 с показателями выручки более 100 000 долл. США, активами более 120 000 долл. США и рыночной капитализацией более 70 000 долл. США на диаграмме зависимости капитализации от выручки (рис. 2), получим сравнение, которое наглядно воспринимается только в направлении размерностей самих осей: наиболее дорогие и с наибольшей выручкой. Для визуализации соотношения по коэффициенту MV/S на данной диаграмме необходимо провести линию от точки пересечения осей к точке выбранной компании, что осложняет процесс. Другим вариантом является разделение диаграммы на отдельные участки (сегменты) по критериям, характеризующим деятельность организаций с учетом их объективного состояния.

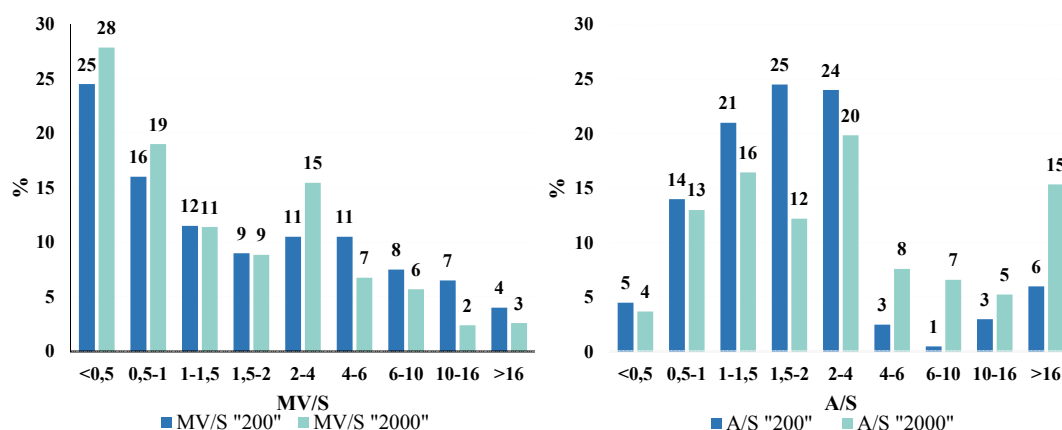


Рис. 3 / Fig. 3. Репрезентативность выборки двухсот анализируемых компаний («200») из списка Forbes Global 2000 («2000») / Representativeness of a sample of two hundred analyzed companies («200») from the Forbes Global 2000 («2000») list

Источник / Source: составлено автором на основе данных Forbes Global 2000 / compiled by the authors on the basis of Forbes Global 2000.

С данной целью проведен детальный анализ влияния показателей финансовых отчетов (Бухгалтерский баланс, Отчет о финансовых результатах, Отчет о движении денежных средств) за 2019 г. двухсот отечественных и зарубежных компаний из списка Forbes Global 2000 на отношение их капитализации к выручке.

Репрезентативность выборки оценивалась по показателям Market Value/Sales и Assets/Sales (балансовая стоимость активов к выручке). Результаты процентного соотношения количества компаний, удовлетворяющих конкретному критерию, от общего их количества в каждом из двух списков приведены на рис. 3.

В качестве примера с показателями MV/S и A/S «<0,5» списки «200» и «2000», соответственно, представлены следующим соотношением компаний: MV/S — 25% и 28%; A/S — 5% и 4%.

Ключевые статьи отчетов были декомпозированы и соотнесены с выручкой организации в годовом выражении для целей сопоставления и устранения эффекта масштаба. Полученные 84 фактора оценки деятельности организации сгруппированы в виде списка, отсортированного в порядке убывания по показателю отношения рыночной стоимости к выручке компании на конец отчетного периода.

Далее, сопоставляя каждый фактор с коэффициентом полезности (MV/S) организации, определен коэффициент корреляции двух переменных. Полученные зависимости оценены с точки зрения наличия устойчивого тренда роста (положительная корреляция) или падения (отрицательная корреляция), а также по статистической значимости корреляции с доверительной вероятностью 95%.

На первом этапе анализа (рис. 4) с отношением рыночной стоимости к выручке (MV/S) или коэффициентом полезности (далее — Полезность) были сопоставлены отношение разности размера активов и обязательств к выручке (Assets-Liabilities)/Sales) или капитала к выручке (Equity/Sales), отражающее оценку балансовой стоимости компании (далее — Оценка) [24], и разница рыночной стоимости к выручке с Оценкой (MV/S — E/S), отражающая инвестиционную привлекательность деятельности организации (далее — Интерес).

Полученные зависимости позволяют выделить на рис. 4 соответствующие промежуточные значения в качестве критериев формирования сегментов:

- **T0 — T1 (MV/S ≈ 0,0–0,2)** — стабильность Интереса с увеличением Оценки (Полезность растет пропорционально Оценке): участок кризисного финансового состояния актива (рыночная и балансовая стоимости компаний близки нулевому значению);
- **T1 — T2 (MV/S ≈ 0,2–0,5)** — снижение Интереса с увеличением Оценки (меньший прирост Полезности относительно Оценки): участок улучшения финансового состояния актива (балансовая стоимость компаний превышает рыночную с увеличением разницы);
- **T2 — T3 (MV/S ≈ 0,5–1,0)** — увеличение Интереса и Оценки (большой прирост Полезности относительно Оценки): участок стабилизации финансового состояния актива (балансовая стоимость компаний превышает рыночную с сокращением разницы);
- **T3 — T4 (MV/S ≈ 1,0–2,0)** — увеличение Интереса и стабильность Оценки (Полезность растет

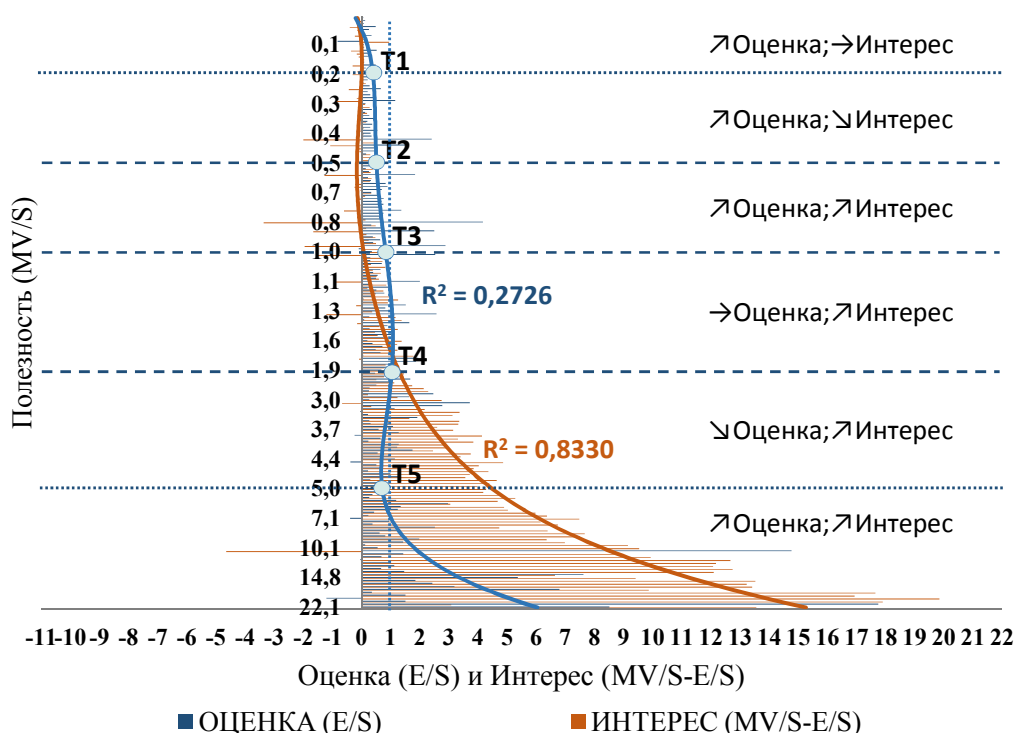


Рис. 4 / Fig. 4. Зависимость Оценки и Интереса компаний от уровня Полезности / Dependence of Valuation and Interest of companies on the level of Utility

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

без существенного изменения Оценки): участок проявления положительной инвестиционной привлекательности актива (рыночная стоимость компаний превышает балансовую с увеличением разницы, или Интерес > 0,0);

- T4 – T5 ($MV/S \approx 2,0-5,0$) – увеличение Интереса со снижением Оценки (Полезность растет со снижением Оценки): участок проявления нематериальной составляющей ценности актива (рыночная стоимость компаний более чем в два раза превышает балансовую с увеличением разницы, или Интерес > Оценки);

- T5 – T6 ($MV/S \approx 5,0-\infty$) – увеличение Интереса и Оценки (большой прирост Полезности относительно Оценки): участок реализации потенциала ценности актива (стабилизация кратной разности между рыночной и балансовой стоимостью компаний – размер собственного капитала организаций изменяется практически пропорционально их капитализации).

Если расположить значения данных точек на диаграмме отношения капитализации к выручке, включая частные случаи (T0 и T6), то для наглядности ими можно сформировать окружность с касательными к оси абсцисс в точке T0 и к оси ординат в точке T6 (рис. 5). Точки T2 и T4 в этом случае совпадают с максимумами значений осей,

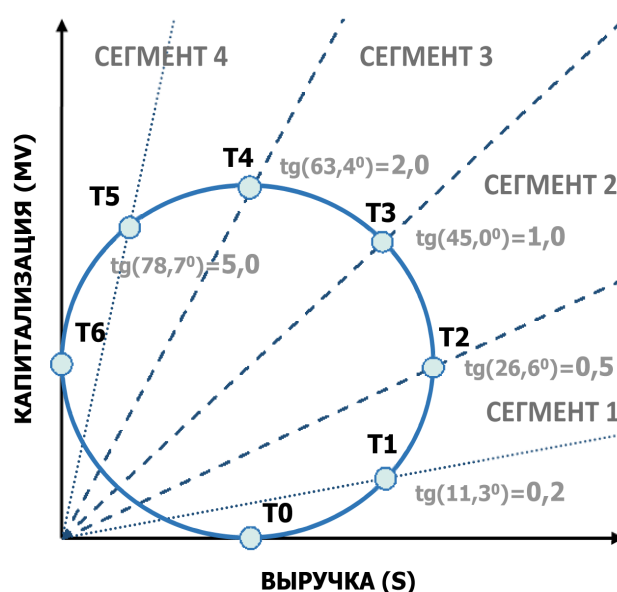


Рис. 5 / Fig. 5. Параметры формирования сегментов модели / Parameters of forming model segments

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

а прямая, соединяющая точки T3 и начала координат, расположенная под углом 45° к оси абсцисс, делит плоскость на две равные части.

Используя полученное сочетание, разделим диаграмму на соответствующие сегменты:

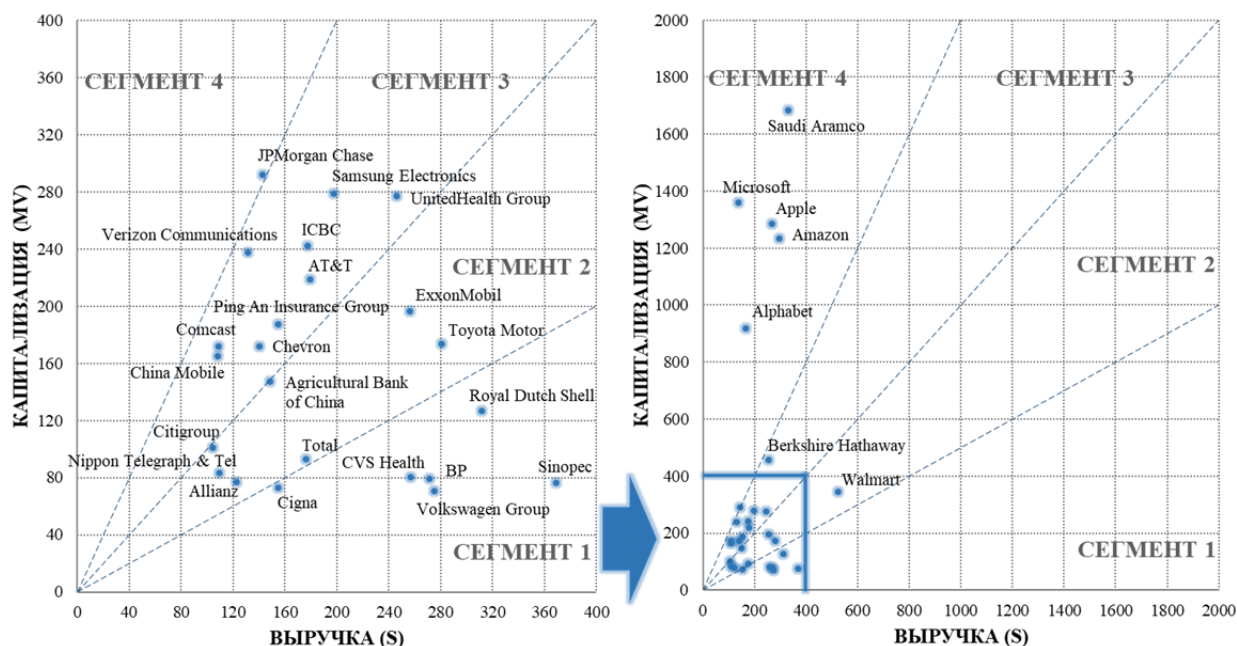


Рис. 6 / Fig. 6. Сегментарная модель сравнения выбранных компаний, млрд долл. США / Segmental model for comparing selected companies, USD billion

Источник / Source: составлено автором на основе данных Forbes Global 2000 / compiled by the authors on the basis of Forbes Global 2000.

- **Сегмент 1** — точки T0 — T2;
- **Сегмент 2** — точки T2 — T3;
- **Сегмент 3** — точки T3 — T4;
- **Сегмент 4** — точки T4 — T6.

Соотношения между точками T0 — T1 и T5 — T6 примем за частные случаи Сегмента 1 и Сегмента 4 соответственно, поскольку они лишь отражают крайнюю степень реализации их критериев: рыночная стоимость компаний меньше балансовой без сокращения разницы по мере роста Полезности (T0 — T2); рыночная стоимость компаний более чем в два раза превышает балансовую (T4 — T6).

По результатам анализа для каждого сегмента получились следующие средние значения показателей:

- **Сегмент 1** ($MV/S = 0,0-0,5$): Оценка = 0,31; Интерес = -0,07;
- **Сегмент 2** ($MV/S = 0,5-1,0$): Оценка = 0,89; Интерес = -0,15;
- **Сегмент 3** ($MV/S = 1,0-2,0$): Оценка = 0,78; Интерес = +0,67;
- **Сегмент 4** ($MV/S \geq 2,0$): Оценка = 1,68; Интерес = +5,93.

Видно, что Интерес ($MV/S - E/S$) приобретает положительное значение в Сегменте 3, увеличиваясь кратно в Сегменте 4, а Оценка E/S относительно интенсивно прирастает в Сегментах 1 и 4, имея условно стабильную динамику в Сегментах 2 и 3.

Точка T0 характеризуется наличием выручки и отсутствием рыночной стоимости, что, с учетом динамики коэффициента E/S между T0 — T1 на рис. 4, говорит о стремящемся к нулю значении балансовой стоимости компании, т.е. текущая оценка стоимости активов близка общим обязательствам.

Точка T5 выражает другое крайнее проявление критериев Сегментарной модели — отсутствие выручки актива при наличии его капитализации — это нереализованный проект, идея, имеющая начальную стоимость.

На основании полученных заключений изображенное на рис. 2 сравнение компаний приобретает окончательный вид — *Сегментарную модель сопоставления стоимости организаций* (рис. 6).

Выделенные сегменты, визуально представленные по ключевому критерию модели — коэффициенту полезности (MV/S), теперь характеризуют созидательный профиль, специфику деятельности и финансовое благополучие компаний в конкретный период их развития. Это позволяет более наглядно соотнести оценку удельной стоимости актива с отраслевыми конкурентами и рынком в целом, создать когнитивное восприятие содержания их сущности.

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ

На втором этапе анализа с целью обобщения полученных зависимостей факторы, рассчитанные

идентичным или близким способом, были сгруппированы по следующим принципам:

- **Прибыльность** — факторы, связанные с разностью выручки и совокупности любого вида затрат;
- **Затратность** — факторы, связанные с размером (значением) любого сочетания видов затрат;
- **Обеспеченность** — факторы, связанные с ликвидностью активов, динамикой, движением или наличием: оборотных активов (за исключением товарно-материальных запасов), внеоборотных активов (за исключением основных средств), краткосрочных и долгосрочных обязательств, капитала (за исключением дивидендов), процентов, свободного денежного потока;
- **Капитальность** — факторы, связанные с движением и наличием товарно-материальных запасов и основных средств, а также размерами приобретения основных средств и уровнем амортизации;
- **Интенсивность** — факторы, связанные с рентабельностью активов, инвестиций и капитала, оборачиваемостью активов в целом, оборотных активов, денежных средств, основных средств и товарно-материальных запасов;
- **Динамичность** — факторы, связанные с динамикой операционной прибыли, размером и динамикой дивидендов.

Результаты расчетов, общие для всей выборки и отдельно для каждого сегмента по восьми наиболее влияющим на отношение капитализации к выручке факторам (соотнесенным с выручкой) с указанием наименования их группы, представлены в виде отсортированного списка в порядке убывания размера корреляции по модулю (табл. 2).

Граничный показатель значимости коэффициента корреляции при доверительной вероятности 95% анализируемой выборки организаций в рамках проведенного анализа составил 0,1388 по модулю.

Не рассматривая критерий очень слабой взаимной зависимости переменных, в дальнейшем исследовании использовались показатели факторов, имеющих значение коэффициента корреляции по модулю более 0,20.

Поскольку определенное сочетание факторов оценки представляет собой близкий или идентичный метод расчета, то для определения степени влияния их групп на коэффициент полезности (MV/S) целесообразно использовать значение их удельного веса.

С данной целью следующим образом было рассчитано удельное значение достоверности аппроксимации (квадрат коэффициента корреля-

ции — коэффициент детерминации) для каждой группы факторов в разрезе сегментов и для выборки в целом (табл. 3):

- суммарный коэффициент корреляции ($\Sigma R_{0,20}$) — это сумма коэффициентов корреляции группы факторов со значением по модулю, превышающим 0,20;
- средний коэффициент корреляции (R_{cp}) — это отношение суммарного коэффициента корреляции ($\Sigma R_{0,20}$) группы к количеству факторов, участвующих в его расчете;
- достоверность аппроксимации (R_{cp}^2) — это квадрат среднего коэффициента корреляции (коэффициент детерминации);
- удельное значение достоверности аппроксимации ($R_{cp}^2, \%$) — это процентное отношение значения достоверности аппроксимации (R_{cp}^2) конкретной группы к сумме аналогичного показателя для всех групп.

• Пример расчета для группы «Прибыльность» в рамках общей выборки (обобщенной на все сегменты):

• сумма коэффициентов корреляции факторов оценки со значением по модулю более 0,20 ($\Sigma R_{0,20}$) составляет 2,7621;

• средний коэффициент корреляции (R_{cp}) = $\Sigma R_{0,20} / \text{количество факторов, участвующих в его расчете}$, составляет соответственно: $2,7621 / 6 = 0,46$;

• достоверность аппроксимации (R_{cp}^2): $0,46^2 = 0,21$;

• удельное значение достоверности аппроксимации ($R_{cp}^2, \%$) = $(R_{cp}^2) / \text{сумма } R_{cp}^2 \text{ всех групп} \times 100$: $0,21 / 0,97 \times 100 = 21,79\%$.

В итоге обращает на себя внимание неоднородность распределения удельного веса групп факторов на отношение стоимости к выручке компании. Если для общей выборки результаты предсказуемы — более дорогие компании имеют большую прибыльность и, соответственно, меньшую затратность деятельности, то при рассмотрении в рамках Сегментарной модели разные группы факторов проявляют себя неодинаково.

В правой части табл. 3 указан разброс от 0 до 20 значений количества факторов оценки, участвующих в расчете удельной достоверности аппроксимации групп. Учитывая условную идентичность алгоритмов расчета отдельных показателей, подобное кратное отличие может искажать результаты оценки.

Для большей убедительности выводов проведем сравнение в виде двухфакторной (табл. 4) и однофакторной (табл. 5) методик расчета суммарного коэффициента корреляции групп, которые пред-

Таблица 2 / Table 2

Корреляция факторов оценки финансовых показателей компаний с коэффициентом полезности (MV/S) / Correlation of factors for assessing the financial performance of companies with a utility ratio (MV/S)

ВЫБОРКА / Sample	Фактор оценки / Assessment factor	Группа фактора / Factor group	Коэфф. корр. / Corr. coef.
ОБЩАЯ	Себестоимость (в том числе амортизация и прочие операционные расходы)	Затратность	-0,7024
	Чистая прибыль	Прибыльность	0,6555
	Рентабельность EBT	Прибыльность	0,6453
	Операционный доход – Налоги – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,5967
	Операционные расходы + Налоги	Затратность	-0,5681
	(Выручка – Операционные расходы) × Динамика операционной прибыли	Динамичность	0,4864
	Рентабельность активов (ROA)	Интенсивность	0,4859
	Капитал	Обеспеченность	0,4834
СЕКТОР 4	Себестоимость (в том числе амортизация и прочие операционные расходы)	Затратность	-0,5683
	(Чистая прибыль – Прочие доходы/расходы (не операционные) – Переоценка и чрезвычайные статьи) – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,5462
	Чистая прибыль	Прибыльность	0,5395
	Рентабельность EBT	Прибыльность	0,5313
	Чистая прибыль – Прочие доходы/расходы (не операционные) – Переоценка и чрезвычайные статьи	Прибыльность	0,5161
	Рентабельность NOPAT	Прибыльность	0,4927
	Рентабельность EBIT	Прибыльность	0,4874
СЕКТОР 3	Операционный доход – Налоги – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,4817
	Финансовые вложения и Векселя / Активы	Обеспеченность	-0,3332
	Краткосрочные обязательства / Активы	Обеспеченность	-0,3075
	(Оборотные активы – Товарно-материальные запасы – Краткосрочные обязательства + Изменения в оборотном капитале) / Активы	Обеспеченность	0,2659
	Операционные расходы + Налоги	Затратность	-0,2550
	Проценты полученные (уплаченные)	Обеспеченность	-0,2479
	(Оборотные активы – Денежные средства – Товарно-материальные запасы) / Основные средства	Обеспеченность	0,2318
	Прочие доходы / расходы (не операционные)	Затратность	-0,2280
СЕКТОР 2	Free Cash Flow (свободный денежный поток)	Обеспеченность	0,2270
	Оборачиваемость активов SOA (Выручка / Активы)	Интенсивность	-0,5464
	(Основные средства – Амортизация) / Активы	Капитальность	-0,4771
	Основные средства / Активы	Капитальность	-0,4371
	Оборачиваемость оборотных активов (Выручка / Оборотные активы)	Интенсивность	-0,4366
	Рентабельность инвестированного капитала (ROIC)	Интенсивность	-0,4322
	Рентабельность инвестиций (ROI)	Интенсивность	-0,4209
	Долгосрочные обязательства / Активы	Обеспеченность	0,4137
СЕКТОР 1	Рентабельность активов (ROA)	Интенсивность	-0,4130
	Рентабельность активов (ROA)	Интенсивность	0,4816
	Дивиденды	Динамичность	0,4414
	Рентабельность инвестиций (ROI)	Интенсивность	0,4340
	(Выручка – Операционные расходы) × Динамика операционной прибыли	Динамичность	0,4137
	Операционные расходы + Налоги	Затратность	-0,4076
	Рентабельность EBT	Прибыльность	0,3797
	Операционный доход – Налоги – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,3690
	Нераспределенная прибыль (НП)	Обеспеченность	0,3316

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

Таблица 3 / Table 3

Результаты расчета удельной достоверности аппроксимации (R_{cp}^2 , %) с использованием коэффициентов корреляции более 0,20 по модулю / The results of calculating the specific reliability of the approximation (R_{av}^2 , %) using correlation coefficients greater than 0.20 modulo

ГРУППА / GROUP	R_{cp}^2 , % / R_{cp}^2 , %					Количество факторов в расчете / Number of factors in calculation				
	Сегм. 1 / Seg. 1	Сегм. 2 / Seg. 2	Сегм. 3 / Seg. 3	Сегм. 4 / Seg. 4	ОБЩЕЕ / TOTAL	Сегм. 1 / Seg. 1	Сегм. 2 / Seg. 2	Сегм. 3 / Seg. 3	Сегм. 4 / Seg. 4	ОБЩЕЕ / TOTAL
Прибыльность	14,44	13,96	0,00	26,71	21,79	6	11	0	10	6
Затратность	15,29	18,01	50,27	17,60	24,71	4	6	2	4	4
Обеспеченность	12,59	15,09	49,73	12,27	13,26	18	20	11	12	11
Капитальность	12,81	15,29	0,00	9,97	10,28	1	8	0	4	4
Интенсивность	19,84	22,34	0,00	7,68	16,04	8	9	0	6	4
Динамичность	25,04	15,31	0,00	25,77	13,92	3	2	0	1	2
СУММА	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	40	56	13	37	31

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

Таблица 4 / Table 4

Результаты расчета удельной достоверности аппроксимации (R_{cp}^2 , %) по двухфакторной методике / The results of calculating the specific reliability of the approximation (R_{av}^2 , %) by two-factor method

ГРУППА / GROUP	R_{cp}^2 , % / R_{cp}^2 , %				
	Сегм. 1 / Seg. 1	Сегм. 2 / Seg. 2	Сегм. 3 / Seg. 3	Сегм. 4 / Seg. 4	ОБЩЕЕ / TOTAL
Прибыльность	17,66	11,60	6,12	28,46	27,59
Затратность	13,77	14,51	22,77	25,53	26,32
Обеспеченность	13,04	16,61	40,06	18,40	15,17
Капитальность	6,07	21,77	10,61	9,38	8,36
Интенсивность	26,41	25,18	10,35	8,16	13,74
Динамичность	23,04	10,33	10,09	10,07	8,83
СУММА	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

Таблица 5 / Table 5

Результаты расчета удельной достоверности аппроксимации (R_{cp}^2 , %) по однофакторной методике / The results of calculating the specific reliability of the approximation (R_{av}^2 , %) by one-factor method

ГРУППА / GROUP	R_{cp}^2 , % / R_{cp}^2 , %				
	Сегм. 1 / Seg. 1	Сегм. 2 / Seg. 2	Сегм. 3 / Seg. 3	Сегм. 4 / Seg. 4	ОБЩЕЕ / TOTAL
Прибыльность (Чистая прибыль)	8,97	7,86	12,54	25,59	25,14
Затратность [Себестоимость (в том числе амортизация и прочие операционные расходы)]	10,35	2,36	23,51	28,39	28,87
Обеспеченность (Капитал)	15,65	15,25	35,94	17,47	13,67
Капитальность (Основные средства / Активы)	0,09	29,40	10,31	5,76	4,66
Интенсивность [Рентабельность активов (ROA)]	37,36	26,25	0,46	4,65	13,82
Динамичность ((Выручка – Операционные расходы) × Динамика операционной прибыли)	27,57	18,87	17,24	18,14	13,84
СУММА	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

полагают использовать соответственно по два и по одному фактору из каждой группы, с наибольшими значениями коэффициента корреляции по модулю, независимо от значимости показателя.

В данном случае просматривается определенная закономерность полученных результатов, в частности для Сегмента 1 (Интенсивность и Динамичность), Сегмента 2 (Капитальность и Интенсивность), Сегмента 3 (Затратность и Обеспеченность) и для выборки в целом (Прибыльность и Затратность) ключевые влияющие на коэффициент полезности (MV/S) группы идентичны и близки методике расчета со значением коэффициентов корреляции более 0,20 по модулю.

Группы факторов с наибольшим удельным значением достоверности аппроксимации для Сегмента 4 в методике расчета со значением коэффициентов корреляции по модулю более 0,20 отличаются от двухфакторной и однофакторной методик расчета. В первом случае группа «Динамичность», представленная одним фактором, участвующем в расчете, превышает показатель группы «Затратность», представленной 4 факторами, на 8,17 п.п., однако согласно однофакторной методике меньше ее на 10,25 п.п., что более корректно для целей сопоставления (один фактор — к одному фактору).

Таким образом, обобщая специфику компаний из разных секторов согласно рис. 4 и 6, а также основные критерии увеличения коэффициента полезности (MV/S) согласно табл. 2–5, можно дать краткое описание каждому сегменту.

Сегмент 1 ($MV/S < 0,5$) — сектор кризисных, либо финансово поддерживаемых компаний:

- рыночная стоимость не превышает балансовую, которая, в свою очередь, меньше половины годовой выручки;
- рост коэффициента полезности преимущественно связан:
 - с увеличением рентабельности активов, инвестиций и капитала, динамики операционной прибыли, размера и динамики дивидендов;
 - со снижением оборачиваемости активов, в том числе оборотных активов, денежных средств, основных средств и запасов.

Сегмент 2 ($0,5 \leq MV/S < 1,0$) — сектор производственных (перерабатывающих и добывающих сырье) компаний:

- рыночная стоимость не превышает балансовую (которая стремится к уровню годовой выручки), с сокращением разницы по мере увеличения показателя MV/S в рамках сегмента;
- рост коэффициента полезности преимущественно связан [25–28]:

- с увеличением уровня обновления основных средств, рентабельности активов, инвестиций и капитала;
- со снижением размеров товарно-материальных запасов и основных средств, оборачиваемости активов, в том числе оборотных активов, денежных средств, основных средств и запасов.

Сегмент 3 ($1,0 \leq MV/S < 2,0$) — сектор торговых (сетевых) компаний:

- рыночная стоимость превышает балансовую, которая близка уровню годовой выручки в рамках сегмента;
- рост коэффициента полезности преимущественно связан:
 - с увеличением ликвидности активов, свободного денежного потока и удельного веса в структуре баланса: оборотных активов (за исключением товарно-материальных запасов), внеоборотных активов (за исключением основных средств), долгосрочных обязательств, капитала (за исключением дивидендов);
 - со снижением размера (уровня) любого сочетания видов затрат, краткосрочных обязательств, вложений и процентов, полученных в структуре баланса.

Сегмент 4 ($MV/S \geq 2,0$) — сектор инновационных компаний:

- рыночная стоимость более чем в два раза превышает балансовую, которая больше уровня годовой выручки в рамках сегмента;
- рост коэффициента полезности преимущественно связан:
 - с увеличением разности выручки и совокупности любого вида затрат;
 - со снижением размера (уровня) любого сочетания видов затрат.

ФАКТОРНОЕ СОПОСТАВЛЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИЙ

Принимая во внимание различные приоритеты организаций в части своего развития, для оценки их текущего состояния и сравнения с другими участниками рынка воспользуемся полученными результатами факторного анализа деятельности компаний, согласно табл. 2 определяющих условия увеличения коэффициента полезности в зависимости от сегмента отношения рыночной стоимости к выручке.

Если компании по показателю MV/S имеют близкие значения (в рамках одного сегмента или в его граничных значениях), целесообразно соотносить их по факторам для конкретного сегмента, если разница существенна, оценку следует проводить в таблице общей выборки.

Таблица 6 / Table 6

Факторное сопоставление организаций Apple, Alphabet и Berkshire Hathaway в рамках критериев общей выборки / Factorial comparison of Apple, Alphabet, and Berkshire Hathaway within the total sample

№ / No.	Фактор оценки / Assessment factor	Группа фактора / Factor group	Коэфф. корр. / Corr. coef.	Apple	Alphabet	Berkshire Hathaway
1	Себестоимость (в том числе амортизация и прочие операционные расходы)	Затратность	-0,7024	0,62	0,45	<u>0,81</u>
2	Чистая прибыль	Прибыльность	0,6555	0,21	0,21	0,32
3	Рентабельность EBT	Прибыльность	0,6453	0,25	0,24	0,40
4	Операционный доход – Налоги – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,5967	0,19	0,18	<u>0,02</u>
5	Операционные расходы + Налоги	Затратность	-0,5681	0,79	0,82	<u>0,97</u>
6	(Выручка – Операционные расходы) × × Динамика операционной прибыли	Динамичность	0,4864	0,23	0,20	0,11
7	Рентабельность активов (ROA)	Интенсивность	0,4859	0,17	0,12	<u>0,10</u>
8	Капитал	Обеспеченность	0,4834	0,30	1,24	1,67
9	Денежные средства / Активы	Обеспеченность	0,4811	0,29	0,43	<u>0,08</u>
10	Срочная ликвидность ((Оборотные активы – Товарно-материальные запасы) / Краткосрочные обязательства)	Обеспеченность	0,4773	1,46	3,44	1,50
11	Капитал – Нераспределенная прибыль	Обеспеченность	0,4372	0,17	0,30	<u>0,09</u>
12	Рентабельность инвестиций (ROI)	Интенсивность	0,4320	0,25	0,15	<u>0,11</u>

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

В качестве примера сравним по 12 ключевым факторам компании Apple, Alphabet и Berkshire Hathaway из табл. 1, выделяющиеся наиболее характерными особенностями несогласованности показателей (табл. 6).

Компания Berkshire Hathaway на первый взгляд имеет большую чистую прибыль, активы и сопоставимую с Apple и Alphabet выручку, что также демонстрирует большее соотношение чистой прибыли к выручке (Profits / Sales). Однако она в два раза дешевле Alphabet и в три раза — Apple.

С чистой прибылью Berkshire Hathaway связаны основные факторы, превышающие аналогичные у сравниваемых компаний, а большинство остальных имеют худшее значение.

Наибольшее отклонение факторов, обосновывающих меньший коэффициент полезности Berkshire Hathaway в сравнении с Apple и Alphabet, связано с относительно высокой себестоимостью и операционными расходами, меньшим количеством свободных денежных средств и их отношением к размеру активов, меньшей рентабельностью акти-

вов (ROA) и инвестиций (ROI), меньшим размером собственного капитала (все показатели — относительно выручки).

Всего из 31 фактора оценки общего сопоставления (для всех сегментов), имеющих коэффициент корреляции более 0,20 по модулю, по 16 из них Berkshire Hathaway имеет значения, уступающие Apple и Alphabet, по 6 факторам — превышающие и по 9 факторам — промежуточные.

Поскольку коэффициент полезности Berkshire Hathaway имеет граничное значение между Сегментом 3 и Сегментом 4, аналогичный анализ можно провести, используя сопоставление факторов Сегмента 4. Результат будет схожим, учитывая, что его ключевые критерии идентичны общей выборке.

ВЫВОДЫ

Как правило, жизненный цикл развития компании представлен одним-двумя, реже — тремя сегментами. Переход между сегментами требует значительного изменения структуры баланса организации и прочих показателей финансовой отчетности, что в условиях рынка подразумевает существенные преобразования бизнес-модели либо ее кардинальную смену.

Соответственно, концентрирование исключительно на прибыли и затратах как ключевых условиях увеличения стоимости организации в данном случае обосновано лишь в Сегменте 4. Для остальных секторов следует учитывать прочие факторы, порой с большим доминирующим значением.

Исходя из этого, каждый сегмент можно представить как уровень созидательной активности деятельности компаний, при этом переход на очередной из них в рамках рынка в целом реализуется высвобождением возможностей предыдущих, дополняя их (не заменяя), опираясь на них подобно увеличению размеров строения, устойчивость которого определяется равномерным распределением нагрузки [29]. То есть необходимость увеличения среднего коэффициента

полезности рынка, в первую очередь через рост прибыльности, необходимо декомпозировать на составляющие применительно к отдельным сегментам модели. В них приоритетными являются различные группы факторов, которые, объединившись, создают единую картину целей.

При всей очевидности общественной полезности для рынка в целом увеличения соотношения капитализации компаний к выручке как показателя развитости экономики, потребительской и деловой активности его участников, реализация данной цели требует пересмотра однозначности суждения о максимизации прибыли как основной цели бизнеса. Норма рентабельности и уровень издержек фирм нижних сегментов модели должны стимулировать развитие организаций верхних сегментов с учетом использования адресного инструментария, учитывающего особенности и специфику их вида деятельности [30]. Причем чем ниже сегмент расположения компании, тем больший синергетический эффект будет иметь данное обстоятельство.

Реализация Сегментарной модели подразумевает, что, помимо собственно эволюции в виде этапа жизненного цикла (начало, рост, стагнация, спад, завершение) и размера (оценки занятой доли рынка), ключевой характеристикой деятельности компании является сегмент ее общественной полезности, представляющий собой условно постоянную сущность сформированной уникальной внутренней культуры, связанной с особенностями рождения (видом деятельности) и существования (конкурентной средой) [31].

Полученные в ходе анализа корреляции различных показателей и мультипликаторов финансовой отчетности организаций применительно к их текущему и расчетному соотношению капитализации от выручки позволяют оценить стоимость компаний, сопоставить за выбранный период времени динамику их деятельности с отраслевыми конкурентами и рынком в целом, на стратегическом уровне определить направления по увеличению коэффициента полезности.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Древинг С. Р., Хрустова Л. Е. Нефинансовые факторы формирования стоимости в системе финансового контроля стратегии развития холдинга. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(6):53–68. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–6–53–68
2. Межов И. С., Дронова О. Б. Национальная модель корпоративного управления: императивы финансирования роста российской экономики. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(3):36–51. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–3–36–51
3. Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*. 1958;48(3):261–297.

4. Modigliani F., Miller M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*. 1963;53(3):433–443.
5. Miller M. H. The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *The Journal of Economic Perspectives*. 1988;2(4):99–120. DOI: 10.1257/jep.2.4.99
6. Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов. М.: Высшая школа финансов и менеджмента; 2011. 392 с. URL: http://www.shfm.ranepa.ru/sites/default/files/books/limitov_part1.pdf (дата обращения: 29.11.2020).
7. Рутгайзер В.М., Антилл Н., Ли К. Оценка компаний. Анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО. 2-е изд., перераб. и допол. *Вопросы экономики*. 2011;(7):149–152. DOI: 10.32609/0042–8736–2011–7–149–152
8. Волкова Н.А. Модель оценки уровня эффективности корпоративного управления. *Статистика и экономика*. 2018;15(2):49–58. DOI: 10.21686/2500–3925–2018–2–49–58
9. Evans D. S. The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *The Journal of Industrial Economics*. 1987;35(4):567–581. DOI: 10.2307/2098588
10. Heshmati A. On the growth of micro and small firms: Evidence from Sweden. *Small Business Economics*. 2001;17(3):213–228. DOI: 10.1023/A:1011886128912
11. Morone P., Testa G. Firms' growth, size and innovation: An investigation into the Italian manufacturing sector. *Economics of Innovation and New Technology*. 2008;17(4):311–329. DOI: 10.1080/10438590701231160
12. Singh A., Whittington G. The size and growth of firms. *The Review of Economic Studies*. 1975;42(1):15–26. DOI: 10.2307/2296816
13. Varaiya N., Kerin R. A., Weeks D. The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*. 1987;8(5):487–497. DOI: 10.1002/smj.4250080507
14. Ивашковская И.В., Животова Е.Л. Индекс устойчивого роста: эмпирическая апробация на данных российских компаний. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2009;(4):3–29.
15. Hall B. H. The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector. *The Journal of Industrial Economics*. 1987;35(4):583–606. DOI: 10.2307/2098589
16. Geroski P., Gugler K. Corporate growth convergence in Europe. *Oxford Economic Papers*. 2004;56(4):597–620. DOI: 10.1093/oep/gpf055/
17. Шеремет А.Д. Комплексный анализ показателей устойчивого развития предприятия. *Экономический анализ: теория и практика*. 2014;(45):2–10.
18. Рябова Е.В., Самоделкина М.А. Факторы устойчивого роста российских компаний. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(1):104–117. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–1–104–117
19. Ararat M., Black B. S., Yurtoglu B. B. The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*. 2017;30:113–132. DOI: 10.1016/j.ememar.2016.10.001
20. García-Madariaga J., Rodríguez-Rivera F. Corporate social responsibility, customer satisfaction, corporate reputation, and firms' market value: Evidence from the automobile industry. *Spanish Journal of Marketing – ESIC*. 2017;21(Suppl. 1):39–53. DOI: 10.1016/j.sjme.2017.05.003
21. Belo F., Lin X., Vitorino M. A. Brand capital and firm value. *Review of Economic Dynamics*. 2014;17(1):150–169. DOI: 10.1016/j.red.2013.05.001
22. Altman E. I. Measuring corporate bond mortality and performance. *The Journal of Finance*. 1989;44(4):909–922. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1989.tb02630.x
23. Никулин Е.Д., Свиридов А.А. Манипулирование прибылью российскими компаниями при первичном размещении акций. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(1):147–164. DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–1–147–164
24. Волков Д.Л., Никулин Е.Д. Управление оборотным капиталом: анализ влияния финансового цикла на рентабельность и ликвидность компаний. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2012;(2):3–32.
25. Lanza A., Manera M., Grasso M., Giovannini M. Long-run models of oil stock prices. *Environmental Modelling & Software*. 2005;20(11):1423–1430. DOI: 10.1016/j.envsoft.2004.09.022
26. Bhaskaran R. K., Sukumaran S. K. An empirical study on the valuation of oil companies. *OPEC Energy Review*. 2016;40(1):91–108. DOI: 10.1111/opec.12064
27. MacDiarmid J., Tholana T., Musingwini C. Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015. *Resources Policy*. 2018;56:16–30. DOI: 10.1016/j.resourpol.2017.09.008

28. Osmundsen P., Asche F., Misund B., Mohn K. Valuation of international oil companies. *The Energy Journal*. 2006;27(3):49–64. DOI: 10.2307/23296990
29. Дози Дж. Экономическая координация и динамика: некоторые особенности альтернативной эволюционной парадигмы. *Вопросы экономики*. 2012;(12):31–60.
30. Полтерович В.М. О стратегии догоняющего развития для России. *Экономическая наука современной России*. 2007;(3):17–23.
31. Кочеткова А.И. Введение в организационное поведение и организационное моделирование. М.: Дело; 2011. 944 с.

REFERENCES

1. Dreving S.R., Khrustova L.E. Non-financial factors of value formation in the financial control system of the holding development strategy. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(6):53–68. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–6–53–68
2. Mezhev I.S., Dronova O.B. National corporate governance model: The imperatives of funding the growth of the Russian economy. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(3):36–51. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–3–36–51
3. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*. 1958;48(3):261–297.
4. Modigliani F., Miller M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*. 1963;53(3):433–443.
5. Miller M. The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *The Journal of Economic Perspectives*. 1988;2(4):99–120. DOI: 10.1257/jep.2.4.99
6. Limitovskii M.A., Lobanova E.N., Palamarchuk V.P. Financial management as the sphere of applied use of corporate finance. Moscow: Higher School of Finance and Management; 2011. 392 p. URL: http://www.shfm.ranepa.ru/sites/default/files/books/limitov_part1.pdf (accessed on 29.11.2020). (In Russ.).
7. Rutgaizer V.M., Antill N., Lee K. Company valuation under IFRS: Interpreting and forecasting accounts using International Financial Reporting Standards. 2nd ed. *Voprosy ekonomiki*. 2011;(7):149–152. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2011–7–149–152
8. Volkova N.A. The model estimating the level of efficiency of corporate governance. *Statistika i ekonomika = Statistics and Economics*. 2018;15(2):49–58. (In Russ.). DOI: 10.21686/2500–3925–2018–2–49–58
9. Evans D.S. The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *The Journal of Industrial Economics*. 1987;35(4):567–581. DOI: 10.2307/2098588
10. Heshmati A. On the growth of micro and small firms: Evidence from Sweden. *Small Business Economics*. 2001;17(3):213–228. DOI: 10.1023/A:1011886128912
11. Morone P., Testa G. Firms' growth, size and innovation: An investigation into the Italian manufacturing sector. *Economics of Innovation and New Technology*. 2008;17(4):311–329. DOI: 10.1080/10438590701231160
12. Singh A., Whittington G. The size and growth of firms. *The Review of Economic Studies*. 1975;42(1):15–26. DOI: 10.2307/2296816
13. Varaiya N., Kerin R.A., Weeks D. The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*. 1987;8(5):487–497. DOI: 10.1002/smj.4250080507
14. Ivashkovskaya I.V., Zhivotova E.L. Sustainable growth index: Empirical testing using data from Russian companies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management Series*. 2009;(4):3–29. (In Russ.).
15. Hall B.H. The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector. *The Journal of Industrial Economics*. 1987;35(4):583–606. DOI: 10.2307/2098589
16. Geroski P., Gugler K. Corporate growth convergence in Europe. *Oxford Economic Papers*. 2004;56(4):597–620. DOI: 10.1093/oep/gpf055/
17. Sheremet A.D. A complex analysis of sustainable development indicators of an enterprise. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*. 2014;(45):2–10. (In Russ.).
18. Ryabova E.V., Samodelkina M.A. Factors of sustainable growth of Russian companies. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(1):104–117. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–1–104–117

19. Ararat M., Black B.S., Yurtoglu B.B. The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*. 2017;30:113–132. DOI: 10.1016/j.ememar.2016.10.001
20. García-Madariaga J., Rodríguez-Rivera F. Corporate social responsibility, customer satisfaction, corporate reputation, and firms' market value: Evidence from the automobile industry. *Spanish Journal of Marketing – ESIC*. 2017;21(Suppl. 1):39–53. DOI: 10.1016/j.sjme.2017.05.003
21. Belo F., Lin X., Vitorino M.A. Brand capital and firm value. *Review of Economic Dynamics*. 2014;17(1):150–169. DOI: 10.1016/j.red.2013.05.001
22. Altman E.I. Measuring corporate bond mortality and performance. *The Journal of Finance*. 1989;44(4):909–922. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1989.tb02630.x
23. Nikulin E.D., Sviridov A.A. Earnings management by Russian companies at the initial public offering. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(1):147–164. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–1–147–164
24. Volkov D.L., Nikulin E.D. Working capital management: Analysis of the impact of the financial cycle on the profitability and liquidity of companies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management Series*. 2012;(2):3–32. (In Russ.).
25. Lanza A., Manera M., Grasso M., Giovannini M. Long-run models of oil stock prices. *Environmental Modelling & Software*. 2005;20(11):1423–1430. DOI: 10.1016/j.envsoft.2004.09.022
26. Bhaskaran R.K., Sukumaran S.K. An empirical study on the valuation of oil companies. *OPEC Energy Review*. 2016;40(1):91–108. DOI: 10.1111/opec.12064
27. MacDiarmid J., Tholana T., Musingwini C. Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015. *Resources Policy*. 2018;56:16–30. DOI: 10.1016/j.resourpol.2017.09.008
28. Osmundsen P., Asche F., Misund B., Mohn K. Valuation of international oil companies. *The Energy Journal*. 2006;27(3):49–64. DOI: 10.2307/23296990
29. Dosi G. Economic coordination and dynamics: Some elements of an alternative “evolutionary” paradigm. *Voprosy ekonomiki*. 2012;(12):31–60. (In Russ.).
30. Polterovich V.M. On the strategy of catching-up development for Russia. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoi Rossii = Economics of Contemporary Russia*. 2007;(3):17–23. (In Russ.).
31. Kochetkova A.I. Introduction to organizational behavior and organizational modeling. Moscow: Delo; 2011. 944 p. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Дмитрий Николаевич Белых — магистрант кафедры менеджмента Института бизнеса и делового администрирования, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия
Dmitrii N. Belykh — Master's student, Department of Management, Institute of Business Studies, The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia
 bdn@inbox.ru

Статья поступила в редакцию 01.12.2020; после рецензирования 14.12.2020; принята к публикации 27.12.2020.
 Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.
 The article was submitted on 01.12.2020; revised on 14.12.2020 and accepted for publication on 27.12.2020.
 The author read and approved the final version of the manuscript.