

УДК 336.76

## Показатели и методы оценки бизнеса и инструментов фондового рынка

Канд. экон. наук **Коваленко А.В.** avkovalenko@fa.ru

Д-р экон. наук **Никифорова В.Д.** vdnikiforova@fa.ru

Канд. экон. наук **Никифоров А.А.** aanikiforov@fa.ru

Финансовый университет при Правительстве РФ Санкт-Петербургский филиал  
197198, Россия, Санкт-Петербург, ул. Съезжинская, д. 15

*В статье анализируются научные взгляды на проблему применения затратного, доходного и сравнительного методов в практической деятельности по оценке стоимости бизнеса и финансовых инструментов в России. Авторы раскрывают значение применения этих методов для отечественного рынка акций, характеризующегося слабо эффективным с определенными свойствами фрактальности и когерентности. Особое внимание уделяется анализу трудностей, которые возникают в связи с применением этих методов. В статье раскрываются особенности и трудности применения затратного метода оценки стоимости бизнеса из-за несоответствия отечественных и зарубежных стандартов бухгалтерского учета активов и бухгалтерской отчетности компании. Авторы обосновывают целесообразность использования модификации затратного метода, основанной на расчете дополнительных показателей и осуществлении дополнительных корректировок, которая позволяет снизить ошибки прогноза оценки стоимости бизнеса и инструментов фондового рынка. В статье аргументируется целесообразность модификации доходного метода и сравнительного метода. Для повышения уровня репрезентативности доходного метода оценки предлагаются подходы по выбору ставки дисконтирования, использованию сценарного подхода к  $\beta$ -коэффициенту, а также среднеквадратического этого показателя. В части модификации сравнительного метода авторы предлагают производить расчеты средних значений финансовых мультипликаторов и определять уровень ошибки прогноза для каждого мультипликатора. В статье делается вывод о том, что использование среднеотраслевого значения возникает, если принимается допущение о том, что индивидуальные финансовые мультипликаторы стремятся к среднему значению; при этом важно учитывать, что даже при наличии динамики на сближение существуют границы изменения.*

**Ключевые слова:** методология оценки бизнеса, модификация существующих методов оценки бизнеса и финансовых инструментов, ошибка прогноза.

DOI: 10.17586/2310-1172-2019-12-1-26-32

---

## Indicators and methods of evaluation of business and stock market instruments

*Ph.D. Kovalenko A.V.* avkovalenko@fa.ru

*D.Sc. Nikiforova V.D.* vdnikiforova@fa.ru

*Ph.D. Nikiforov A.A.* aanikiforov@fa.ru

*Financial University under the government of the Russian Federation St. Petersburg branch  
197198, Russia, St. Petersburg, 15, Sheshinskaya Str.*

*The article analyzes the scientific views on the problem of the use of cost, income and comparative methods in practice to assess the value of business and financial instruments in Russia. The authors reveal the importance of the application of these methods for the domestic stock market, characterized by weakly effective with certain properties of fractality and coherence. Special attention is paid to the analysis of difficulties that arise in connection with the application of these methods. The article reveals the peculiarities and difficulties of applying the cost method estimates the value of the business due to the mismatch between domestic and overseas accounting standards of assets and accounting records of the company. The authors substantiate the expediency of using the modification of the cost method based on the calculation of additional indicators and the implementation of additional adjustments, which allows to reduce the forecast errors of business valuation and stock market instruments. The article argues for the feasibility of modifying the income method and the comparative method. To increase the level of representativeness of the income estimation method, approaches are proposed for choosing the discount rate, using the scenario approach to the  $\beta$ -coefficient, as well as the standard of this indicator. As part of the modification of the comparative method, the authors propose to calculate the average values of financial multipliers and determine the level of prediction error for*

*each multiplier. The article concludes that the use of the average value arises if it is assumed that the individual financial multipliers tend to the average value; it is important to take into account that even in the presence of the dynamics of convergence there are limits of change.*

**Keywords:** methodology of business valuation, modification of existing methods of business valuation and financial instruments, the error of the forecast.

### Введение

Российский рынок акций можно характеризовать как слабо эффективный с определенными свойствами фрактальности и когерентности. При этом следует отметить, что все три гипотезы (эффективного (ЕМН), фрактального (ФМН) и когерентного рынков (СМН)) не исключают использования фундаментальных методов оценки стоимости бизнеса и инструментов фондового рынка. В частности, согласно ЕМН слабая эффективность позволяет увеличивать прибыли от инвестирования, используя фундаментальный анализ. ФМН постулирует локальную неопределенность на фоне глобального детерминизма, иными словами, сочетание фундаментального и технического анализа на различных инвестиционных горизонтах. СМН рассматривает различные фазы рынка, соответственно, использование результатов фундаментального анализа будет целесообразно не во всех фазах, в основном, в режиме трендового рынка [1, 2].

Таблица 1

#### Плотность распределения доходностей российских компаний, %\*

Распределение	Интервалы, СКО (среднеквадратическое отклонение)							
	до -3	от -3 до -2	от -2 до -1	от -1 до 0	от 0 до 1	от 1 до 2	от 2 до 3	от 3
Нормальное распределение	0,14	2,14	13,59	34,13	34,13	13,59	2,14	0,14
ММВБ 10	0,72	1,53	6,28	41,35	41,91	6,44	0,97	0,80
Газпром	0,56	2,01	6,75	39,55	41,72	7,56	1,13	0,72
Лукойл	1,13	0,80	6,59	42,28	39,63	7,32	1,29	0,96
Роснефть	0,40	1,45	6,52	43,60	39,58	6,76	0,88	0,80
Норникель	0,72	1,29	8,05	41,03	37,73	8,69	1,77	0,72
Сбербанк	0,89	1,37	7,33	41,42	39,81	6,77	1,61	0,81
Сбербанк-п	0,81	0,89	6,61	42,55	41,02	6,04	1,13	0,97
Русгидро	1,11	1,11	6,44	42,06	41,07	5,88	1,33	1,00
Северсталь	0,80	1,85	6,76	42,72	37,41	7,88	1,61	0,97
ВТБ	0,52	1,22	5,56	43,53	40,66	6,78	1,04	0,70
Ростелеком	0,72	1,45	5,95	43,52	40,31	5,23	1,45	1,37
Ростелеком-п	0,72	1,45	5,95	43,52	40,31	5,23	1,45	1,37
Уралкалий	0,88	1,36	5,94	44,11	39,14	6,43	1,17	0,97

\*Рассчитано авторами по данным Московской биржи и компании «Финам»

Следует отметить, что пока основную группу исследований состояния российского рынка акций составляют исследования, базирующиеся на ЕМН. В этих условиях проблема оценки рисков приобретает особенную остроту, поскольку результаты оценки рисков в рамках альтернативных гипотез существенно могут различаться.

### Методология и результаты исследования

Общая черта фундаментальных методов (затратный, доходный, сравнительный) – изучение финансово-хозяйственной деятельности компании и ее результатов, особое внимание уделяется чистым активам, выручке, чистому денежному потоку и прибыли. При этом предполагается, что данные показатели оказывают решающее воздействие на рыночную оценку акционерной компании [3, 4].

Затратный метод (на основе активов или балансовый) применительно к оценке компании – это способ определения стоимости компании, основанный на оценке рыночной стоимости ее активов за вычетом обязательств. Он реализует принцип замещения, выражающийся в том, что покупатель не станет платить за

готовый объект больше, чем за вновь создаваемый объект той же полезности, а продавец не продаст компанию целиком дешевле рыночной оценки ее активов, которые можно продать по частям. Подобный подход получил наибольшее распространение в российской практике оценки бизнеса и инструментов фондового рынка [5].

В действительности, рыночная оценка в данный момент времени может значительно отклоняться от балансовой стоимости активов. Это может быть связано, например, с трудностью оценки нематериальных активов, или с прогнозами деятельности компании. Несмотря на это, данный метод оценки незаменим при дефиците информации о компании. Для проведения оценки данным методом достаточно иметь перед собой бухгалтерский баланс фирмы. Кроме того, применение затратного подхода обосновано при оценке компании, обладающей значительными материальными активами, а также, когда имеется возможность выявления и оценки нематериальных активов.

Особое внимание нематериальным активам уделяет Баффет [6]. Он разделяет понятие бухгалтерских и экономических нематериальных активов. С течением времени бухгалтерские нематериальные активы амортизируются и исчезают из баланса, в то время как стоимость экономических нематериальных активов может значительно расти (например, стоимость патентов и лицензий), что увеличивает реальные чистые активы.

Самый значительный недостаток данного метода в игнорировании будущих прогнозных результатов деятельности компании. Именно поэтому, компания может длительное время быть оценена значительно выше своих чистых активов. Судить о пользе данного метода в оценке доходности акций мы можем лишь при необоснованно заниженной оценке компании. Тогда в среднесрочной перспективе можно ожидать роста оценки компании, по крайней мере, до размера чистых активов.

Точным, по мнению Дж. Р. Хитчнера, данный метод может быть лишь при проведении значительного количества корректировок. Помимо нормализации стоимости нематериальных активов, это: активы в балансе должны быть оценены по их рыночной стоимости, так же как и обязательства, некоторые забалансовые активы должны быть приняты к расчету, безнадежные долги и неиспользуемые производственные мощности должны быть соответствующим образом учтены [7]. Однако в таком случае метод становится слишком трудоемким, множество корректировок не могут быть сделаны на основе, имеющейся в открытом доступе информации.

Доходный метод оценки предусматривает установление стоимости бизнеса на основе прогноза ожидаемого дохода или выгоды. Ожидаемый доход должен рассчитываться с учетом структуры капитала и прошлых результатов бизнеса, перспектив его развития, развития отрасли и экономики в целом. Здесь мы затрагиваем проблему прогнозирования будущих доходов компании. В качестве базового прогноза может использоваться прогноз самой компании. Однако данный прогноз требует корректировки, к тому же, далеко не всегда он имеется в открытом доступе [8].

Немаловажной проблемой является выбор дохода для прогноза. Это может быть чистый денежный поток, чистая прибыль, операционная прибыль (прибыль от продаж), валовая прибыль, размер выплачиваемых дивидендов. В рамках доходного подхода существует несколько методов, среди которых основными являются метод капитализации и метод дисконтирования. Если приведенная стоимость компании выше рыночной текущей стоимости, то инвестиции в данное предприятие привлекательны, поскольку в долгосрочной перспективе отклонения рыночной цены от расчетной стоимости будут минимальны. Преимущество доходного метода в оценке прогноза будущей деятельности компании, а не ретроспективных данных, а также в учете изменения стоимости денег во времени [9].

Однако имеются и существенные недостатки. Во-первых, ставка дисконтирования, при любом методе ее исчисления, зависит от общего уровня процентных ставок в стране, задаваемых ставкой рефинансирования. Она же, в свою очередь, может значительно меняться. Вторым недостатком является трудоемкость метода – для адекватного прогноза результатов деятельности компании необходимо приложить массу усилий и расчетов. А чем сложнее прогноз, тем менее точным он может оказаться.

Сравнительный метод оценки стоимости компании основан на применении четырех групп оценочных мультипликаторов, для каждой из которых основанием служат: доходы; прибыльность или денежные потоки; балансовые стоимостные показатели; некоторые иные измерители (такие как объемы добычи, количество клиентов и пр.) [10].

Наиболее часто в российской практике при сравнении компании используются следующие коэффициенты: P/E – отношение рыночной цены акции компании к ее чистой прибыли на одну обыкновенную акцию; P/S – отношение рыночной цены акции компании к ее выручке на одну обыкновенную акцию; P/BV – отношение рыночной цены акции компании к ее балансовой стоимости [11]. Как правило, используются все три мультипликатора, результатам, полученным с их помощью, придаются определенные веса. Сравнение может производиться как с аналогичными компаниями, так и со средним значением коэффициентов самой компании. При этом предполагается, что значение коэффициентов компании стремится к среднему значению для этой компании и к среднему значению коэффициентов компаний отрасли.

Главной сложностью метода является поиск компаний-аналогов. Здесь нужно учитывать отрасль, в которой действует компания, масштабы деятельности, рыночную власть, потенциал роста и многие другие характеристики [12].

Сравнительный метод в определенной степени объединяет затратный и доходный методы. Коэффициент  $P/BV$  отражает оценку рынком чистых активов предприятия, а коэффициент  $P/E$  – оценку прибыли, которую компания способна приносить. Коэффициент  $P/S$  так же, как и  $P/E$ , отражает оценку результата деятельности, однако говорит скорее об оценке масштабов деятельности, которые значительно более стабильны, чем прибыль.

Достоинствами сравнительного метода является его комплексность, оценка предприятия с различных позиций, использование фактических данных, а также простота проводимых расчетов. Его вполне можно комбинировать с затратным и доходным методом. Недостатками является то, что он не учитывает будущие результаты деятельности, а также сложность формирования круга компаний-аналогов.

На практике, как правило, используется не один, а несколько подходов к оценке. Промежуточные результаты обрабатываются с помощью весовых показателей для получения итогового прогноза. Это наиболее простой и очевидный способ, позволяющий объединить рассмотренные выше методы для формирования окончательного результата [13].

Сочетать достоинства сравнительного, затратного и доходного методов, на наш взгляд, можно следующим образом. В соответствие с доходным методом, прогнозируем выручку, чистую прибыль и балансовую стоимость компании. В случае удовлетворительных результатов деятельности компании, но недооцененных чистых активах ( $P/BV < 0$ ), можно полагать, что цена акций в прогнозном периоде должна расти, по крайней мере, до достижения коэффициентом  $P/BV$  (с учетом прогнозного значения балансовой стоимости) значения единицы, а, возможно, и до среднеотраслевого значения. С другой стороны, прогнозируя с помощью сравнительного метода прогнозные коэффициенты  $P/E$  и  $P/S$ , и имея прогнозную выручку и чистую прибыль, можно рассчитать прогнозную капитализацию компании.

В результате, комбинируя рассмотренные методы, получаем три прогноза движения цены на рынке рассматриваемых акций. Для получения окончательного результата необходимо использовать весовые показатели по трем прогнозам, аналогично тому, как это производится в сравнительном методе. К такому же выводу приходит Карбовский [11]. Нередко предлагается придать веса 0,5; 0,25 и 0,25 соответственно прогнозам, рассчитанным на основании коэффициентов  $P/E$ ,  $P/S$  и  $P/BV$ , однако веса могут быть и другими, если эмпирическим путем будет доказано иное влияние прибыли, выручки и балансовой стоимости на изменение цен акций компании.

Следует, однако, отметить, что рассмотренные выше методы служат для количественной оценки доходности. Но целью фундаментального анализа является также и обнаружение акций с наиболее приемлемым уровнем риска. Для ранжирования компаний по уровню риска возможна качественная оценка странового риска, отраслевого риска, корпоративного риска и риска ликвидности. Результатом такой оценки будет ответ на вопрос достаточно ли надежно вложение в данные акции. На том же принципе основан кумулятивный метод, где описанным выше рискам экспертным путем присваиваются численные значения, которые прибавляются к безрисковой процентной ставке. [14]

Количественным способом оценки риска акции является модель Шарпа (CAPM), которая определяет ставку доходности, соответствующую риску данной акции. Данный метод удобен тем, что дает количественную оценку риска. Однако коэффициент  $\beta$  вычисляется по историческим данным, поэтому возможна ошибочная оценка риска. Например, у акций компании умеренно растущей отрасли коэффициент может быть отрицательным в период общего падения рынка, а в следующем периоде – при общем росте рынка – коэффициент снова станет положительным [15].

Необходимо учитывать, что данная модель оценки риска имеет смысл только в ситуации эффективного рынка (неважно какой степени эффективности), однако поскольку для российского фондового рынка характерны признаки фрактальности и когерентности, то это дает повод сомневаться в адекватности данной модели российской действительности.

Ситуация осложняется еще и тем, что в бухгалтерской отчетности по российским стандартам (РСБУ) активы учитываются, чаще всего, по остаточной стоимости. Переоценке подлежат только определенные группы активов. Кроме того, отдельные нематериальные активы (НМА) по правилам РСБУ вообще не включаются в балансовую стоимость. В результате происходит занижение балансовой стоимости компании. В кризисные периоды те же причины ведут к завышению ее балансовой стоимости.

Суть модификации затратного метода оценки бизнеса состоит в последовательности расчета:

- рентабельности продаж по каждой компании в отдельности;
- избыточной рентабельности на основе сравнения индивидуальных рентабельностей с общей по РФ;
- избыточной прибыли в абсолютном выражении;
- дисконтированной стоимости избыточной прибыли в качестве оценки НМА;
- откорректированной балансовой стоимости как суммы чистых активов и НМА, не принимаемых к учету;
- отклонения откорректированной балансовой стоимости от фактической капитализации компании.

Как показали расчеты по компаниям «голубые фишки», если первоначальная ошибка прогноза достигала 61%, то с учетом модифицированного метода ошибка прогноза снизилась до 19%, что повышает эффективность использования затратного метода оценки бизнеса.

Аналогично, нуждается в модификации и доходный метод, важной проблемой в использовании которого выступает проблема выбора ставки дисконта. Поскольку использование  $\beta$  – коэффициентов ни за весь период, ни за отдельно взятый год, не может быть признано эффективным, мы считаем необходимым, по крайней мере, учитывать риск их изменчивости.

Рациональным в данном случае представляется использование сценарного подхода к  $\beta$  – коэффициенту. Для этого нам понадобится среднеквадратическое отклонение (СКО) показателя. По нашей выборке СКО  $\beta$ -коэффициентов находится в диапазоне от 0,08 до 0,167. В рамках сценарного подхода учитывается наиболее вероятное значение  $\beta$ -коэффициента, уменьшенное на СКО с коэффициентом (в зависимости от требуемой точности прогноза), а также увеличенное на СКО с тем же коэффициентом. В результате получаем три варианта ставки дисконтирования, и, следовательно, три сценария доходности акции.

Что касается безрисковой ставки, то она, на наш взгляд, должна отражать изменчивость процентных ставок в национальной экономике. В классическом виде модели CAPM эту роль ставки играет доходность государственных краткосрочных облигаций. Однако в РФ ГКО не выпускаются уже достаточно длительное время. Поэтому не существует универсальной безрисковой ставки. В качестве таковой для компаний «голубые фишки» могут выступать: межбанковская кредитная ставка, доходность ОБР (законодательно данные ценные бумаги не относятся к государственным, но приравниваются к ним), ставка рефинансирования и депозитная ставка.

Суть модификации доходного метода оценки бизнеса состоит в последовательности расчета:

- премии за риск как произведение  $\beta$  – коэффициента на разницу рыночной доходности и безрисковой ставки;
- ставки дисконтирования (капитализации) как суммы безрисковой ставки и премии за риск;
- капитализируемой прибыли;
- сравнение расчетной капитализации с фактической, при этом рассматривается абсолютная ошибка без учета ее направления.

Использование доходности ОБР в качестве безрисковой ставки дало ошибку прогноза слишком высокой. Наименьшая из всех смоделированных ошибок прогноза получается при использовании кредитной ставки в качестве единой ставки дисконта. При этом, отметим, что альтернативой кредиту является выпуск облигаций, поэтому в качестве аналога кредитной ставки можно использовать доходность по облигациям соответствующего эмитента. Преимуществом такого выбора будет дифференциация «голубых фишек» по степени риска, поскольку облигационные доходности будут индивидуальны.

Теперь рассмотрим возможности модификации сравнительного метода. Для каждой группы компаний рассчитываем средние финансовые мультипликаторы и ошибку прогноза для каждого мультипликатора. Наименьшая ошибка получается при использовании финансового мультипликатора P/S. Несмотря на то, что модификация несколько увеличила эффективность рассматриваемого метода, ошибка все равно существенная. В связи с этим рациональным выходом могло бы стать использование только коэффициента P/S. Во-первых, он дает наименьшую среднюю ошибку прогноза. Во-вторых, показатели прибыли и чистых активов уже используются нами в доходном и балансовом методах соответственно, демонстрирую большую эффективность.

Что касается метода получения итогового результата оценки, его можно улучшить, выработав рекомендации по прогнозу изменения финансовых мультипликаторов. Метод базируется на сравнительном подходе, где в качестве прогнозного мультипликатора используется среднеотраслевое его значение. Смысл использовать среднеотраслевое значение возникает, если принимается допущение о том, что индивидуальные финансовые мультипликаторы стремятся к среднему значению. Отметим, что учитывается лишь направление изменения, т.е. если мультипликатор ниже среднеотраслевого и в следующем периоде растет, то обнаруживается сближение. При этом следует учитывать, что даже при наличии динамики на сближение существуют границы изменения. Таким образом, можно прогнозировать финансовые мультипликаторы на следующий год.

## Выводы

Таким образом, в силу наличия у российского рынка акций фрактальных и когерентных свойств рынка, оценка риска на основе ЕМН является недостаточной. Даже  $\beta$ -коэффициент не является достаточно устойчивым во времени, и дает значительную погрешность при прогнозировании. Наиболее рациональным можно признать синтез CAPM – модели с оценкой риска на основе фрактальной гипотезы. Оценка риска на основе гипотезы когерентного рынка может совпадать с оценками на основе ЕМН и FMН в зависимости от того, в какой фазе находится рынок. При этом прогнозные значения капитализации компании, полученные различными методами, целесообразно взвешивать и использовать интегральную оценку. Однако, для оценки риска важно выбирать активы, удовлетворяющие заданной склонности к риску в каждом отдельном случае.

Для затратного метода существенной можно считать оценку стоимости НМА, не учтенных в бухгалтерской отчетности или учтенных по остаточной стоимости. Их стоимость может быть рассчитана по методу капитализации избыточной прибыли, что значительно увеличивает эффективность затратного метода.

Для доходного метода возможны различные модификации в зависимости от выбора ставки дисконтирования или капитализации. Эффективнее прочих оказалось использование кредитной ставки, либо доходности по облигациям соответствующего эмитента.

Для сравнительного метода вместо единого среднего мультипликатора целесообразно использовать отраслевые.

Для смешанного метода целесообразно применять подходы к прогнозированию финансовых мультипликаторов, учитывая тенденцию их сближения со среднеотраслевым значением, с одной стороны, и среднюю скорость изменения, с другой стороны.

Комплексное использование всех описанных методов реализуется посредством усреднения полученной прогнозной капитализации.

### Литература

1. Инновации и финансовая экономика: монография // В.С. Воронов [и др.]; под. ред. д-ра экон. наук, проф. О.Н. Кораблевой. – СПб.: Изд-во Астерион, 2016. 192 с.
2. Никифорова В.Д., Сергеева И.Г., Харламов А.В. Использование потенциала финансового рынка для инновационного развития экономики // Известия Санкт-Петербургского государственного университета. 2016. № 6 (102). С. 7–14.
3. Глобализирующаяся экономика в условиях финансовой нестабильности: монография / Ю.Е. Путихин [и др.]; под. ред. д-ра экон. наук, проф. В.Д. Никифоровой. – СПб.: Изд-во Политехн. ун-та, 2017. 205 с.
4. Акобян Т.А. Зарубежный опыт формирования методологических основ доходного подхода к оценке стоимости бизнеса // Инновационная наука. 2016. № 4–1. С. 8–9.
5. Козлова Т.А. Особенности применения затратного подхода при оценке стоимости предприятия (бизнеса) // В сборнике: Научные исследования: ключевые проблемы III тысячелетия Сборник научных трудов по материалам XXIV Международной научно-практической конференции. 2018. С. 47–54.
6. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / У. Баффет – М.: Альпина бизнес букс, 2007. С. 207–212.
7. Хитчнер Д.Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса / Д.Р. Хитчнер. – М.: Маросейка, 2008. С. 194.
8. Хасиев А.А. Практика применения доходного подхода к оценке бизнеса: достоинства и недостатки // Наука в современном мире: приоритеты развития. 2017. № 1 (3). С. 176–179.
9. Бутаков В.А. Актуальные вопросы построения модели дисконтированных денежных потоков (dcf) для целей управления стоимостью компании // Научный альманах. 2016. № 6-1 (19). С. 74–80.
10. Абрамшвили Н.Р. Особенности применения сравнительного подхода к оценке стоимости публичных компаний в России // Universum: экономика и юриспруденция. 2016. № 3 (24). С. 4.
11. Карбовский В.Ф., Нурдин И. Новый подход к инвестированию на рынке акций / В.Ф. Карбовский, И. Нурдин. – М.: Вершина, 2006. С. 105.
12. Приходько Р.В. Проблематика оценки стоимости малого предприятия в России // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. 2016. № 2. С. 38–42.
13. Салимов Г.К. Особенности подходов к оценке стоимости бизнеса // Символ науки. 2016. № 7–1 С. 71–74.
14. Сергеева И.Г. Взаимодействие финансового и реального секторов экономики в посткризисном мире // Экономика и экологический менеджмент. 2012. № 1.
15. Рахматуллина А.Р., Серёмина Р.Н. Факторы, оказывающие влияние на оценку стоимости бизнеса // Наука XXI века: актуальные направления развития. 2016. № 1–1. С. 515–516.

### References

1. Innovacii i finansovaya ehkonomika: monografiya // V.S. Voronov [i dr.]; pod. red. d-ra ehkon. nauk, prof. O.N. Korablevoj. – SPb.: Izd-vo Asterion, 2016. 192 p.
2. Nikiforova V.D., Sergeeva I.G., Harlamov A.V. Ispol'zovanie potentsiala finansovogo rynka dlya innovacionnogo razvitiya ehkonomiki // Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo universiteta. 2016. № 6 (102). P. 7–14.
3. Globaliziruyushchayasya ehkonomika v usloviyah finansovoj nestabil'nosti: monografiya / YU.E. Putihin [i dr.]; pod. red. d-ra ehkon. nauk, prof. V.D. Nikiforovoj. – SPb.: Izd-vo Politekhn. un-ta, 2017. 205 p.
4. Akobyan T.A. Zarubezhnyj opyt formirovaniya metodologicheskikh osnov dohodnogo podhoda k ocenke stoimosti biznesa // Innovacionnaya nauka. 2016. № 4–1. P. 8–9.

5. Kozlova T.A. Osobennosti primeneniya zatratnogo podhoda pri ocenke stoimosti predpriyatiya (biznesa) // V sbornike: Nauchnye issledovaniya: klyuchevye problemy III tysyacheletiya Sbornik nauchnyh trudov po materialam XXIV Mezhdunarodnoj nauchno-prakticheskoy konferencii. 2018. P. 47–54.
6. Baffet U. EHsse ob investitsiyah, korporativnyh finansah i upravlenii kompaniyami / U. Baffet – M.: Al'pina biznes buks, 2007. P. 207–212.
7. Hitchner D.R. Tri podhoda k ocenke stoimosti biznesa / D.R. Hitchner. – M.: Marosejka, 2008. S. 194.
8. Hasiev A.A. Praktika primeneniya dohodnogo podhoda k ocenke biznesa: dostoinstva i nedostatki // *Nauka v sovremennom mire: priority razvitiya*. 2017. № 1 (3). P. 176-179.
9. Butakov V.A. Aktual'nye voprosy postroeniya modeli diskontirovannyh denezhnyh potokov (dcf) dlya celej upravleniya stoimost'yu kompanii // *Nauchnyj al'manah*. 2016. № 6-1 (19). P. 74–80.
10. Abramishvili N.R. Osobennosti primeneniya sravnitel'nogo podhoda k ocenke stoimosti publicznyh kompanij v Rossii // *Universum: ehkonomika i yurisprudenciya*. 2016. № 3 (24). P. 4.
11. Karbovskij V.F., Nuzhdin I. Novyj podhod k investirovaniyu na rynke akcij / V.F. Karbovskij, I. Nuzhdin. – M.: Vershina, 2006. P. 105.
12. Prihod'ko R.V. Problematika ocenki stoimosti malogo predpriyatiya v Rossii // *Nauchnyj zhurnal NIU ITMO. Seriya: EHkonomika i ehkologicheskij menedzhment*. 2016. № 2. P. 38–42.
13. Salimov G.K. Osobennosti podhodov k ocenke stoimosti biznesa // *Simvol nauki*. 2016. № 7–1 S. 71–74.
14. Sergeeva I.G. Vzaimodejstvie finansovogo i real'nogo sektorov ehkonomiki v postkrizisnom mire // *EHkonomika i ehkologicheskij menedzhment*. 2012. № 1.
15. Rahmatullina A.R., Seryomina R.N. Faktory, okazyvayushchie vliyanie na ocenku stoimosti biznesa // *Nauka XXI veka: aktual'nye napravleniya razvitiya*. 2016. № 1–1. P. 515–516.

Статья поступила в редакцию 16.01.2019 г.