

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Агаев Аслан Рахманович

АНАЛИТИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ В НЕПУБЛИЧНЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

5.2.3. Региональная и отраслевая экономика: бухгалтерский учет, аудит и
экономическая статистика

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Никифорова Наталья Александровна,
кандидат экономических наук, доцент

Москва – 2024

Оглавление

Введение	4
Глава 1 Аналитические критерии инвестиционных решений.....	16
1.1 Трактовки инвестиционной стратегии и ее основные пользователи	16
1.2 Классификация инвестиционных стратегий для выбора аналитических показателей	30
1.3. Информационно-аналитическое обеспечение инвестиций в непубличные организации	39
Глава 2 Методика анализа инвестиционных решений с учетом особенностей непубличных организаций.....	49
2.1 Анализ рисков для инвестиций в непубличные организации и выбора инвестиционных стратегий.....	49
2.2 Аналитические показатели учета особенностей непубличных организаций.....	61
2.3 Аналитические показатели для принятия инвестиционных решений ..	70
Глава 3 Применение аналитических инструментов для вложений в капитал непубличных организаций.....	83
3.1 Отбор непубличных организаций для количественного анализа	83
3.2 Результаты количественного анализа значимости аналитических показателей.....	98
3.3 Использование аналитических показателей для принятия инвестиционных решений	112
Заключение.....	126
Список литературы.....	131
Список иллюстративного материала	150
Приложение А Данные непубличных организаций для проведения количественного анализа	153
Приложение Б Результаты проверки моделей на гетероскедастичность и мультиколлениарность.....	161

Приложение В Результаты расчетов доходности и риска по данным непубличных организаций с использованием моделей.....	163
Приложение Г Результаты анализа выборки непубличных организаций по показателям учета требований заинтересованных сторон	166
Приложение Д Условия и порядок формирования итоговой выборки данных по непубличным организациям.....	169

Введение

Актуальность темы исследования. Текущий экономический цикл отмечен рядом исторических событий, которые затронули широкий круг инвесторов на финансовых рынках. Вложения в отечественные непубличные организации необходимы не только для удовлетворения потребностей инвесторов, но и для решения важных экономических, социальных, экологических и иных проблем в кризисных условиях, обусловленных различными ограничениями и санкциями. Вложения в капитал непубличных организаций – это действенный инструмент для развития отечественной экономики. Развитие финансового кризиса, рекордное ускорение инфляции и исторически высокая волатильность рынка также послужили поводом для поиска новых инвестиционных возможностей в целях защиты инвесторов от риска и нестабильности. Одной из таких возможностей, набирающих популярность на фоне финансового кризиса, стали альтернативные инвестиции, а именно – вложения в капитал непубличных организаций. Покупка частных организаций с целью диверсификации инвестиционного портфеля, снижения риска и достижения более высокой ожидаемой доходности приобретают большую популярность среди участников финансового рынка, которые инвестировали рекордный размер средств в последние пять лет на рынке прямых инвестиций. Таким образом развитие темы инвестиций в непубличные организации затрагивает актуальную проблему поиска новых способов инвестиционных возможностей в кризисный период. Результаты исследования позволяют инвесторам повысить эффективность вложений в капитал непубличных организаций.

Непубличные организации выступают не только в качестве объекта для вложений в капитал со стороны инвесторов, но и включают в себя организации малого и среднего бизнеса. Такие организации представляют собой основу для развития предпринимательства и частного бизнеса, что имеет важное общеэкономическое значение. Именно организации малого и среднего

бизнеса, которые входят в выборку непубличных организаций для данного исследования, являются источником для разработки новых технологий, создания венчурных компаний и инновационных проектов. В соответствии с задачами государственной политики по экономическому стимулированию развития регионов России необходимы вложения в капитал организаций среднего и малого бизнеса, включая непубличные.

Соответственно, повышение инвестиционной привлекательности и рост объема инвестиций в капитал непубличных организаций имеет значение и для общеэкономического развития Российской Федерации.

В процессе инвестиционного анализа непубличных организаций важное значение приобретают не только параметры потенциальных портфельных активов, но и учет требований инвесторов, которые существенно отличаются в зависимости от различных групп таких инвесторов. Широкому кругу участников финансового рынка, обладающих различными требованиями к уровню ликвидности и риска, необходим аналитический инструментарий с актуальными показателями, учитывающими их требования параметрам непубличных организаций, которые рассматриваются как альтернативные вложения в капитал для диверсификации портфеля. В то же время вложения в капитал непубличных организаций также связаны с развитием среднего и малого бизнеса – организации данного размера преимущественно являются именно непубличными организациями. Стоит отметить, что средний и малый бизнес – это также источник для создания инновационных проектов, что является важным стимулом для общего экономического развития. По этой причине инвестиции в непубличные организации также имеют важное общеэкономическое значение.

При совершении инвестиционных сделок с непубличными организациями инвесторы используют определенные стратегии, в рамках которых применяются аналитические инструменты для оценки рисков и прогнозирования финансовых показателей. Непубличные организации, в свою очередь, обладают рядом особенностей и рисков в качестве инвестиционного

актива, которые существенно отличаются от аналогичных показателей в публичных организациях, что заставляет инвесторов применять дополнительные аналитические инструменты для учета данных особенностей. Такие особенности остаются актуальными для всех типов инвесторов и при выборе портфельных активов с разной стоимостью активов и различными финансовыми метриками.

Таким образом, наличие особенностей непубличных организаций требует разработки и использования специфических аналитических инструментов в рамках инвестиционных стратегий. Результатом настоящего исследования является комплекс аналитического обеспечения для повышения эффективности решений инвесторов в отношении непубличных организаций.

Степень разработанности темы исследования. Вложения в капитал непубличных организаций появились в ряде крупнейших научных исследований в период с 1980-х годов, когда сделки по приобретению непубличных организаций стали основой деятельности отдельных инвестиционных фондов. Работы таких исследователей, как J.R. Williams, D.A. Clark, K.H. Wruck, P. Liu и A.V. Bruno во второй половине 1980-х годов и начале 1990-х годов положили начало научному изучению прямых инвестиций и аналитических инструментов в ходе осуществления данных сделок. С момента первых научных работ по указанной теме исследовательские направления стали затрагивать как область анализа непубличных организаций в качестве инвестиционных активов, так и изучение инвестиционных стратегий и показателей, используемых инвесторами в рамках выбора непубличных организаций в качестве портфельных активов.

В рамках проведения настоящего научного исследования использованы работы российских и зарубежных ученых по теме применения аналитического инструментария для инвестиций в непубличные организации. Результаты исследований ведущих российских ученых в области финансового анализа и аналитических инструментов рассматриваются в настоящей работе в качестве основы для выбора инвестиционных стратегий. Среди упомянутых ведущих

российских ученых можно отметить: Бариленко В.И., Ефимову О.В., Рябову Е.В., Чернова В.А., Никифорову Н.А., Мельник М.В., Шеремета А.Д., Негашева Е.В., Герасимову Е.Б., Комарову А.Г., Охотникова И.В., Лахметкину Н.И., Бясова Т.К., Петрова А.М., Королёва О.Г., Гришкину С.Н., Пласкову Н.С. Научный вклад в решение проблем в области, статистики, учета, аудита и анализа отчетности и инвестиций внесли Рожнова О.В., Блинова У.Ю., Башина О.Э., Бычкова С.М., Вахрушина М.А., Евстафьева Е.М., Кеворкова Ж.А., Плотникова В.В, Чая В.Т. и Толмачев М.Н.

В то же время в рамках проведенного исследования также изучен значительный объем работ зарубежных ученых по теме инвестиций в непубличные организации в качестве альтернативного инвестиционного класса активов. В числе зарубежных исследователей можно выделить работы следующих авторов: A.S. Bland, J. Block, S. Block, L.D. Brown, F. Chittenden, D. Cumming, G. De Zwart, A. Tollerup, J. Gilligan, P. Gampers, S.N. Kaplan, B. Gritly, C. Haley, U. Walz, L.E. Pereiro, J. Koeplin, M. Harjoto, A. Sarin, D. Cumming.

Другой группой известных зарубежных авторов затронуты аналитические показатели, на основе которых принимаются инвестиционные решения. Среди упомянутых зарубежных исследователей по теме инвестиционного анализа следует отметить работы следующих авторов: A. Damodaran, N. Burgess, J. Lerner, H. MacArthur, A. Rojo-Ramírez, G. Rowenhorst, J. Verbouw, M. Sharma, S. Manigart, T. Nisar.

Объект исследования диссертации – аналитические инструменты, применяемые для осуществления вложений в капитал непубличных организаций.

Предмет исследования – совокупность методических и практических инструментов анализа, обеспечивающих вложения в капитал непубличных организаций.

Область исследования соответствует п. 11.4. «Комплексный экономический и финансовый анализ хозяйственной деятельности. Оценка

эффективности деятельности экономических субъектов», п. 11.5. «Мониторинг, анализ и оценка изменений бизнеса» Паспорта научной специальности 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика: бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика (экономические науки).

Цель исследования заключается в разработке аналитического обеспечения принятия решений о вложениях в капитал непубличных организаций с целью повышения эффективности инвестиций, которое учитывает особенности таких организаций. Достижение цели исследования позволит повысить доходность и снизить риски решений инвесторов о вложениях в капитал непубличных организаций.

В рамках поставленной цели исследования решены следующие **задачи**:

- провести анализ деятельности непубличных организаций и определить задачи аналитического обоснования инвестиционных стратегий для выбора объектов инвестирования с целью снижения риска и повышения доходности инвестиционных решений о вложениях в их капитал;
- предложить аналитическую классификацию инвестиционных стратегий на основе анализа требований инвесторов к непубличным организациям при обосновании выбора таких организаций для портфельных инвестиций;
- разработать систему показателей для анализа особенностей деятельности непубличных организаций с целью формирования инвестиционных стратегий;
- предложить модель количественного анализа на основе нейросетевого метода для проверки эффективности аналитических показателей, используемых при выборе непубличных организаций для инвестирования и отражающих повышение доходности и снижение риска;
- разработать методику анализа непубличных организаций для выявления их особенностей с применением аналитических показателей и методов, которые позволяют произвести оптимальный отбор таких организаций для вложений в их капитал.

Научная новизна исследования состоит в разработке аналитического обеспечения вложений в капитал непубличных организаций, учитывающего особенности данного типа организаций для принятия инвестиционных решений. Предлагаемое аналитическое обеспечение включает анализ специфических показателей, характерных для непубличных организаций и позволяющих повысить эффективность инвестиционных решений, аналитические модели проверки результативности выбранных показателей, методику их применения на основе требований инвесторов к портфельным активам и рекомендации по организации анализа с учетом применяемой инвестиционной стратегии. Научная проблематика заключается в том, что в исследованиях до настоящего времени не раскрываются вопросы анализа особенностей деятельности непубличных организаций при принятии решений о вложениях в их капитал, а также решений самих непубличных организаций по повышению своей инвестиционной привлекательности.

Положения, выносимые на защиту:

1) задачи и последовательность аналитического обоснования инвестиционных стратегий для выбора объектов инвестирования на основе аналитической трактовки применяемой стратегии с целью снижения риска и повышения доходности инвестиционных решений о вложениях в капитал непубличных организаций (С. 16-20; 21-24);

2) аналитическая классификация инвестиционных стратегий, которая включает в себя венчурные стратегии, стратегии вложений в проблемные активы и инвестиции в растущие активы. Рекомендуемая классификация инвестиционных стратегий предлагается для использования при обосновании выбора непубличных организаций для портфельных инвестиций (С. 25-27; 29-30; 31-36);

3) система аналитических показателей для отбора непубличных организаций с целью вложений в их капитал по критериям доступа к долговому финансированию (коэффициент долгового финансирования КддФ), наличия судебных споров (коэффициент судебных исков КИст), соблюдения

требований заинтересованных сторон (количество баллов за учет требований заинтересованных сторон БА_{ТЗС}), влияния торговых ограничений (количество баллов за наличие торговых ограничений БА_{ТО}), независимости органов управления анализируемой организации (количество баллов за наличие независимых органов управления БН_{НОУ}) и условий долгового финансирования (количество баллов, исходя из условий финансирования БН_{УФ}). Предлагаемые аналитические показатели позволяют преодолеть информационную непрозрачность непубличных организаций (С. 54-61; 63-68; 70-77);

4) модель количественного анализа выборки непубличных организаций на основе нейросетевого метода для проверки эффективности аналитических показателей, используемых при выборе таких организаций для инвестирования и отражающих повышение доходности и снижение риска (С. 91-94; 97-98; 108-112);

5) методика анализа непубличных организаций для выявления их особенностей с применением аналитических показателей и методов, позволяющих производить оптимальный отбор таких организаций для вложений в их капитал в соответствии с выбранной инвестиционной стратегией с учетом специфических особенностей непубличных организаций, связанных с низкой информационной прозрачностью их деятельности, рисками конфликта интересов заинтересованных сторон и ограничениями в доступе к долговому финансированию (С. 55-60; 68-70; 105-108; 113-115; 117-119).

Теоретическая значимость работы заключается в приращении научных знаний о формировании аналитического обеспечения инвестиций в непубличные организации на основе современных инструментов анализа. Разработанные рекомендации способствуют развитию теоретической базы анализа для отбора непубличных организаций по качественным характеристикам, которые не отражаются в общедоступной финансовой отчетности, с целью инвестиций в их капитал.

Практическая значимость работы состоит в возможности использования инвесторами разработанной системы аналитических показателей в качестве прикладного инструмента анализа с целью преодоления информационной непрозрачности и повышения эффективности принятия решений о вложениях в капитал непубличных организаций. Внедрение предлагаемого аналитического обеспечения позволяет повысить доходность, снизить риск использования инвестиционных стратегий и повысить эффективность их выбора. Результаты исследования также позволяют расширить возможности выбора инвестиционных активов за счет проведения более глубокого анализа показателей деятельности непубличных организаций. Полученная в ходе исследования аналитическая классификация инвестиционных стратегий дает возможность инвесторам систематизировать выбор оптимальных портфельных активов в зависимости от требований к параметрам операционного вовлечения в управление, стадий развития актива и способов увеличения стоимости портфельного актива.

Результаты исследования в виде рекомендаций по аналитическому обеспечению служат научной базой для развития анализа непубличных организаций, изучения их рисков и особенностей деятельности. На основе предлагаемого аналитического обеспечения инвесторы получают возможность обосновать практические меры по снижению рисков инвестиций в непубличные организации и развития существующих методик по анализу деятельности таких организаций, а сами непубличные организации, которые являются объектами инвестиций, получают возможность вырабатывать меры для повышения собственной инвестиционной привлекательности.

Методология и методы исследования. В исследовании применялись следующие методы научного познания: анализ, синтез, классификация, группировка и сравнение с последующей постановкой гипотез и их количественной проверки путем применения эконометрических методов, а также методов финансово-инвестиционного анализа в отношении предложенных авторских показателей. Для получения информационной базы

в виде выборки данных использовалось статистическое наблюдение, обработка и группировка данных, а также анализ качества выборки наблюдений и трендовый анализ.

Количественная проверка выдвинутых гипотез проведена с использованием систем обработки данных, эконометрического и нейросетевого моделирования RStudio и Gretl. В рамках нейросетевого моделирования было произведено 16 итераций построения и получены результаты.

Информационной базой для осуществления исследования послужили публикации и практико-ориентированные научные работы зарубежных и отечественных исследователей в области анализа инвестиций в непубличные организации, инвестиционных стратегий и аналитических инструментов в отношении непубличных организаций, отчетность самих непубличных организаций.

Помимо указанных исследовательских работ использованы отчеты и материалы финансовых организаций: банков, инвестиционных фондов и государственных регуляторов (Мирового Валютного Фонда, Всемирного Банка, Центрального Банка Российской Федерации и Министерства финансов Российской Федерации).

В рамках проведенного исследования также произведено сопоставление позиций научных работ по теме различных аналитических инструментов для вложений в капитал непубличных организаций и их особенностей. Дополнительно использованы отчеты консалтинговых агентств, посвященные особенностям непубличных организаций и рисков, связанных с инвестициями в данные организации. Источником количественных данных выступали информационные ресурсы Спарк Интерфакс, Bloomberg и Reuters.

В качестве источников исследовательских научных работ использовались такие ресурсы, как Elibrary, Elsevier, Research Gate, Google Scholar, Cyberleninka, Wiley Online Library, Scopus и The Journal of Private Equity.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Исследование отражает достоверность полученных результатов на основе следующих фактов:

- актуальные верифицируемые данные и результаты научных исследований признанных отечественных и зарубежных ученых, а также законодательная база;
- использовании методологических подходов и инструментов, применимость которых обоснована в работах зарубежных и отечественных ученых;
- наличие справок от действующих организаций о внедрении в рабочий процесс предложенных авторских показателей аналитического обеспечения;
- опубликованные научные статьи с положениями диссертации в рецензируемых научных изданиях.

Результаты научного исследования докладывались на следующих научных конференциях: на Международной научно-практической конференции «Наука в инновационном процессе» (Москва, Институт проблем развития науки РАН, 1-2 декабря 2021 г.); на XIV Международной научно-практической конференции «Декабрьские чтения памяти С.Б. Барнгольц» (Москва, Финансовый университет, 15-16 декабря 2022 г.); на Международной научно-практической конференции «Управленческий учет в новой парадигме мирового развития» (Москва, Финансовый университет, 24-25 февраля 2022 г.); на 51-й Международной научно-практической конференции «Татуровско-Шереметовские чтения», посвященной 80-летию кафедры учета, анализа и аудита (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 19-20 октября 2023 г.); на X Международной межвузовской научно-практической конференции «Развитие учета, контроля и анализа в условиях трансформации социально-экономических ориентиров экономики», посвященной памяти профессора М.И. Баканова и профессора В.И. Петровой (Москва, РЭУ имени Г.В. Плеханов, 7 ноября 2023 г.); на конференции «Научные школы

Финансового университета: становление и развитие», посвященной 105-летию Финансового университета (Москва, Финансовый университет, 28 марта 2024 г.).

Материалы исследования применяются практической деятельности Банка ВТБ (ПАО) в Управлении структурирования транзакций Департамента структурных продуктов и структурирования. В частности полезное практическое применение нашли следующие результаты диссертационного исследования: аналитические показатели, разработанные автором исследования, позволяющие преодолеть информационную непрозрачность непубличных организаций и повысить эффективность инвестиционного анализа; модели количественного анализа проверки эффективности аналитических показателей при отборе непубличных организаций для вложений в их капитал. Результаты исследования позволили внедрить новые аналитические инструменты для отбора инвестиционных активов в виде непубличных организаций, а также дополнить аналитическое обеспечение процесса принятия инвестиционных решений

Практические результаты исследования в виде принципов и аналитического обоснования выбора инвестиционных стратегий, классификации данных стратегий, а также авторских аналитических показателей были рассмотрены и внедрены в деятельность АО «Группа 1147» с целью анализа непубличных организаций при осуществлении вложений в их капитал, а также расширения практического инструментария для обеспечения принятия инвестиционных решений. Применение результатов исследования на практике позволило сформировать перечень потенциальных портфельных организаций, которые демонстрируют более высокую доходность бизнес-модели и более низкий риск по сравнению с первичной выборкой до использования предложенных показателей.

Материалы диссертации внедрены в учебный процесс и используются Кафедрой бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа Финансового университета в рамках преподавания учебных дисциплин:

«Анализ финансовой отчетности» по направлению подготовки 38.03.01 – «Экономика», «Финансовый анализ» и «Стратегический анализ и риск-менеджмент в организации» по направлению подготовки 38.04.01 – «Экономика».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждаются соответствующими документами.

Публикации. Результаты диссертационного исследования отражены в 6 публикациях, общим объемом 4,63 п.л. (весь объем авторский), в том числе 5 работ авторским объемом 3,63 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации основаны на цели, исследовательском вопросе и основных задачах исследования, а также выдвинутых гипотезах. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 165 наименований, списка иллюстративного материала и 5 приложений. Текст диссертации изложен на 170 страницах и содержит 35 таблиц, 14 рисунков и 6 формул.

Глава 1

Аналитические критерии инвестиционных решений

1.1 Трактовки инвестиционной стратегии и ее основные пользователи

Отечественные и зарубежные исследователи приводят собственные определения и классификации инвестиционных стратегий, в рамках которых используются различные аналитические инструменты, применяемые для каждого типа инвесторов.

Отечественные исследователи определяют инвестиционную стратегию в контексте инвестиций в производственные активы и заостряют внимание на инвестиционной стратегии предприятий, для которых приобретение активов служит способом обновления основных фондов или построения и развития производственной базы [20]. В такой трактовке среди аналитических инструментов главную роль играют инструменты, позволяющие оценить производственный потенциал активов приобретаемой организации. Инвестиционная стратегия также рассматривается и в рамках приобретения ценных бумаг, отражающих доленое участие в капитале других организаций, но данный вид инвестиций является одним из опосредованных способов увеличения собственного производственного капитала и направлен скорее на достижение финансового результата при последующей перепродаже ценных бумаг.

В случае инвестиций в ценные бумаги для аналитических инструментов становится важной инвестиционная привлекательность, доходность и риск в качестве показателей для анализа. В рамках описанной трактовки аналитические инструменты, применяемые инвесторами, направлены на анализ рыночной привлекательности, потенциальной доходности и рыночного риска, связанного со стоимостью ценных бумаг. Инвестиционная стратегия также может определяться, как «система долгосрочных целей инвестиционной

деятельности предприятия, определяемых общими задачами ее развития и инвестиционной идеологией, а также выбор наиболее эффективных путей их достижения». Таким образом, представленная трактовка подразумевает использование инвестиционной стратегии как части общей операционной деятельности предприятия [43].

В то же время существует и альтернативная трактовка, которая описывает инвестиционную стратегию как деятельность по финансированию внутренних проектов организации при принятии управленческих решений в отношении капитальных затрат [20]. При таком подходе инвестиционная стратегия рассматривается как часть корпоративных финансов, обеспечивающая операционное развитие бизнеса самого инвестора. В данной трактовке аналитические показатели применяются в рамках анализа инвестиционных проектов и вопросов об их окупаемости, доходности и принятии инвестиционных решений в условиях ограниченных корпоративных ресурсов. Данное определение стратегии подразумевает анализ отдельно взятых инвестиционных проектов для производства нового продукта в рамках регулярной деятельности организации, которые, к примеру, в промышленных отраслях представляют собой программы инвестиций в новое оборудование и производственные мощности. Если использовать представленное определение в отношении приобретения непубличной организации, то в таком случае будут рассматриваться только те организации, которые обладают производственными мощностями и активами, необходимыми инвестору. Иные ресурсы приобретаемой организации - персонал, команда управляющих, клиентская база и модель управления не будут являться приоритетными в рамках вложений в капитал такой организации.

Инвестиционная стратегия также может определяться и в отношении управления портфелем рыночных активов [122]. При таком подходе инвестиционная стратегия рассматривается в качестве способа по управлению портфелем ликвидных активов. Данная трактовка подразумевает инвестиции в ценные бумаги и ликвидные финансовые активы. В качестве таких активов

исследователи также рассматривают и инвестиции в непубличные организации, однако подход к определению стратегии основан не на анализе показателей и рисков каждого отдельного актива, а на агрегированных показателях по риску и ожидаемой доходности, в том числе всего инвестиционного портфеля. Описанный подход рассматривает ряд стандартизированных показателей каждого из активов в портфеле, но не акцентирует внимание на их особенности, рисках и деталях бизнес-модели. Таким образом, в контексте инвестиций в непубличные организации данное определение не охватывает такие аспекты деятельности, как правовые риски, различия в уровне ликвидности и непрозрачность отчетности, что присуще частным организациям [26].

Помимо определений отечественных исследователей также необходимо отметить альтернативные примеры трактовок, используемых зарубежными исследователями. Иностранные исследователи определяют инвестиционную стратегию применительно к фондам прямых инвестиций, занимающихся непосредственно сделками по приобретению частных организаций [108]. В указанных работах инвестиционная стратегия рассматривается как совокупность аналитических и управленческих инструментов для повышения стоимости приобретаемого актива. Иными словами, инвестиционная стратегия определяется как комплекс целей и инструментов для повышения рыночной стоимости частной организации в портфеле активов на самостоятельной основе.

Как и некоторые отечественные исследователи, зарубежные ученые выделяют подход к определению инвестиционной стратегии, основанной на анализе и управлении портфелем различных активов [110]. Ранее уже описаны особенности такого подхода, но, среди прочего, в работах зарубежных исследователей также выделяется и модель управления портфелем инвестиций в частные организации, используемая фондами прямых инвестиций. В указанном подходе учитываются некоторые особенности непубличных организаций, такие как низкая ликвидность, волатильность

финансовых показателей и необходимость операционного участия в деятельности актива. Тем не менее данный подход, главным образом, определяет инвестиционную стратегию как комплекс целей и мер по управлению совокупным портфелем активов с акцентом на показатели такого портфеля без внимания к отдельным показателям непубличных организаций. Зарубежные исследователи также определяют инвестиционную стратегию как комплекс мер по планомерной реализации операционных проектов, а также приобретение активов для оптимизации и увеличения производственных мощностей. Данная трактовка связана непосредственно со стратегией улучшения производственных процессов организации, а также оптимизацией внутренней инвестиционной политики в отношении проектов по выпуску новых видов продукции и оказания услуг [108]. Стоит отметить, что одним из ключевых отличий трактовки инвестиционной стратегии зарубежными и отечественными исследователями является то, что иностранные ученые рассматривают непубличные организации как финансовый актив. Такой подход основан на том, что в западных странах, с учётом развития финансовых рынков, существуют более широкие возможности для привлечения публичного капитала, в том числе для вывода непубличных организаций на биржу и размещения акций. Анализируя вышеописанные подходы к определению различных трактовок инвестиционной стратегии, можно выделить следующие группы трактовок, представленные в таблице 1.1.

Таблица 1.1 – Трактовки инвестиционной стратегии

Авторы	Трактовка инвестиционной стратегии	Аналитические показатели инвестиционной стратегии
1	2	3
Бясов К.Т. [32], Комарова А. Г. [43], Лахметкина Н.И. [11], Bromiley P. [88], Dzwigol-Barosz M. [103], Yasutake Iioka, С.М.А. [152]	Инвестиционная стратегия в качестве инструмента развития производственной базы промышленного предприятия	При принятии решений используются следующие показатели: финансовые и операционные аналитические показатели в отношении производственного потенциала предприятия; инвестиционные показатели окупаемости

Продолжение таблицы 1.1

1	2	3
Чернов В.А. [20], Рожкова Н.К. [18], Gritly В. [112], Koeplin, J. [120], Yu, X. [153]	Инвестиционная стратегия – это комплекс мер по анализу и прогнозированию показателей в рамках финансирования внутренних проектов организации	Финансовые показатели анализа доходности и рыночного риска Инвестиционные показатели окупаемости финансирования внутреннего проекта
Суглобов, А.Е., Музалев С.В. [64], Филимонов, С.В. [68], Bessler, W., Wolff, D. [80], MacArthur H., Burack R. [127], Ozler, O.S. [135]	Инвестиционная стратегия – это способ управления портфелем финансовых активов	Инвестиционные аналитические показатели в отношении финансовых активов

Источник: составлено автором.

Все вышеописанные трактовки инвестиционной стратегии не предусматривают выделение непубличной организации в качестве самостоятельного актива и обладают следующими особенностями:

- представленные трактовки не предполагают использование аналитических показателей, учитывающих как финансовые, так и нефинансовые аспекты деятельности оцениваемой непубличной организации;
- существующие трактовки основаны на отдельных аспектах деятельности непубличных организаций, связанных с финансовыми результатами деятельности таких организаций. Однако они не обладают комплексным характером и не учитывают ряд нефинансовых факторов, включая особенности раскрытия финансовых показателей, влияние внешних заинтересованных лиц в лице государства и надзорных органов, а также традиционные риски, связанные с системой управления;
- определения инвестиционной стратегии не учитывают интересы заинтересованных сторон и зачастую учитывают только коммерческие интересы непосредственных инвесторов без учета требований таких сторон, как государство, кредиторы и основные контрагенты. Таким образом, существующие трактовки инвестиционной стратегии не учитывают в полной мере особенности непубличных организаций в качестве инвестиционных активов, что предусматривает возможность предложить авторскую трактовку

инвестиционной стратегии.

С точки зрения автора, инвестиционная стратегия – это комплекс этапов принятия решений о вложениях в капитал непубличных организаций, который включает аналитические инструменты и меры, направленные на анализ особенностей в деятельности таких организаций, с целью снижения рисков и повышения доходности в будущем. Обоснование инвестиционной стратегии предусматривает анализ показателей деятельности непубличных организаций, включая финансовые показатели, а также следующие факторы, отражающие качественные особенности деятельности такого типа организаций:

- достижение целей по развитию приоритетных отраслей экономики в рамках государственной экономической политики, что актуально для инвесторов с государственным участием в капитале;
- соблюдение принципов устойчивого развития в социальной, экологической и управленческой сфере;
- снижение правовых рисков организации, связанных с правами собственности на активы и дочерние организации, а также связанных с корпоративной структурой контроля и управления данной организацией, ее деятельностью в сфере патентного права и интеллектуальной собственности;
- снижение рисков налогообложения, связанных с возможными требованиями со стороны регулирующих органов;
- учет специфических рисков деятельности непубличных организаций.

Предложенная трактовка инвестиционной стратегии относится к вложению в капитал непубличных организаций, что ранее не учитывалось в трактовках отечественных и зарубежных исследователей, а также охватывает широкий набор факторов деятельности таких организаций, включая качественные показатели. В качестве непубличных организаций в рамках настоящего исследования используются российские юридические лица всех организационно-правовых форм, у которых отсутствуют долговые инструменты и инструменты, предоставляющие право собственности в

отношении уставного капитала, обращающиеся на публичных рынках капитала. Инвестиции в непубличные организации представляют собой комплексный процесс с вовлечением аналитических инструментов и методов, для анализа финансового состояния и перспектив развития анализируемых инвестиционных активов для последующего принятия инвестиционного решения. Как описано ранее, вложения в капитал непубличных организаций осуществляются в рамках выбранной инвестиционной стратегии, которая отражает требования к уровню риска, доходности и другим параметрам потенциальных портфельных активов. В соответствии с определением инвестиционной стратегии при ее реализации используется набор аналитических показателей, которые будут отличаться в зависимости от вида выбранной инвестором стратегии. Определяющими факторами в виде классификационных признаков в процессе выбора инвестиционной стратегии являются требования самих инвесторов к различным параметрам участия в капитале непубличных организаций и результатам вложений в капитал.

Для дальнейшего определения классификационных признаков и выделения видов инвестиционных стратегий необходимо также определить основные группы инвесторов, чьи требования являются основой для описания классификации таких стратегий. Инвесторы обладают различной степенью готовности к принимаемому риску, ограничениями и степенью регулирования инвестиционной деятельности, а также и различными внутренними требованиями к уровню ожидаемой доходности, уровню ликвидности и горизонту инвестирования. Описанные характеристики влияют на выбор приемлемой инвестиционной стратегии для каждой из групп инвесторов и, как следствие, на использование различного аналитического обеспечения для принятия инвестиционных решений. Поэтому для разработки аналитического инструментария необходимо учитывать особенности и требования каждого типа инвестора. На основе перечисленных критериев анализ различных требований групп инвесторов производится с учетом следующих параметров:

- требования к уровню риска инвестиционных активов;

- ожидаемая доходность в сделках прямых инвестиций;
- требования к ликвидности портфельных активов;
- внутренние ограничения и цели инвесторов.

Далее представлен анализ каждой группы инвесторов на рынке прямых инвестиций в непубличные организации с учетом перечисленных параметров, по итогам которого в таблице 1.2 описана классификация данных групп и параметры используемых ими инвестиционных стратегий. Инвестор-банк в рамках определения собственного риск-профиля, как правило, нацелен на инвестиции в устойчивые организации и активы с низким или средним уровнем риска. Отказ от проектов с высоким уровнем риска на начальной стадии развития обусловлен тем, что в отношении банков действует детальное государственное регулирование с большим количеством нормативов к капиталу и резервированию, которое не позволяет принимать высокий уровень риска инвестиций в организации с неустойчивым финансовым положением.

Таблица 1.2 – Группы инвесторов и их требования к параметрам инвестиционных стратегий

Группы пользователей-инвесторов	Требования к параметрам риска и доходности	Параметры используемых инвестиционных стратегий
Банки	Умеренный риск и доходность	Инвестиции в организации с наилучшим соотношением риска и доходности с учетом высоких требований к ликвидности анализируемого актива
Страховые и пенсионные фонды	Низкий риск и низкая доходность	
Государственные фонды	Умеренный риск и доходность	Приоритеты и цели, установленные государственными программами и директивами по развитию отдельных отраслей промышленности
Инвестиционные фонды	Высокий риск и доходность	Поиск наибольшей доходности в различных секторах. Дополнительным фактором является наличие опыта и необходимых инструментов операционного управления инвестора в отдельных отраслях и индустриях, которым будет отдаваться приоритет при выборе потенциальной портфельной организации
Промышленные организации	В соответствии с целями по развитию основных активов	
Частные инвесторы	Высокий риск и доходность	

Источник: составлено автором.

Ликвидность всего рынка прямых инвестиций отмечается исследователями на низком уровне [78, 86]. В то же время, ввиду регуляторных ограничений банкам также необходимо поддерживать

ликвидность для регулярных процентных расходов по привлеченным средствам в виде депозитов и иметь возможность эффективной продажи части активов на случай массового снятия депозитов и паники среди вкладчиков. Таким образом, среди стратегий, используемых банками, преобладают инвестиции в активы с высоким качеством для возможности быстрой продажи, что отражает умеренные требования к ликвидности инвестиционных активов среди банков [127; 128]. Среди особенностей применяемых банками инвестиционных стратегий можно выделить активное использование офшорных структур и производных финансовых инструментов, а также повышенное внимание к юридическому оформлению сделки [111].

Страховые и пенсионные фонды отличаются наименьшим уровнем риска из-за строгих требований к регулированию и качеству инвестиционного портфеля, а также необходимостью поддерживать определённый уровень ликвидности для постоянных выплат по пенсионным и страховым планам [99]. Поэтому в стратегии указанных организаций преобладают инвестиции в наиболее устойчивые непубличные организации. В соответствии с низким уровнем возможного риска ожидаемая доходность инвестиций, которые рассматриваются страховыми и пенсионными организациями, находится на соответствующем низком уровне.

Требования к ликвидности активов у страховых и пенсионных организаций предусматривают только сделки с наиболее устойчивыми финансовыми активами [78, 99]. Для соблюдения высокого уровня ликвидности нередко используются совместные предприятия и проекты с другими крупными инвесторами, которые могут обеспечить выкуп доли приобретенного портфельного актива.

Страховые и пенсионные организации, как правило, активно используют услуги управляющих активами и инвестиционных фондов в качестве профильных партнёров для осуществления инвестиций в частные организации. В то же время, именно страховые и пенсионные организации составляют один из крупнейших классов инвесторов из-за размеров активов и

денежных средств доступных для размещения в различные активы [145]. Данное обстоятельство заставляет управляющих активами адаптировать инвестиционные стратегии и применять аналитические инструменты, направленные более детальную проверку уровня риска непубличных организаций со стабильной бизнес-моделью.

Инвестиционные фонды являются основными и наиболее активными участниками на рынке прямых инвестиций [145]. Использование различных форм собственного финансирования позволяет фондам принимать высокий уровень рисков и использовать весь спектр инвестиционных стратегий. Для такого типа инвесторов применяемые аналитические показатели направлены на анализе широкого круга параметров деятельности непубличных организаций. Инвестиции фондов в капитал непубличных организаций могут носить как стратегический характер, так и обладать краткосрочным спекулятивным характером. В различных типах инвестиций применяются аналитические показатели, направленные как на детальный анализ финансового состояния и рисков в случае с долгосрочным подходом, так и на инвестиционную привлекательность и быструю окупаемость в случае с краткосрочным типом инвестиций [20, 24, 99].

Ожидаемая доходность фондов, соответственно, варьируется в зависимости от применяемой стратегии, но, как правило, наиболее рискованные инвестиционные фонды стремятся к достижению повышенной доходности в 25% (по показателю внутренней нормы доходности) и более в отношении непубличных организаций в сфере венчурных инвестиций и проблемных активов [127; 128].

В соответствии с различными параметрами инвестиционных стратегий и применяемых аналитических инструментов также будет существенно отличаться уровень риска, принимаемого в рамках инвестиционных решений. Фонды прямых инвестиций, как правило, организуют часть собственного портфеля и в виде долгосрочных инвестиций в активы с более низким риском, и в виде краткосрочных спекулятивных сделок с повышенным риском [80].

Инвестиционные фонды, благодаря профессиональному опыту, доступу к заемному финансированию и многочисленным партнерам способны использовать различные структуры и стратегии в работе с портфельными организациями. Основную практику использования и развития финансовых аналитических показателей задают именно инвестиционные фонды благодаря своей высокой активности и большому числу сделок [80, 152]. В этой связи опыт инвестиционных фондов в использовании аналитических показателей занимает центральное место в работах ученых и практиков.

Организации с государственным участием и суверенные фонды наравне с частными инвестиционными фондами также являются одними из основных инвесторов на рынке прямых инвестиций [127]. Существующие ограничения, накладываемые регулируемыми органами на деятельность инвестиционных фондов с государственным участием, также сужают перечень доступных инвестиционных стратегий. Несмотря на существующие ограничения, государственные фонды и организации с государственным участием представляют существенный объем рынка венчурных инвестиций.

Что касается доходности, то государственные фонды прямых инвестиций с государственным участием нацелены на получение рыночной доходности в инвестиционных проектах [99]. В то же время, принимая во внимание государственное регулирование и надзор, данный тип инвесторов активно использует различные механизмы защиты от рисков и заинтересован в дополнительных аналитических инструментах.

Требуемый уровень ликвидности для государственных фондов является умеренным [99]. Такое требование к ликвидности портфельных активов основано на том, что источником финансирования государственных организаций и фондов является, в большинстве случаев, бюджетное финансирование.

Несмотря на государственное участие, среди данного типа инвесторов широко распространены рыночные подходы к инвестициям в потенциальные инвестиционные проекты и соответствующий детальный анализ. Важно

отметить, что выбор аналитических инструментов указанных инвесторов зачастую зависит от различных планов развития и стратегических целей государственной политики в приоритетных секторах экономики. Так, если государством выбрано технологическое направление в качестве приоритетного для будущего развития, то такой подход может найти отражение и в инвестиционном анализе соответствующего государственного фонда, который будет направлен на дополнительный анализ данной отрасли для вложений в технологические активы.

Промышленные группы и предприятия также являются активными участниками рынка прямых инвестиций, в особенности в отдельные направления венчурных проектов в области промышленности и автоматизации производства. Уровень риска инвестиционных проектов для такого типа инвесторов различный, но зависит от производственной стратегии и планов по капитальным затратам и инвестициям самого инвестора. Если у инвестора в лице производственного предприятия планы по масштабным инвестициям в развитие производственного потенциала, то это может найти отражение в активном участии инвестиционных фондов данной организации в венчурных проектах и проектах, обладающих потенциалом для интеграции в операционную деятельность такого инвестора.

Важно подчеркнуть, что целью инвестиционной стратегии промышленного предприятия является скорее не достижение прибыли при перепродаже актива, а увеличение эффективности и рентабельности внутреннего производства посредством внедрения технологий и мощностей приобретенной портфельной организации [147; 153]. Таким образом, аналитические инструменты, используемые указанным типом инвесторов направлены на анализ производственной базы и применяемых технологий непубличной организации.

В терминах ожидаемой доходности инвестиционных проектов для промышленных групп также существует особенность, связанная с акцентом на анализ экономического эффекта от интеграции и использования

приобретенного актива в рамках операционной деятельности. Иными словами, если приобретённый актив привел к возникновению существенной экономии на затратах (в терминах приведенной стоимости, NPV) и оптимизации производства, то по данному критерию можно судить о положительной доходности данного инвестиционного проекта.

В большинстве своем ликвидность не является приоритетным параметром при оценке инвестиционных проектов для промышленных групп [146, 151]. Такая специфика основана на отсутствии необходимости в последующей перепродаже портфельного актива - приобретенная непубличная организация и ее активы, как правило, интегрируются в производственный комплекс предприятия-инвестора и в дальнейшем становится его составной частью, позволяющей повысить производственную эффективность.

Особенностью применения аналитических показателей, применяемых инвесторами в лице промышленных групп, является приоритет анализа производственного потенциала и использование портфельного актива в качестве инструмента повышения внутренней операционной эффективности [111]. При данном подходе на аналитическом этапе особую важность приобретают показатели анализа внутренних инвестиционных проектов. Такие показатели учитывают эффект от интеграции приобретенного актива в прежнюю бизнес-модель организации, влияние на динамику будущих затрат и прибыли, а также такие последствия, как налоговые, учетные и операционные.

Частные инвесторы составляют основу инвесторов с наиболее высоким приемлемым уровнем риска. Именно частные инвесторы, выступающие в роли так называемых «бизнес-ангелов», активно инвестируют в непубличные организации и проекты даже на стадии идей без устоявшейся операционной деятельности и получения первых денежных потоков [84]. Такой подход к принятию риска обусловлен отсутствием ограничений и регулирования, накладываемого на инвестиции отдельных лиц и их личных средств. Именно

частные инвесторы, как правило, становятся основным источником финансирования молодых быстрорастущих организаций – «стартапов» на первоначальных стадиях в венчурной отрасли, что отражает готовность данного типа инвесторов к повышенному уровню риска.

Вкладывая средства в развитие новых активов и проектов на самых рискованных стадиях, данные инвесторы рассчитывают получить и максимальную доходность. Соответственно, частными инвесторами используется широкий набор аналитических инструментов для достижения доходности при перепродаже портфельного актива [84, 85]. Одно из главных отличий частных инвесторов от других типов инвесторов заключается в том, что основной целью их инвестиционных стратегий является, как правило, именно перепродажа портфельного актива. Соответственно, такие инструменты, как акционерные соглашения, производные финансовые инструменты позволяют частным инвесторам получить дополнительные акционерные права и обеспечить возможность перепродажи портфельного актива при достижении определенной стадии его развития и появлении необходимой рыночной оценки.

Частные инвесторы, как отмечают исследователи, зачастую выступают также и в роли операционных партнеров портфельной организации [82]. Вкупе с высоким риском и операционным участием в бизнесе непубличной организации аналитические инструменты обладают повышенной детализацией и вниманием к нефинансовым показателям оценки. Для такого типа инвесторов критичным становится мониторинг и частичный контроль за деятельностью актива, а также анализ дополнительных нефинансовых рисков в сфере налогообложения и судебных требований третьих лиц.

Описанные выше типы инвесторов и их требования к непубличным организациям позволяют адаптировать аналитические показатели для практического применения и более эффективного анализа рисков при вложениях в капитал непубличных организаций. На основе описанных особенностей различных типов инвесторов в качестве наиболее

консервативного типа можно выделить страховые и пенсионные фонды, в то время как наиболее рискованный тип – это частные инвесторы. Данный вывод будет использован на этапе анализа аналитических показателей при группировке инвестиционных стратегий по каждому из типов инвесторов.

По результатам настоящего пункта изучены научные трактовки и взгляды исследователей на стратегии вложений в капитал непубличных организаций, а также разработано авторское определение «инвестиционной стратегии» для формирования аналитического обеспечения инвестиций в непубличные организации с учетом их особенностей. Тем самым выполнена одна из задач исследования.

1.2 Классификация инвестиционных стратегий для выбора аналитических показателей

Инвестиционные стратегии, при использовании которых применяются аналитические показатели, обладают собственной структурой и этапами, включающими аналитическое обеспечение принятия инвестиционных решений. Инвестиционные решения о вложении в капитал непубличных организаций в рамках выбранной стратегии опираются на выводы, полученные в рамках инвестиционного анализа.

В качестве составных аналитических частей инвестиционной стратегии исследователи выделяют следующие этапы, также включающие в себя задачи аналитического обеспечения [91, 102]:

- 1) этап первичного анализа инвестиционного актива, на котором используется общедоступная информация. На данном этапе производится формирование выборки и группировка непубличных организаций для их последующего более детального анализа. Далее производится группировки по критериям используемой инвестиционной стратегии, которые отражают требования инвесторов к параметрам потенциального портфельного актива. По итогам проведенного анализа формируются рекомендации для анализа

сфер деятельности непубличных организаций, которые могут быть связаны с дополнительными рисками. Полученный результат в виде лидирующей группы организаций, далее будет использован для более детального отбора по аналитическим показателям, отражающим финансовые параметры деятельности на основе финансовой отчетности;

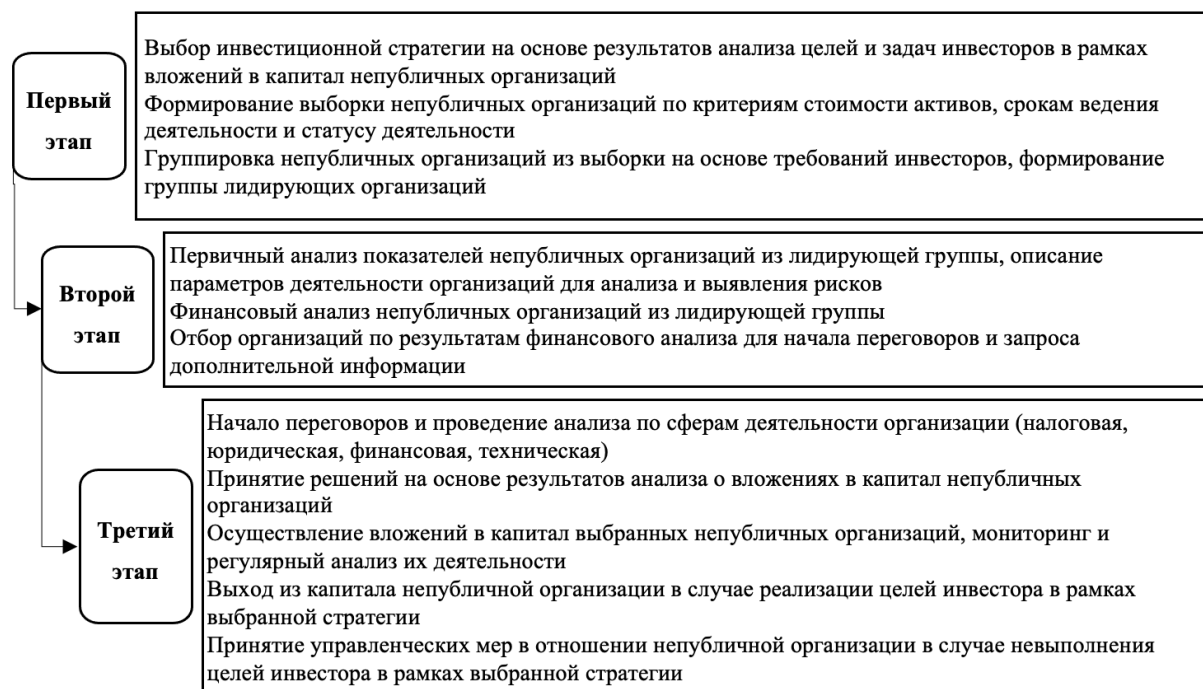
2) этап последующего анализа направлен на проведение детального анализа по показателям финансовой отчетности непубличной организации, по результатам которого происходит формирование итоговой выборки организаций, в отношении которых будут инициированы переговоры о совершении инвестиций.

Для начала переговоров также разрабатывается информационный запрос, учитывающий результаты, проведенного ранее анализа и выявленные риски. После начала переговоров с непубличной организацией и ее собственниками инвесторы производят дополнительную проверку по различным сферам деятельности данной организации, включая, но не ограничиваясь, налоговую, юридическую, финансовую и техническую сферу.

3) этап мониторинга и выхода из инвестиции является завершающим этапом анализа непубличной организации. Аналитическое обеспечение применяется для регулярного взаимодействия с портфельным активом: мониторинга его показателей, анализа эффективности операционного управления и финансовых результатов, а также принятия решений о выходе из инвестиции при достижении целевых результатов и прогнозов.

Таким образом, аналитическое обеспечение, направленное на анализ деятельности непубличных организаций, применяется на всех этапах анализа, отбора и взаимодействия с непубличной организацией со стороны инвестора. В то же время, применение конкретных аналитических показателей, входящих в состав аналитического обеспечения, обусловлено выбором конкретной инвестиционной стратегии в отношении непубличной организации.

Результаты изучения основных аналитических этапов инвестиционной стратегии представлены на рисунке 1.1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.1 – Аналитические этапы инвестиционной стратегии

В отношении самих инвестиционных стратегий существует несколько наборов классификационных признаков [99; 108; 122; 127; 128]. В качестве классификационных признаков для различных типов инвестиционных стратегий могут рассматриваться следующие:

- параметры непубличных организаций в качестве инвестиционных активов, которые включают в себя стадию развития бизнес-модели непубличной организации, уровень риска и доходность от вложения в капитал, а также ликвидность инвестиции и перспективы ее роста;
- способ создания дополнительной стоимости, который представляет собой комплекс мер, направленных на увеличение инвестиционной стоимости портфельного актива для получения инвестором дополнительной доходности;
- роль инвестора в управлении активом, которая выражается не только долей участия в акционерном капитале, но и степень вовлеченности в операционное управление непубличной организации [133].

Необходимо отметить, что объектом анализа в рамках настоящего исследования являются аналитические инструменты, применяемые в рамках

осуществления вложений в капитал непубличных организаций. Поэтому в качестве основных классификационных признаков будут выбраны параметры непубличных организаций, в отношении которых и применяются аналитические инструменты.

Исследователи выделяют несколько типов стратегий работы с портфельными организациями на основе их стадии развития и финансовых показателей [26, 84, 123]. Далее в таблице 1.3 приведены различные виды стратегий и соответствующие приоритетные характеристики потенциальных инвестиционных активов, а также области применения аналитических показателей.

Таблица 1.3 – Виды инвестиционных стратегий на рынке прямых инвестиций

Тип стратегии	Описание стратегии
Венчурные инвестиции	Вложения в капитал молодых и быстрорастущих организаций с высоким уровнем риска, которые могут привлекать инвесторов с различным горизонтом инвестирования; Аналитические показатели, применяемые в отношении венчурных инвестиций, направлены на анализ потенциала роста, прибыльности и перспектив развития
Инвестиции в растущие организации	Вложения в капитал зрелых организаций с наличием активного роста финансовых показателей путем обновления продуктовой линейки, а также оптимизации и улучшения существующих операционных процессов и общей бизнес-модели организации; Данные активы обладают умеренным риском и уровнем доходности; аналитическое обеспечение инвестиций в растущие организации направлено на анализ уровня эффективности существующего менеджмента, прибыльности основных проектов и продуктов и возможных драйверов для ускорения роста и развития
Инвестиции в проблемные активы	Вложения в капитал непубличных организаций, находящихся в кризисном финансовом положении; за счет использования инструментов финансовой реструктуризации долговой нагрузки, а также привлечения недостающих ресурсов инвесторы в проблемные активы рассчитывают на высокую доходность, сопряженную с высоким уровнем риска; Основной фокус аналитического обеспечения направлен на оценку существующей долговой нагрузки и возможности ее оптимизации, а также на анализ рисков судебных требований, нарушений законодательства и других рисков, послужившими причиной кризисного состояния организации

Источник: разработано автором.

1) Венчурные инвестиции – это вложения в капитал молодых и быстрорастущих непубличных организаций из различных секторов экономики на начальной стадии развития. Для данной стратегии характерен высокий риск и нестабильность финансовых показателей, присущая молодым организациям. Особенностью аналитического этапа и анализа венчурных проектов в целом является повышенное внимание к показателям коммерческой активности, темпам роста доходов и клиентской базы, а также

к объему инвестиций в разработки и найм сотрудников. Для поддержки венчурных активов инвесторы могут сфокусироваться на расширении доступа к заемному финансированию и помощи при выходе на новые рынки [109].

2) Инвестиции в растущие активы предусматривают инвестиции в непубличные организации на зрелой стадии развития с целью возобновить рост финансовых показателей и коммерческой активности [148]. На этапе проведения инвестиционного анализа основное внимание в рамках данной стратегии уделяется показателям прибыльности, динамики затрат и инвестиций в основные средства производства. В то же время другим важным аспектом анализа деятельности организации является оптимизация долговой нагрузки и инвестиции в запуск новых продуктов.

3) Инвестиции в проблемные активы направлены на непубличные организации, находящиеся в кризисном состоянии, а также испытывающие существенное снижение финансовых показателей за последние несколько лет также могут стать объектом для инвестиций в рамках данной стратегии [71; 77].

Среди аналитических показателей исследователи инвестиций в проблемные активы выделяют особое внимание к анализу затрат и финансовой устойчивости, а также к проверке качества активов, забалансовых сделок и обязательств. Подробный анализ также проводится в отношении проверки качества управления со стороны менеджмента и условиях существующих требований кредиторов и государственных органов.

Таким образом для каждой из вышеописанных инвестиционных стратегий характерны определенные типы непубличных организаций, которые обладают потенциалом для применения соответствующей стратегии. У каждого из данных типов непубличных организаций существуют соответствующие особенности, на анализ которых должны быть направлены аналитические показатели.

На основе описанных ранее параметров классификации инвестиционных стратегий по различным группам инвесторов можно также

произвести классификацию описанных выше инвестиционных стратегий по группам пользователей в таблице 1.4.

Таблица 1.4 – Классификации инвесторов и параметры инвестиционных стратегий

Типы стратегий	Параметры инвестиционных стратегий	Группы заинтересованных пользователей
Вложения в растущие активы	Умеренный или низкий риск и доходность	Банки Страховые и пенсионные фонды
Вложения в венчурные активы	Высокий риск и доходность	Инвестиционные фонды Промышленные организации Частные инвесторы
Вложения в проблемные активы	Высокий и умеренный риск и доходность	Инвестиционные фонды Промышленные организации Государственные фонды

Источник: составлено автором.

Представленная классификация инвестиционных стратегий по группам инвесторов учитывает их требования к риску, доходности и ликвидности портфельных активов и параметры самих стратегий. Авторские аналитические показатели, в свою очередь, также будут распределены по инвестиционным стратегиям в соответствии с приоритетной областью анализа деятельности непубличных организаций.

С учетом представленного описания различных стратегий можно сделать вывод о том, что для каждой из них характерно различное аналитическое обеспечение. Принимая во внимание, что непубличные организации обладают рядом особенностей, аналитическое обеспечение инвестиционных решений инвесторов в рамках описанных стратегий также нуждается в адаптации разработки показателей, учитывающих такие особенности. Таким образом, в результате разработки дополнений к существующим аналитическим показателям выбор той или иной стратегии на их основе может стать более эффективным и учитывающим актуальные риски. Для целей дополнения и модернизации используются аналитические показатели, встречающиеся в работах как отечественных, так и зарубежных исследователей, в качестве наиболее распространенных среди профессионального сообщества.

В рамках выбора инвестиционной стратегии инвесторами используется широкий набор аналитических показателей, связанных с различными параметрами деятельности непубличных организаций [12; 14; 20]. Начиная с первичного этапа анализа, данные показатели включают в себя различные коэффициенты и метрики для анализа непубличной организации по следующим параметрам:

- анализ доходов и расходов организации, анализ финансовых результатов и прибыльности;
- анализ рентабельности активов и капитала;
- анализ оборачиваемости активов и обязательств, оценка эффективности использования оборотных средств;
- анализ структуры активов и пассивов;
- анализ финансовой устойчивости, ликвидности и платежеспособности;
- анализ движения денежных средств.

Финансовый анализ деятельности коммерческой организации по перечисленным областям происходит на основе данных из ее финансовой отчетности [2, 12, 91]. Однако в случае с непубличными организациями ряд особенностей не находят отражения в финансовой отчетности, так как для их количественного измерения отсутствуют необходимые показатели. В то же время данные особенности и риски выявлены исследователями в ходе анализа деятельности непубличных организаций в их взаимодействии с государственными органами, контрагентами и населением. Таким образом при использовании общепринятых финансовых показателей при анализе непубличной организации инвестор может не учесть весь спектр рисков, которыми обладают непубличные организации, и это может происходить по нескольким конкретным причинам, перечисленным ниже.

Анализ доходов и расходов, а также финансовых результатов непубличной организации в виде расчета общепринятых аналитических показателей может не отражать следующих важных аспектов:

– единократные доходы и расходы, связанные с событиями и сделками, информация о которых не раскрывается в обязательных формах финансовой отчетности. Такой риск возникает из-за отсутствия требований и необходимости у непубличных организаций в раскрытии приложений и дополнений к основным формам отчетности, раскрывающим корпоративные события за отчетный период.

– отсутствие аудиторского подтверждения и проверок в рамках действующей отмены, введенной в 2023 году в отношении соответствующих процедур. С учетом последней регуляторной практики инвесторы на первичном этапе анализа будут сталкиваться с минимальным объемом финансовой информации, качество которой не подтверждено аудиторской проверкой.

Как следствие, выделенные аспекты в отношении доходов и расходов организации будут влиять и на показатели оборачиваемости и рентабельности. В дополнение к вышесказанному размеры активов и обязательств непубличной организации по данным стандартных форм финансовой отчетности также могут не отражать рисков, связанных с наличием требований, споров или действующих судебных разбирательств. Перечисленные условия могут напрямую влиять на контроль непубличной организации над частью активов, являющихся предметом споров с третьими лицами, что не находит отражения без дополнительных проверок и анализа.

Показатели финансовой устойчивости, ликвидности и платежеспособности, в свою очередь, основаны на анализе размера финансовой задолженности в виде банковских кредитов, займов, выданных гарантий и других долговых инструментов, учитываемых на балансе [14, 21]. Данные показатели могут не учитывать такие условия финансирования, как наличие залогов активов организации, а также иные ограничения и ковенанты, которые могут сказываться на финансовой устойчивости непубличной организации.

В случае, если у коммерческой организации установлены

многочисленные финансовые ковенанты или существуют залоговые в рамках заемного финансирования, то даже при своевременном погашении долга, но нарушении остальных неплатежных обязательств, организация может столкнуться с требованиями кредитных организаций о досрочном погашении и взыскании заложенного имущества. Данные последствия могут напрямую сказаться на финансовой устойчивости организации.

Показатели коммерческой активности также подвержены влиянию особенностей непубличных организаций, обладающих рисками наличия нерыночных условий во взаимоотношениях с контрагентами. Такого рода условия могут предполагать нерыночный порядок оплаты, наличие существенных скидок и других условий, которые не отражаются в стандартных формах финансовой отчетности и могут не учитываться в расчете общепринятых аналитических показателей.

В результате наличие указанных нерыночных условий может приводить к таким значениям аналитических показателей, которые будут некорректно отражать действительность коммерческой эффективности организации. Таким образом, данные показатели, отражающие коммерческие условия, нуждаются в модернизации для учета обозначенных рисков в части условий коммерческих взаимоотношений с контрагентами. Описанные недостатки существующих применяемых аналитических показателей позволят предложить дополнительные авторские аналитические показатели для устранения выделенных недостатков и учета особенностей непубличных организаций.

В соответствии с аналитическими показателями непубличные организации в качестве потенциальных портфельных активов для инвесторов подразделяются на молодые быстрорастущие организации, зрелые организации с устойчивой бизнес-моделью; стагнирующие и проблемные активы [98].

С учетом выделенных недостатков существующих аналитических методов на этапе финансового анализа и оценки стоимости существует

потенциал для создания дополнительных аналитических показателей, учитывающих особенности непубличных организаций, описанных далее.

По результатам проведенного анализа в настоящем параграфе выполнена одна из задач исследования, а именно - предложена классификация инвестиционных стратегий для вложения в капитал непубличных организаций с учетом требований различных групп инвесторов для выбора аналитических показателей.

1.3 Информационно-аналитическое обеспечение инвестиций в непубличные организации

Для целей расчета аналитических показателей должны быть использованы источники финансовой информации. Стоит отметить, что в случае с непубличными организациями получение финансовой информации может быть осложнено по сравнению с получением информации о публичных аналогах.

В качестве источников финансовой информации для расчета аналитических показателей могут выступать как внешние источники, доступные широкому кругу пользователей, так и внутренние источники, доступ к которым возможен только по согласованию уполномоченными сотрудниками организации. Соответственно, классификация источников информации, используемых при анализе непубличных организаций основана на степени доступности для инвестора по мере проведения различных этапов анализа.

На первичном этапе анализа, когда обсуждение потенциального приобретения с менеджментом и собственником непубличной организации еще не начато, у инвестора есть доступ только к информации их открытых источников, как, например, обязательная финансовая отчетность и показатели, раскрываемые в централизованных базах данных. Источником для анализа также могут стать условия корпоративных сделок, которые раскрывались в

средствах массовой информации.

На последующем этапе анализа уже в процессе обсуждения потенциального приобретения инвестор получает доступ к ограниченному объему внутренней информации о непубличной организации в рамках проведения первичных проверок. В рамках данного этапа в дополнение к общедоступной информации инвестор получает ограниченный объем внутренней информации в виде материалов внутреннего учета, результатов проверок аудиторов и различных консультантов, а также, возможно, и судебные решения по прошлым разбирательствам, в которых участвовала анализируемая организация.

На завершающем этапе анализа, когда ведется подготовка к непосредственному осуществлению приобретения непубличной организации и основные коммерческие условия согласованы с новым инвестором, то возможно использование всего объема внутренней документации в рамках закрывающих проверок. В ходе финальных проверок у инвестора появляется возможность использования первичной документации по сделкам, а также материалов проведенных проверок и внутренних корпоративных документов по принятым решениям и одобренным сделкам.

Таким образом, инвестор может проверить выводы, полученные в ходе предыдущих этапов анализа непубличной организации. В дополнение к различной документации, предоставляемой на различных этапах анализа непубличной организации, также могут использоваться отчеты консультантов и результаты проверок, оценки стоимости по итогам самостоятельного анализа со стороны инвестора.

Дополнительным условием со стороны инвесторов при подготовке к инвестиции в капитал непубличной организации может служить проведение аудита отчетности, если он ранее не проводился.

Основные источники информации представлены в таблице 1.5 в зависимости от этапов сделки и с учетом описанных выше причин классификации по различным группам.

Таблица 1.5 – Источники финансовой информации

Внешние источники финансовой информации	Внутренние источники финансовой информации	Применение на этапах анализа
1) Бухгалтерская (финансовая) отчётность (квартальные, годовые отчёты)	Судебные решения, связанные с деятельностью анализируемой организации	Первичный анализ
2) Корпоративные сделки, условия которых публикуются в средствах массовой информации 3) Отчеты консультантов и аналитиков (консалтинговые компании, рейтинговые агентства, инвестиционные банки, фонды) 4) Обязательная отчетность для подачи в регулирующие органы	1) Повестки и решения собраний совета директоров и общих собраний акционеров; 2) Внутренний учет, включая управленческий бухгалтерский и налоговый 3) Результаты проверок консультантов по инвестиционной сделке	Отбор и анализ потенциальных портфельных активов
5) Агрегированные базы данных (Bloomberg, Reuters, СПАРК Интерфакс, Федеральная служба государственной статистики, информационные интернет-порталы)	1) Внутренние документы (первичная документация) 2) Документация по корпоративным сделкам 3) Материалы внутреннего контроля, аудита и проверок	Инвестиционный анализ и оценка стоимости непубличных организаций

Источник: разработано автором.

В качестве первичных источников информации для расчета базовых показателей финансового состояния организации используется финансовая отчетность и дополнительные материалы в виде регулярных отчетов, пояснений и комментариев менеджмента организаций о прогнозируемых результатах организации, а также эмиссионной документации и существенных фактах, раскрываемых согласно требованиям законодательства [3, 21]. Данная информация позволяет сформировать первичное представление о состоянии организации, однако может не учитывать широкий перечень рисков и особенностей организации.

Забалансовые операции и активы могут иметь значимое влияние на результаты инвестиционного анализа. В то же время, прогнозные показатели, озвучиваемые менеджментом организации в регулярных отчетах подразумевают оценочное мнение, что должно учитываться при использовании такого источника. Стоит отметить значение баз данных, предоставляющих агрегированные сведения по финансовым результатам

деятельности организаций, что может быть использовано в качестве альтернативного источника финансовой информации в случае недостаточности данных в рамках публикуемой отчетности. Для целей корректировки и дополнения внешних источников может использоваться дополнительная информация в виде индустриальных отчетов и обзоров, которые подготовлены консультантами, инвестиционными банками и другими сторонними аналитиками.

С учетом специфики непубличных организаций важно подчеркнуть, что большинство представленных внешних источников могут содержать лишь ограниченный набор данных о деятельности непубличной организации в силу отсутствия законодательных требований к детальному раскрытию финансовых показателей и данных. Данная особенность непубличных организаций приводит к тому, что для потенциальных инвесторов внутренние источники финансовой информации приобретают особое значение и могут стать основным при расчете аналитических показателей.

Среди внутренних источников информации выделяется как внутренняя документация в виде управленческой отчетности, первичной документации и результатов внутреннего аудита, так и результаты проверок консультантов, привлеченных в рамках конкретного анализа или корпоративных сделок. В случае с внутренней документацией, подготовленной сотрудниками организации остается риск недостоверности предоставленных данных и сокрытия существенных фактов. Данного рода риски устраняются с помощью независимой проверки со стороны консультантов потенциального инвестора. В ходе данных проверок выявляются риски и существенные факты, которые в совокупности с собранной ранее внутренней финансовой информацией могут выступить в качестве источника для расчета аналитических показателей.

Дополнительными аналитическими показателями могут стать сведения, полученные от различных внешних консультантов при проверке отдельных наиболее важных областей деятельности непубличной организации. В качестве дополнительных показателей можно выделить результаты правовой,

налоговой и финансовой проверки портфельной организации [22]. Указанные проверки заключаются в анализе и верификации внутренней документации организации с целью выявления и стоимостной оценки различных рисков. Стоит отметить, что риски, выявляемые в ходе проверок, как правило не учитываются в расчете первичных показателей и служат в качестве дополнительной информации для расчета корректировок к итоговой цене приобретаемого непубличного актива. Для целей дальнейшей разработки авторских показателей необходимо провести анализ основных рисков, присущих непубличным организациям.

Правовые риски, выявляемые в ходе правовой проверки, связаны с такими областями деятельности организации, как корректность оформления документации по корпоративным сделкам, проверка юридической корректности оформления прав собственности в отношении объекта сделок [22]. Также оценивается и корректность составления внутренней регламентирующей документации и коммерческой документации с поставщиками, покупателями, партнерами и сотрудниками. Наличие рисков, связанных с оспариванием сделок может учитываться путем качественной оценки данных рисков (низкий, умеренный и высокий риск), так и в количественной оценке возможных убытков в связи с возникновением требований третьих лиц.

В ходе проводимых проверок также могут быть выявлены налоговые риски, связанные с дополнительными требованиями со стороны налоговых органов. Такого рода требования могут возникать в связи с некорректным применением налогового учета к различным операциям, а также из-за отсутствия корректного юридического оформления коммерческих отношений с различными контрагентами и нерыночными условиями таких отношений.

Количественной оценкой данной группы рисков становится, оценка размера потенциальных налоговых претензий со стороны регулирующих органов с учетом срока давности и частоты возможных налоговых проверок. Размер указанной оценки может быть использован в качестве основы для

применения дисконта к цене приобретения портфельного актива и других инструментов по корректировке и распределению покупной цены.

Результаты финансовой проверки отражают корректное составление финансовой отчетности с описанием фактов и условий сделок в соответствии с первичными документами и другим источникам финансовой информации о деятельности оцениваемой непубличной организации [91, 102]. Риски несоответствия прогнозных данных в части будущих доходов, расходов, капитальной программы и плановых показателей коммерческой деятельности наряду с другими рисками служат основой для расчета дисконтов и корректировок к изначальной модели оценки на размер выявленных расхождений по статьям в отчетности.

В дополнении к описанным выше видам правовой, налоговой и финансовой проверки рисков инвесторами зачастую проводится также и техническая проверка активов организации, а также проверка фактического состава основных активов, их технических характеристик и возможности обеспечивать плановый рост будущих показателей коммерческой деятельности непубличной организации. Однако техническая проверка носит индивидуальный характер и применяется в отношении каждой конкретной портфельной организации с соответствующим перечнем основных средств и нематериальных активов. Количественным результатом данной проверки может стать вывод о наличии расхождений и рисков, связанных с фактическим состоянием активов анализируемой непубличной организации.

Как описано ранее, существуют различные инвестиционные стратегии, которые обладают отличиями в характеристиках непубличных организаций, рассматриваемых для инвестиций. С учетом данных отличий возможно предложить выделить приоритетные области для правовой, финансовой и налоговой проверки непубличных организаций в зависимости от используемой инвестиционной стратегии.

Начиная с венчурной инвестиционной стратегии стоит сразу отметить ее основную специфику с точки зрения проводимых проверок портфельных

активов, а именно – приоритет в анализе для быстрорастущих организаций с новой гибкой бизнес-моделью, у которых мало исторических данных. С учетом того, что венчурная стратегия направлена на инвестиции именно в новые проекты и бизнес-направления, будущие прогнозы доходов составляют основу оценки стоимости анализируемой организации. В такой ситуации особенное значение для финансовой проверки приобретает анализ прогнозов менеджмента организации в отношении роста объема коммерческой деятельности, доходов и затрат на развитие новой бизнес-модели. С точки зрения налоговой и правовой проверки особое внимание может уделяться корректному оформлению в отношении активов непубличной организации. Большинство венчурных организаций сосредоточено в технологической области. Налоговая и правовая проверка могут быть направлены также и на дополнительный анализ корректности оформления и налогового учета операций с нематериальными активами, распространенными в качестве основного актива в технологических проектах.

Инвестиционная стратегия, направленная на вложения в капитал растущих непубличных организаций, в свою очередь, приоритетна для организаций с устойчивой бизнес-моделью и наличием истории ведения бизнеса. Таким образом, финансовая, налоговая и юридическая проверка в отношении указанных организаций направлена на следующие области:

- в части финансовой проверки анализ может быть направлен на качество внутренних учетных процедур, внутреннего аудита и необходимых проверок, а также системы финансового планирования и прогнозирования;
- правовая проверка в рамках инвестиционной стратегии с растущими организациями может быть дополнительно направлена на проверку контрактных обязательств с основными контрагентами по продуктам или сервисам организации, которые обеспечивают основные доходы;
- налоговая проверка, соответственно, также будет направлена на основные аспекты для организации с устойчивой бизнес-моделью, а именно –

на исполнение налоговых обязательств перед бюджетом, выявление налоговых рисков по основным направлениям деятельности и поиске стимулов для повышения налоговой эффективности как способа развития бизнеса анализируемой организации.

В отношении инвестиций в проблемные активы рассматриваются непубличные организации, которые находятся в кризисной стадии, что может найти отражение в аспектах соответствующих проверок:

- финансовая проверка может быть направлена на дополнительный анализ долговой нагрузки организации, забалансовых обязательств и требований контрагентов;

- налоговая проверка, в свою очередь, может быть направлена на обзор таких аспектов бизнеса, как требования налоговых органов, поиск потенциальных нарушений в сфере внутригрупповых сделок, если идет речь о группе непубличных организаций, а также о потенциальных нарушениях в области использования налоговых льгот и специальных режимов.

- правовая проверка может быть направлена на такие аспекты деятельности, как существующие судебные разбирательства и требования контрагентов, анализ оснований для введения процедуры банкротства, проверка потенциального реестра требований кредиторов и контрагентов, а также условий основных контрактов, которые могут послужить предметом для дополнительных требований третьих лиц.

Перечисленные факторы могут являться причинами ухудшения финансового положения коммерческих организаций, которые потом рассматриваются как цели для соответствующей стратегии инвестиций в проблемные активы. В то же время именно эти факторы могут стать возможностью для инвесторов по реорганизации бизнеса, его оздоровлению и повышению стоимости, что и предусматривает описанная инвестиционная стратегия.

Стоит отметить, что помимо трех упомянутых видов проверок существуют и дополнительные виды, однако, данные виды проверок

используются в зависимости от размера инвестиционных сделок, сложности бизнес-модели анализируемой непубличной организации, ее вида деятельности и требований самого инвестора [117]. Таким образом, данные дополнительные виды проверок носят индивидуальный характер и не могут рассматриваться как общие практики, применимые к большинству инвестиций в капитал непубличных организаций.

Выводы по главе 1

В настоящей главе дана характеристика непубличных организаций, представлен анализ различных инвестиционных стратегий, классификация инвестиционных стратегий и требований различных групп инвесторов, а также виды источников информации для проведения анализа.

Также предложен анализ использования каждой из инвестиционных стратегий в соответствии с различными типами инвесторов, описанных в параграфе 1.1, которые обладают требованиями к уровню риска и доходности инвестиций в непубличные организации. Далее представлены выделение трех основных видов инвестиционных стратегий, в рамках которых осуществляется аналитическое обеспечение для принятия инвестиционных решений.

Представлены различные типы инвестиционных стратегий и их использование различными группами инвесторов на основе требований заинтересованных сторон и параметров каждой стратегии. Таким группам инвесторов, как банки и страховые организации, у которых более консервативные требования к риску и доходности, больше подходит инвестиционная стратегия в растущие активы, в качестве которых рассматриваются непубличные организации с устойчивыми бизнес-моделями и финансовыми показателями. В то же время для инвесторов с более высокими требованиями к доходности и готовностью к соответствующему риску подходят стратегии венчурных инвестиций и проблемных активов.

В качестве результата анализа трактовок инвестиционных стратегий

представлено авторское определение, которое предусматривает осуществление инвестиционных решений на основе анализа требований инвесторов и других заинтересованных сторон, а также анализа особенностей непубличных организаций. Также предлагается учитывать нефинансовые цели инвесторов, среди которых отмечаются следующие:

1) выполнение целей в соответствии с направлениями внутренней государственной политики, что особенно важно для инвесторов с государственным участием в капитале;

2) учет требований заинтересованных сторон в социальной, экологической и управленческой сфере для соблюдения принципов устойчивого развития;

3) снижение правовых рисков организации, возникающих в процессе операционной и инвестиционной деятельности по приобретению активов;

4) снижение рисков налогообложения и таможенного регулирования со стороны государственных органов.

Для анализа непубличных организаций и принятия инвестиционных решений проведен анализ источников информации, которые могут использоваться инвесторами. Среди таких источников выделены общедоступные внешние источники и внутренние источники, доступ к которым появляется у инвесторов при детальном анализе бизнеса непубличной организации.

Глава 2

Методика анализа инвестиционных решений с учетом особенностей непубличных организаций

2.1 Анализ рисков для инвестиций в непубличные организации и выбора инвестиционных стратегий

Для вложений в капитале непубличной организации инвесторы проводят анализ на основе показателей, учитывающих широкий спектр рисков и особенностей анализируемых активов. Непубличные организации, выступающие в качестве объекта такого анализа, обладают не только рыночными рисками, но и рядом особенностей, которые выделяют исследователи в развивающихся странах [27; 70; 76; 81]. Для повышения эффективности анализа непубличных организаций необходимо учесть ряд специфических особенностей, присущих непубличным организациям.

Среди факторов, связанных с рисками непубличных организаций можно выделить факторы внешней и внутренней среды [89, 114]. Факторы внешней среды связаны со следующими аспектами деятельности непубличных организаций:

- государственное регулирование и надзор;
- динамика экономики региона и страны;
- взаимоотношения с контрагентами и бизнес-партнерами;
- анализ и оценка со стороны рейтинговых агентств и профессионального сообщества;
- оценка деятельности организации населением и общественностью;
- взаимодействие с потенциальными инвесторами;
- взаимодействие с участниками финансового рынка.

В то же время исследователи выделяют и ряд внутренних факторов,

связанных с бизнес-процессами самой непубличной организации [82; 105; 158]:

- взаимодействие между собственниками, сотрудниками и менеджментом;
- учет интересов инвесторов;
- выполнение обязательств перед кредиторами.

В совокупности влияние перечисленных факторов приводит к возникновению рисков в деятельности непубличных организаций. Классические инструменты финансового анализа, как указано в параграфе 1.2, не могут в полной мере учесть обозначенные риски, что может привести к снижению эффективности выбора инвестиционных стратегий и, как следствие, доходности инвестиционных сделок. По этой причине необходимо представить описание особенностей непубличных организаций для дальнейшей разработки авторских показателей, корректно учитывающих соответствующие риски.

С точки зрения анализа деятельности непубличных организаций, существуют внутренние факторы, непосредственно связанные с эффективностью бизнес-процессов организации, а также взаимодействием с внутренними контрагентами. Непубличные организации подвержены меньшему государственному регулированию, а инвесторы и менеджмент непубличной организации зачастую совмещены, что вызывает конфликт интересов и также негативно влияет на эффективность внутренних бизнес-процессов [106]. Помимо указанного, наличие описанных особенностей может быть связано и с уровнем развития бизнес-среды, в которой существует организация. Данная причина особенно актуальна для развивающихся стран, где исследователи отмечают очевидные недостатки в развитии корпоративной культуры и практик по повышению внутренней эффективности коммерческих организаций. Развивающиеся страны, в то же время, являются крупнейшим источником перспективных активов в виде непубличных организаций, что будет нашло отражение в особенностях, описываемых далее [127; 128].

Непубличная организация может обладать особенностями внутренних бизнес-процессов по следующим параметрам:

- внутренняя система контроля и корпоративного управления;
- подготовка и ведение финансовой отчетности;
- система управления ресурсами и защиты от рыночных рисков;
- инвестиционная программа;
- социальная ответственность и содействие устойчивому развитию.

Далее будут рассмотрены параметры деятельности непубличной организации и связанные с ними особенности, выделяемые исследователями в отношении непубличных организаций.

1) Информационная непрозрачность.

Проблема непрозрачности публикуемой информации о непубличных организациях отмечается сразу несколькими исследователями и может основываться на следующих факторах [96, 98]:

- в отношении большинства непубличных организаций малого и среднего размера не распространяется большинство требований, действующих для публичных аналогов по обязательной подготовке и раскрытию информации, отчетов и дополнительных форм финансовой отчетности;

- аудиторские проверки и подготовка заключения в отношении представляемой отчетности также не является обязательной для непубличных организаций, не являющихся крупными. В то же время внутренний аудит и проверки составления финансовой отчетности проводятся соответствующими независимыми подразделениями аудита внутри организации. Расходы на создание и содержание таких подразделений внутри непубличных организаций малого размера зачастую являются экономически необоснованными;

- менеджмент непубличных организаций мотивирован на снижение объема раскрываемой информации, учитывая риски несовершенства правовой и судебной системы. Риски, связанные с правовой защитой прав непубличной

организации в случае споров с третьими лицами, могут являться фактором для ухода непубличных организаций от прозрачности информации о собственной деятельности для снижения таких рисков.

Описанная особенность непрозрачности финансовой отчетности ведет к необходимости дополнительной корректировки основных разделов отчетности, так как они могут не отражать размер активов, обязательств, прибыли и убытков, а также иных существенных аспектов деятельности организации в полной мере. В зависимости от состояния системы учета в отдельно взятой организации степень указанных корректировок будет различаться. Так отчетность организаций с наличием развернутых комментариев, приложений и дополнительной информации к обязательному набору отчетных форм может нуждаться в меньших корректировках показателей.

2) Отсутствие внутреннего контроля менеджмента.

Недостатки в надзоре и контроле менеджмента организации, по мнению Zong L., могут приводить к рискам манипуляции финансовыми показателями. Негативное влияние отсутствия контроля менеджмента также может выражаться в нерыночных условиях сделок с контрагентами и неэффективном отборе внутренних инвестиционных проектов. Отсутствие должного уровня надзора и контроля за деятельностью менеджмента может объясняться несколькими основными причинами:

- совмещение роли руководителя организации и ее собственника. Как будет отмечено далее, данная особенность характерна для непубличных организаций малого и среднего размера. В такой ситуации у основного владельца и руководителя организации нет контрольных механизмов, которые бы являлись проверкой для условий одобряемых сделок;

- отсутствие требований к уровню менеджмента и его независимости со стороны внешних регуляторов в лице государства или фондовой биржи, по сравнению с публичными организациями, также приводит к отсутствию необходимых органов управления в лице совета

директоров, внутренних комитетов и независимых директоров. Также описанная ситуация позволяет менеджменту непубличной организации принимать решения без дополнительной проверки;

– размеры большинства непубличных организаций не позволяют создавать обширный штат высококвалифицированного управленческого персонала как, например, в публичных организациях, из-за ограниченного бюджета на управленческие расходы. Таким образом, организация нескольких независимых органов управления внутри организации, способных проводить проверку и корректировку принимаемых основным менеджментом решений становится трудноосуществимым условием для организаций малого и среднего размера с экономической точки зрения. В то же время уровень контроля менеджмента может выражаться в наличии совета директоров, а также наблюдательного совета, не контролируемого генеральным директором. Другим важным показателем уровня внутреннего контроля может выступать число независимых директоров и объем их полномочий. Как отмечается исследователями, уровень менеджмента организации напрямую связан с качеством бизнес-процессов.

3) Недостаточная социальная поддержка.

Непубличные коммерческие организации, играющие роль не только работодателей, но и играющих важнейшую роль обеспечения определенных социальных гарантий, как отмечают исследователи, зачастую не обладают программами поддержки сотрудников и населения региона, в котором осуществляется основная операционная деятельность [85; 94; 154]. В то же время данный недостаток наблюдается, в основном, в отношении организаций малого размера, в то время как более крупные непубличные организации уже осуществляют дополнительную социальную поддержку помимо обязательной согласно законодательству. Такой подход связан сразу с несколькими факторами, характерными для непубличных организаций малого размера [93; 95; 129]:

– меньшее государственное регулирование и внимание надзорных

органов;

- ограниченные финансовые ресурсы для осуществления программ социальной поддержки;
- малый штат сотрудников и краткосрочные условия рабочих контрактов, что ограничивает мотивацию менеджмента к долгосрочной социальной поддержке.

Все перечисленные выше особенности деятельности могут повлиять на финансовые показатели коммерческой организации, что вызывает необходимость дополнительного анализа и учета рисков для инвесторов. В то же время каждый из описанных специфических факторов влияет на различные финансовые показатели, что требует применения отдельных аналитических показателей. Для разработки указанных показателей необходимо представить результаты анализа влияния особенностей, связанных с этими факторами, на деятельность непубличной организации. Результаты анализа выделенных особенностей представлены в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Внутренние особенности непубличных организаций

Особенности непубличных организаций	Влияние на показатели деятельности непубличных организаций
Информационная непрозрачность	Из-за меньшего количества требований к раскрытию финансовой информации и подготовки отчетности непубличные организации меньше внимания уделяют всесторонней подготовке финансовой отчетности, которая публично доступна; В большинстве случаев непубличные организации ограничиваются минимальным объемом раскрываемой информации, которая необходима к раскрытию по действующему законодательству
Отсутствие внутреннего контроля менеджмента	Из-за отсутствия контроля менеджмента и соблюдения баланса полномочий в организации могут возникать риски манипуляции показателями, завышение прогнозных параметров; отсутствие контроля за руководством организации также усугубляет его неэффективность, что сказывается на коммерческой активности и прибыльности основного бизнеса организации, а также ухудшается выбор инвестиционных проектов в портфель организации
Недостаточная социальная поддержка	Непубличные организации, как правило, не вовлекаются активно в процесс социальной поддержки населения региона, в котором они действуют; социальная поддержка со стороны коммерческих организаций не получила широкого распространения, что негативно влияет на учет интересов и требований соответствующих заинтересованных сторон в лице социальных групп

Источник: разработано автором.

По итогам анализа влияния внутренних факторов на деятельность и финансовые результаты непубличных организаций можно сделать вывод о

том, что существуют следующие области деятельности непубличной организации, для которых необходимо применение аналитических показателей:

- система менеджмента – данная область связана с качеством системы управления, включая ее независимость от собственников;
- соблюдение интересов заинтересованных сторон – данная сфера связана с применением организацией мер по содействию устойчивому развитию и учету интересов внутренних заинтересованных сторон в коммерческой деятельности. Главным образом данный фактор связан с учетом интересов социальных групп и защитой экологии, что выражается в участии непубличной организации в программах поддержки.

С точки зрения внешних факторов на деятельность непубличной организации оказывают влияние не только группы заинтересованных сторон, но и состояние экономики, финансовых рынков и политические процессы в регионе. Таким образом, при анализе влияния внешних факторов необходимо учитывать более широкий набор таких факторов по сравнению с анализом внутренних процессов. При анализе деятельности непубличных организаций из развивающихся стран также существует ряд институциональных особенностей таких стран, которые непосредственно влияют на развитие частного бизнеса, в частности: обычаи делового оборота, правовые особенности ведения бизнеса, а также торговые ограничения и роль неформальных институтов.

На деятельность непубличной организации оказывает влияние широкий перечень внешних факторов, которые также могут вызывать дополнительные риски для инвесторов, что необходимо учесть при проведении инвестиционного анализа и выборе инвестиционной стратегии. Среди внешних факторов, связанных с особенностями в деятельности непубличных организаций необходимо выделить следующие:

- взаимоотношение с контрагентами и обычаи делового оборота;
- социальная ответственность и поддержка населения;

- взаимодействие с кредиторами и долговое финансирование;
- государственное регулирование, в том числе торговое и валютное;
- состояние экономики и макроэкономические условия;
- правовая защита частной собственности и интересов бизнеса;
- государственная поддержка бизнеса.

Далее представлен анализ по каждому из выделенных факторов, многие из которых, в том числе, связаны с особенностями развивающихся стран, в числе которых находится Российская Федерация [24].

1) Низкая доступность долгового финансирования

Заемное финансирование является основой роста бизнеса. Ограничения, связанные с заемным финансированием, могут повлиять на динамику финансовых показателей организации. Как отмечают исследователи, непубличные организации, особенно в развивающихся странах, испытывают трудности с получением долгового финансирования от банков и иных финансовых институтов, а существующие кредитные продукты отличаются высокими процентными ставками и высокими требованиями к обеспеченности и гарантиям возвратности [76; 93; 129]. В условиях ограниченного долгового финансирования организации вынуждены прибегнуть к альтернативным видам долгового финансирования в виде торгового кредитования или забалансовых обязательств. Описанные предпосылки находят свое отражение в финансовых показателях долговой нагрузки. При трудностях с получением заемного финансирования в форме кредитов организации могут прибегнуть к синтетическим видам финансирования. Такого рода финансирование можно представить в виде заимствований через аффилированные организации, которые не консолидируются на балансе, а также торговое финансирование и сделки с производными финансовыми инструментами. Описанные виды долговых продуктов позволяют снизить размер кредитов и займов на балансе, тем самым повлияв на аналитические показатели долговой нагрузки.

2) Отсутствие правовой защиты частной собственности

Исследователи отмечают более слабую правовую защиту непубличных организаций в развивающихся странах по следующим причинам [73]:

– наличие несовершенств правовой системы в развивающихся странах размеры организации и наличие собственных юридических служб становится решающим в вопросах защиты интересов организации. Большинство непубличных организаций, как правило меньше по размерам активов и масштабам деятельности, чем публичные аналоги. Доступ к квалифицированной юридической поддержке и наличие внутренних сотрудников с соответствующей компетенцией также является ограничением для большинства непубличных организаций малого и среднего размера;

– несовершенства правовых институтов и обеспечения прав частных собственников и предпринимателей, что вызывает риски общего характера для всех коммерческих организаций в вопросе защиты собственных интересов. В такой ситуации непубличные организации вне зависимости от размера и наличия ресурсов сталкиваются с общим риском несовершенства правовой системы.

Влияние данного фактора выделяется исследователями как наиболее существенное [38]. В результате слабых институциональных механизмов защиты частной собственности в развивающихся странах возникает целый ряд правовых рисков, в частности следующие [76; 79; 81; 82; 97]:

– акционерные конфликты по вопросу распределения долей собственности в непубличной организации, а также невозможность использования структур и механизмов корпоративного управления, требующих наличия судебной практики и инструментов юридической защиты (акционерные соглашения, опционы);

– риски потери контроля над дочерними организациями и портфельными активами из-за корпоративных споров. Данный риск, как отмечалось ранее, напрямую связан с несовершенствами правовой системы, в рамках которой у собственников бизнеса ограничены возможности по защите собственных интересов;

– возникновение требований со стороны третьих лиц и контрагентов о взыскании убытков и различных потерь, которые могут быть необоснованными;

– возникновение требований государственных органов в лице налоговых ведомств и других надзорных органов, что также связано с рисками появления необоснованных требований со стороны регуляторов;

– невозможность выстраивания долгосрочных коммерческих взаимоотношений с контрагентами из-за недостатка механизмов юридической защиты коммерческих интересов в случае возникновения споров между сторонами.

В совокупности перечисленные риски могут привести как к существенным финансовым потерям для непубличной организации и ее владельцев, так и к полной потере контроля над данным активом.

3) Торговые ограничения

Существование торговых ограничений в развивающихся странах также отмечается исследователями как один из барьеров для развития бизнеса [130]. Причиной таких особенностей могут быть внутренние проблемы развивающихся стран, связанных с чрезмерным торговым регулированием, необходимостью контроля за продажей стратегически важной продукции и услуг. Развивающиеся страны также уделяют повышенное внимание валютному контролю в целях стабилизации курса национальной валюты и контроля за оттоками средств, что также находит отражение в дополнительных торговых ограничениях, которые, в том числе, сказываются и на деятельности непубличных организаций.

При анализе быстрорастущих непубличных организаций особую роль приобретают перспективы роста бизнеса, в том числе за счет развития международной торговли и взаимодействия с зарубежными контрагентами [93; 130; 132]. С учетом данного фактора существующие торговые ограничения в развивающихся странах создают серьезный барьер для непубличных организаций на пути к международному развитию, что должно

учитываться инвесторами:

– прогнозы по росту доходов и выручки, которые зависят от проектов по выходу на международные рынки, могут демонстрировать завышенные значения, не учитывающие рисков введения торговых ограничений. Данная особенность может привести к несоблюдению прогнозных финансовых показателей и некорректному построению аналитической модели оценки стоимости портфельного актива;

– прогнозы по затратам и структуре себестоимости непубличных организаций, чья бизнес-модель предполагала импорт ресурсов. В случае введения торговых ограничений структура затрат таких организаций может существенно измениться и привести к дефициту закупаемых ресурсов или их существенному удорожанию. В итоге торговые ограничения развивающихся стран способны вызвать риски для достижения прогнозных показателей, которые предполагают инвесторы при расчете показателей инвестиционной привлекательности.

Особенности, связанные с внешними факторами, могут приводить не только к неполным результатам анализа рисков деятельности непубличной организации, но и существенным недостаткам в построении финансовых прогнозов.

Таким образом широкий набор внешних факторов влияет на финансовые показатели организации, оказывая в отдельных случаях долгосрочный эффект. Для поведения более полного анализа рисков инвесторам необходимо учесть обобщенные результаты анализа особенностей, связанных с внешними факторами, которые влияют на деятельность непубличной организации.

Стоит отметить, что влияние описанных особенностей связано как с непосредственными финансовыми показателями непубличной организации, так и с нефинансовыми параметрами, оказывающими косвенное влияние на деятельность организации. Результаты анализа особенностей представлены в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Внешние факторы и особенности деятельности непубличных организаций

Особенности	Влияние на показатели деятельности непубличных организаций	Аналитическое реагирование
Низкая доступность долгового финансирования	Низкий уровень развития рынков капитала характеризуется отсутствием возможности использовать широкий набор финансовых продуктов непубличными организациями; Недоступность производных финансовых инструментов, трудности с размещением долговых ценных бумаг и привлечения публичного капитала; Высокая стоимость заемного банковского финансирования	Дополнительный анализ источников финансирования, в частности условий заемного финансирования, наличия залогов и иных ограничений; Результаты анализа позволяют сделать выводы о возможностях непубличной организации по привлечению источников финансирования
Недостатки юридической защиты имущественных прав	Недостатки правовой системы, не позволяющие полноценно защищать законные права владельцев непубличных организаций и потенциальных инвесторов, а также имущество самой организации	Анализ судебных исков и требований со стороны контрагентов; условия судебных претензий и результаты разрешенных исков помогают делать вывод о возможностях организации по защите собственных интересов
Торговые ограничения	Экспортные и импортные ограничения, которые приводят к трудностям с выходом на новые международные рынки, а также импорту необходимых производственных ресурсов	Анализ наличия сертифицируемой продукции и регулируемой деятельности, что связано с повышенным вниманием со стороны государственных органов и соответствующих рисках

Источник: разработано автором.

В результате проведенного анализа можно выделить следующие факторы, связанные с особенностями в деятельности непубличных организаций согласно таблице 2.2:

- уровень деловой культуры, который отражает наличие или отсутствие доверительных отношений между коммерческими организациями, развитие обычаев делового оборота;
- наличие социальной поддержки, который демонстрирует инвестиции организации в социальные программы для сотрудников и поддержку населения;
- доступ к долговому финансированию, который отражает возможности по привлечению заемного финансирования на рыночных условиях;
- государственное регулирование, что связано со степенью вмешательства государства в деятельность бизнеса, налоговым бременем и наличием обязательных проверок;

- состояние экономики и динамика основным показателей, которые связаны со стабильностью и динамикой основных экономических индикаторов, определяющих доходы населения, уровень инфляции, стабильность курса национальной валюты и ценовые параметры заимствования внутри страны;
- правовая защита прав предпринимателей отражает возможности по защите прав на частную собственность и интересы в коммерческих сделках;
- торговые ограничения связаны с ограничениями, существующими для организаций в процессе масштабирования деятельности и выхода на новые международные рынки.

Для использования перечисленных факторов в качестве объекта анализа в рамках аналитического обеспечения необходимо также определить те аналитические меры, с помощью возможно определить количественное значение данных факторов при их анализе. Далее рассмотрены существующие подходы к использованию различных аналитических мер со стороны исследователей и инвесторов, а также предложены авторские аналитические показатели для учета особенностей, описанных в параграфе 2.1.

2.2 Аналитические показатели учета особенностей непубличных организаций

Как описано ранее в параграфе 1.1, для анализа непубличных организаций применяются различные финансовые показатели, которые также связаны с типами инвестиционных стратегий. Помимо аналитических показателей исследователи и инвесторы предлагают применять и показатели, учитывающие широкий перечень качественных характеристик коммерческих организаций для анализа нефинансовых рисков [24]. Выбор показателей качественного характера обусловлен тем, что особенности непубличных организаций, описанные в параграфе 2.1, не могут быть количественно отражены из-за отсутствия соответствующих источников данных и

наблюдаемых показателей.

Zaccone M. C. и Pedrini M. отмечают, что для анализа нефинансовых аспектов деятельности организации, таких как соблюдение экологических норм и критериев устойчивого развития могут использоваться показатели, представляющие собой определенное количества баллов в соответствии со степенью соблюдения анализируемой организацией заданного экологического критерия [154]. За основу могут быть использованы системы оценки и методики расчета рейтингов соблюдения экологических стандартов и показателей устойчивого развития таких международных агентств, как Standard&Poor's, Moody's и Fitch. Описанный подход в виде применения балльных оценок, также может применяться при анализе таких аспектов деятельности непубличной организации, как уровень квалификации менеджмента организации, качество системы подготовки и ведения финансовой отчетности и другие показатели, основным критерием которых является качественное соответствие установленному стандарту.

В отношении анализа качественных факторов деятельности непубличных коммерческих организаций также могут применяться показатели с бинарным значением, отражающие наличие или отсутствие какого-либо критерия в деятельности непубличной организации. Для целей анализа качественных особенностей в деятельности непубличных организаций применяются следующие критерии:

- наличие независимых органов управления, что может служить отражением недостатков в системе внутреннего контроля менеджмента;
- наличие или отсутствие лицензии, регулирующей основную деятельность непубличной организации, что может отражать риски, связанные с торговыми ограничениями и государственным регулированием;
- наличие ограничений или обременений в условиях финансирования, в том числе, залогов и финансовых ковенантов, что связано с ограниченным доступом непубличных организаций к долговому финансированию.

Использование бинарных показателей для анализа перечисленных факторов основано на том, что данные факторы могут принимать только одно из двух значений: наличие или отсутствие в деятельности непубличной организации. Таким образом, характеристика данных показателей как раз соответствует логике использования бинарных показателей.

В зависимости от характеристики каждой из особенностей, в части возможности ее количественного отражения, далее будут использоваться бинарные или балльные аналитические показатели. В то же время, в отношении некоторых особенностей могут применяться и количественные показатели в виде аналитических коэффициентов [90; 150]. Применение количественных показателей в виде коэффициентов возможно в случае, если в отношении данных особенностей существует достаточно данных, а характер таких особенностей позволяет произвести расчет необходимых коэффициентов.

Таким образом, в рамках исследования будут сформированы следующие группы показателей, позволяющие учесть особенности непубличных организаций:

- аналитические коэффициенты, которые представляют собой коэффициенты и показатели, основанные на количественной оценке влияния особенностей непубличных организаций на деятельность непубличных организаций и их финансовые показатели;
- балльные показатели, отражающие степень соответствия параметров анализируемой организации выполнению определенного показателя, что оценивается количеством баллов по соответствующей шкале;
- бинарные показатели, которые отражают наличие или отсутствие определенного признака при анализе деятельности публичной организации.

По итогам пункта 2.1 описаны особенности деятельности непубличных организаций, связанные с внешними и внутренними факторами. Указанные особенности связаны с рисками для инвесторов, которые возможно учесть в рамках инвестиционного анализа путем применения аналитических

показателей, сформированных по различным группам.

Для группировки вышеупомянутых особенностей и описания показателей необходимо применить принципы группировки, которые основаны на возможности количественно оценить влияние каждой особенности на деятельность непубличной организации.

В качестве принципов группировки особенностей для разработки показателей выбраны следующие:

- в случае, если влияние особенности непубличной организации возможно оценить количественным путем, а также существуют необходимые данные, используются расчётные показатели в виде аналитических коэффициентов, а также дисконтов и корректировок к финансовым показателям;

- если влияние особенностей непубличной организации не может быть выражено в виде количественной оценки, то может применяться балльная оценка соответствия деятельности организации по выделенному критерию стандартной величине оценки данного критерия. Шкала оценки будет отражать степень наличия в деятельности непубличной организации описываемой особенности;

- в случае, если особенность в деятельности непубличной организации не может анализироваться путем применения балльной оценки или коэффициента, то может быть использован альтернативный подход в виде бинарного показателя. Данный показатель отражает наличие или отсутствие анализируемой особенности в деятельности непубличной организации. данный подход позволяет анализировать особенности, в отношении которых отсутствуют данные для количественной оценки, а также, когда особенности связаны с воздействием сразу на несколько финансовых показателей и влияние не может оцениваться количественно.

С учетом принципов, описанных выше, особенности непубличных организаций составляют следующие группы, описанные в таблице 2.3, для дальнейшей разработки аналитических показателей.

Таблица 2.3 – Виды аналитических показателей для анализа непубличных организаций

Виды аналитических показателей	Анализируемые параметры непубличной организации
Аналитические коэффициенты	1) Судебные споры и требования контрагентов 2) Доступ к долговому финансированию
Балльные показатели	1) Учет требований заинтересованных сторон в лице государства, общества и сотрудников, а также сохранения и защиты окружающей среды 2) Анализ торговых ограничений
Бинарные показатели	1) Наличие независимых органов управления 2) Условия финансирования, которые выражаются в наличии залогов, обременении или специфических ковенантах

Источник: составлено автором.

Для применения аналитических коэффициентов в отношении отдельных особенностей непубличных организаций использовались следующие предпосылки:

– доступ к долговому финансированию может отражаться в виде доли кредитного финансирования и банковских продуктов в общей сумме задолженности организации. Таким образом доступ к долговому финансированию непубличной организации может быть описан в виде доли банковского кредитования в общей сумме задолженности. В то же время анализ доступности заемного финансирования непубличной организации может производиться путем сопоставления с аналогичной долей финансирования у публичных организаций сравнимого размера из одной отрасли. соответственно, особенность непубличных организаций, выделенная ранее – это более низкий доступ к заемному банковскому финансированию по сравнению с публичными организациями.

– судебные споры в отношении непубличной организации в виде размера текущих требований отражают особенность данных организаций, что может также служить количественным показателем. по указанной причине особенность непубличных организаций в виде более высоких рисков может отражаться размеров текущих судебных споров по размеру судебных исков по отношению к общему объему обязательств организации. данный показатель может сравниваться с показателем у публичных аналогов.

Для применения балльных показателей для анализа ряда особенностей непубличных организаций использовались следующие причины:

– анализ требований заинтересованных сторон также может осуществляться с применением качественных показателей, которые отражают наличие или отсутствие следующих признаков:

- 1) поддержка сотрудников и дополнительные социальные расходы;
- 2) отчисления на поддержку социальных программ, в том числе в регионе деятельности;
- 3) поддержка направлений внутренней государственной политики и содействие выпуску стратегически важной продукции;
- 4) участие в программах поддержки природоохранных проектов и оптимизация использования ресурсосберегающих технологий.

Перечисленные показатели могут выступать в качестве критериев анализа учета требований заинтересованных сторон и построения соответствующей шкалы оценки.

– торговые ограничения, относящиеся к внешним факторам влияния на деятельность непубличной организации, предлагается оценивать качественными показателями. Причина выбора качественных показателей состоит в том, что торговые ограничения могут влиять как на условия экспортных закупок, что будет влиять на доходы организации, так и на импортные закупки, связанные с расходами. Торговые ограничения также становятся барьером для выхода на новые международные рынки, что находит отражение в прогнозных показателях будущих доходов бизнеса. Качественным показателем может выступать количество и условия действующих торговых ограничений в отношении индустрии, в которой действует организация. Среди указанных торговых ограничений могут рассматриваться квоты, пошлины, запрет на торговлю с рядом стран, а также лицензирование и сезонные ограничения;

– возможности судебной защиты прав также могут выражаться путем анализа качественных аналитических показателей, в основе которых

могут лежать оценки уровня защищенности прав частной собственности, справедливости судебной системы и других аналогичных критериев, представленных международными рейтинговыми агентствами и аналитиками. На уровне самих непубличных организаций данные показатели должны учитывать не только страновую специфику и ее оценку по показателям уровня развития правовых институтов, но и статистику по судебным решениям в отношении споров в данной отрасли и соответствующей статистике судебных споров самой непубличной организации.

В отношении группы особенностей в деятельности непубличных организаций, анализируемой с применением бинарных аналитических показателей, использовались следующие предпосылки:

– наличие независимых органов управления может отражаться как в виде единого объединенного показателя, так и группы показателей в отношении органов управления на различных уровнях. Необходимо отметить, что данный параметр деятельности непубличной организации связан с многими процессами внутри бизнес-модели организации и не может быть выражен количественным путем в виде коэффициента или иного количественного показателям еще и по причине отсутствия достаточных данных по детальной структуре и особенностях управления непубличными организациями;

– условия финансирования могут выражаться путем проверки наличия залогов или иных видов обременений в рамках предоставленного непубличной организации заемного финансирования или, если известно, наличие ковенант, ограничивающих коммерческую деятельность организации.

В то же время, учитывая отсутствие требований о публикации отчетности и подробной информации о финансовом состоянии, анализ детальных условий финансирования, тем более условий кредитования непубличных организаций становится крайне затруднительным. Дополнительным и важным ограничением являются условия о

конфиденциальности, которые сами банки соблюдают в договорах по финансированию и кредитным продуктам в отношении с непубличными организациями.

Стоит отметить, что для некоторых особенностей деятельности непубличных организаций, в числе которых информационная непрозрачность, отсутствует техническая возможность их отражения с помощью количественных показателей. В отношении информационной непрозрачности это объясняется тем, что данная особенность связана с отсутствием достаточной информации в публичном доступе для анализа и применения аналитического показателя.

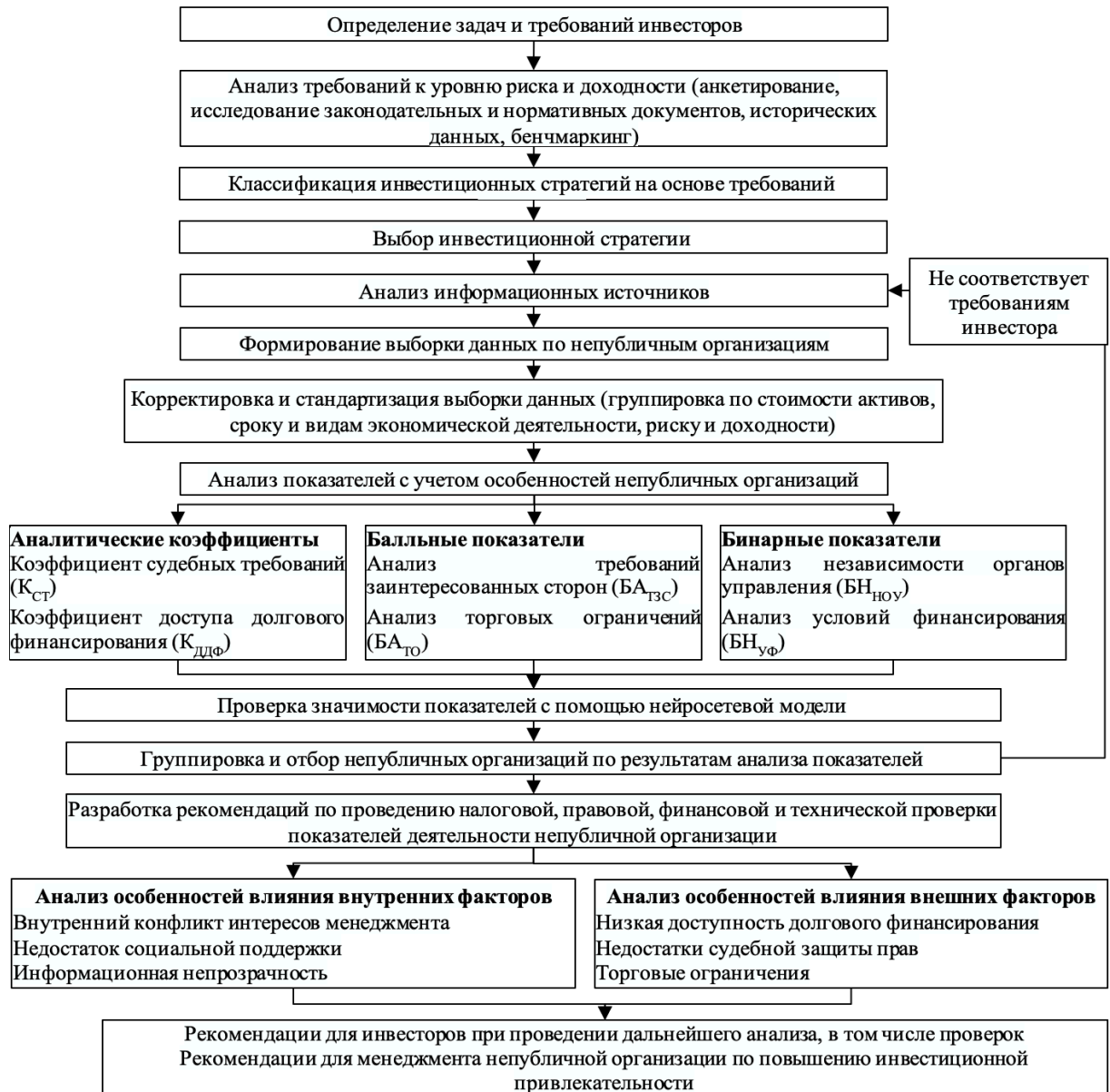
С учетом описанных особенностей в деятельности непубличных организаций, необходимо применение авторских аналитических показателей, учитывающих влияние данных особенностей на деятельность непубличной организации.

В рамках процесса анализа и принятия инвестиционного решения предлагается дополнить порядок проведения анализа непубличных организаций инвесторами следующим критериям, описанным на рисунке 2.1.

Описанный процесс начинается с определения задач и требования инвесторов к параметрам вложений в капитал непубличных организаций, которые включают требования к уровню риска и доходности. Далее осуществляется анализ таких требований, а также классификация и итоговый выбор подходящей инвестиционной стратегии с учетом выдвинутых требований. После выбора стратегии осуществляется анализ информационных источников [25]. Затем происходит формирование и корректировка выборки непубличных организаций.

Для выбора непубличных организаций с целью вложения капитала применяются аналитические показатели в виде аналитических коэффициентов, балльных и бинарных показателей, которые также проверяются на значимость. В итоге происходит финальный отбор

непубличных организаций и анализ влияния их особенностей.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.1 – Этапы экономического анализа состояния непубличной организации для принятия решения об инвестировании капитала

Итогом проведенного анализа становится разработка рекомендация для более глубокого инвестиционного анализа, а также повышения инвестиционной привлекательности самих непубличных организаций. Таким образом, предлагаемые аналитические показатели являются последовательным дополнением к общепринятым финансовым показателям, применяемым, в том числе, в рамках инвестиционного анализа коммерческих организаций. В отношении каждой из групп аналитических показателей, связанных с особенностями непубличных организаций, применяются

пороговые значения и принципы расчета.

2.3 Аналитические показатели для принятия инвестиционных решений

Далее будут рассмотрены применяемые подходы к расчетам описанных авторских показателей, такие как количественные, качественные и бинарные показатели. Авторские показатели сгруппированы в зависимости от характера анализируемых параметров деятельности непубличной организации и доступности количественных данных для проверки. Аналитические коэффициенты, балльные и бинарные показатели будут применяться для анализа особенностей непубличных организаций в соответствии с распределением, представленных в таблице 2.4.

Таблица 2.4 – Характеристика показателей с учетом особенностей непубличной организации

Параметры деятельности непубличной организации	Аналитический показатель	Особенности непубличной организации
1	2	3
Аналитические коэффициенты		
Доступ к долговому финансированию	Коэффициент доступа к долговому финансированию ($K_{длф}$)	Низкий доступ к долговому финансированию и активное использование торгового кредитования для финансирования операционной деятельности
Судебные споры и требования контрагентов	Коэффициент судебных исков ($K_{ст}$)	Слабая судебная защита интересов предпринимателей, а также наличие высоких рисков необоснованных требований со стороны контрагентов
Балльные показатели		
Требования заинтересованных сторон	Количество баллов за учет требований заинтересованных сторон ($БА_{тзс}$)	Отсутствие инвестиций в социальную поддержку и защиту экологии непубличными организациями, а также учет интересов государственной политики в области приоритетных направлений развития экономики
Торговые ограничения	Количество баллов за наличие торговых ограничений ($БА_{то}$)	Барьеры в виде ограничений, квот и других инструментов, не позволяющих развивать непубличными организациям выход на новые рынки сбыта
Бинарные показатели		

Продолжение таблицы 2.4

1	2	3
Независимые органы управления	Количество баллов за наличие независимых органов управления (БН _{ноу})	Отсутствие контрольных механизмов за деятельностью менеджмента, а также независимых органов управления для принятия оптимальных коммерческих решений.
Условия финансирования	Количество баллов исходя из условий финансирования (БН _{уф})	Низкий доступ к финансированию и жесткие ограничения, а также существование обременений в сделках кредитования для непубличных организаций.

Источник: авторские расчеты.

В соответствии с предложенной группировкой особенностей непубличных организаций и методов их анализа предлагаются следующие авторские показатели:

1) Аналитические коэффициенты.

Анализ особенностей, связанных с доступом к долговому финансированию, может быть произведен путем расчета суммы финансовых обязательств, выраженных в виде заемного финансирования (кредитных банковских продуктов) в общей сумме обязательств конкретной непубличной организации. Особенности, связанные с ограниченным доступом к долговому финансированию, учитываются с помощью коэффициента (К_{ддф}), который равен отношению размера доступного заемного банковского финансирования к общему объему обязательств непубличной организации. Этот коэффициент позволяет провести анализ риска, связанного с недостатком заемного банковского финансирования, которое требуется организации для осуществления деятельности и обеспечения развития бизнеса.

Слабая судебная защита и избыточные иски в адрес непубличной организации отражаются путем расчета коэффициента судебных требований (К_{ст}), который равен отношению суммы действующих судебных исков к общей стоимости активов непубличной организации. Коэффициент судебных требований позволяет учесть риски, связанные с появлением обязательств непубличной организации перед третьими лицами в случае негативного исхода действующих судебных разбирательств.

В то же время необходимо учитывать, что не все судебные требования могут приводить к негативному решению суда, однако в целях предосторожности и анализа данной особенности с учетом наихудшего варианта реализации риска при расчете показателя будет использоваться вся сумма судебных требований.

2) Балльные показатели.

В качестве балльных оценок предлагается использовать анализ особенностей непубличных организаций путем присвоения баллов по нескольким анализируемым аспектам деятельности. По каждому из оцениваемых критериев проверяется наличие или отсутствие какого-либо аспекта в деятельности непубличной организации. Соответственно, порядок определения балльных оценок представляет собой сумму баллов по нескольким оцениваемым критериям. Далее необходимо описать порядок расчета количества баллов по каждому из соответствующих анализируемых показателей.

Исследователи выделяют сразу несколько соответствующих сторон, в числе которых всевозможные контрагенты, сотрудники, государственные органы, а также акционеры и экологическая сфера [154]. Для расчета количественного балльного показателя по качеству учета требований перечисленных заинтересованных сторон необходимо учесть, что данные для расчетов по непубличным организациям доступны лишь по ограниченному кругу заинтересованных сторон. Сведения по взаимоотношениям непубличных организаций с контрагентами и государственными структурами не отражаются в общедоступных базах данных в полной мере из-за отсутствия законодательных требований к непубличным организациям по раскрытию такого рода данных. В то же время взаимоотношения менеджмента непубличной организации с акционерами также не являются публичной информацией, что не позволяет в полной мере провести анализ по всей выборке непубличных организаций. Что касается экологии и социальных вопросов, то благодаря органам государственной статистики существуют

данные о действующих программах социальной поддержки, а также участии коммерческих организаций в поддержке экологии.

Требования заинтересованных сторон, которые включают в себя социальную поддержку и сохранение экологии, отражает балльный показатель (БА_{ТЗС}). Присвоение баллов производится путем расчета суммы баллов в зависимости от соблюдения трех критериев, описанных в таблице 2.5.

Таблица 2.5 – Шкала значений балльного показателя БА_{ТЗС}

Критерии присвоения баллов	Порядок присвоения баллов
Участие организации в программах социальной поддержки	0 баллов – отсутствие участия в программах социальной поддержки 1 балл – участие в программах социальной поддержки
Статус социального предприятия	0 баллов – отсутствие статуса социального предприятия 1 балл – наличие статуса социального предприятия
Участие в программах по сохранению окружающей среды	0 баллов – отсутствие участия 1 балл – наличие статуса социального предприятия
Результат:	
Выполняются все критерии	Оценка БА _{ТЗС} - 3 балла
Выполняются два критерия	Оценка БА _{ТЗС} - 2 балла
Выполняется один критерий	Оценка БА _{ТЗС} - 1 балла
Критерии не выполняются	Оценка БА _{ТЗС} – 0 баллов

Источник: разработано автором.

Балльный показатель БА_{ТЗС} позволяет провести анализ риска, связанного с недостаточным участием организации в социальных и природоохранных инициативах и, как следствие, недостаточным анализом требований заинтересованных сторон. В части социальной поддержки более подробный порядок формирования данных для расчета указанного балльного показателя приведен в приложении Г.

Торговые ограничения находят свое отражение в виде использования балльного показателя (БА_{ТО}), который рассчитывается как сумма баллов от нуля до двух, исходя из соблюдения двух критериев: наличия экспортной продукции (0 или 1 балл) и наличие лицензируемых видов деятельности (0 или 1 балл) в бизнес-модели организации.

Результатом расчета является одна из следующих оценок: 2 балла, если соблюдаются оба критерия; 1 балл, если соблюдается один из критериев; если все критерии не соблюдаются, то оценка равна 0 баллов.

Балльный показатель БА_{ТО} отражает риски, связанные с возможным изменением внешнеторгового регулирования и системы лицензирования, что оказывает критическое влияние на деятельность непубличной организации.

3) Бинарные показатели

Бинарные оценки, в свою очередь, могут рассчитываться путем проверки наличия или отсутствия определенного критерия, что приводит к выбору 1 из 2 бинарных показателей. В отличие от балльных показателей, бинарные аналитические показатели представлены только двумя видами значений в то время, как балльные – суммой по нескольким критериям. Бинарные показатели применяются для оценки следующих особенностей непубличных организаций, связанных с условиями финансирования и независимыми органами управления:

В качестве инструмента анализа и учета несовершенств в системе управления непубличной организацией, связанных с отсутствием независимых органов управления, предлагается использованием показателя с бинарным значением (БН_{НОУ}). Соответствующий показатель принимает одно из двух значений:

- наличие независимых органов управления (1 балл);
- отсутствие независимых органов управления (0 баллов).

В качестве упомянутых независимых органов управления предлагается рассмотреть следующие элементы корпоративной структуры:

- генеральный директор, не аффилированный с конечным владельцем и бенефициаром организации;
- наличие в совете директоров независимых директоров;
- наличие наблюдательного совета или иного дополнительного надзорного органа, контролирующего действия совета директоров и генерального директора;
- должность генерального директора и председателя совета директоров занимают разные лица, обладающие высоким уровнем квалификации.

Перечисленные органы управления выделяются исследователями в качестве показателей более эффективной системы управления, позволяющие достичь независимых и коммерчески обоснованных корпоративных решений внутри непубличной организации. Непубличные организации малого размера с небольшим штатом сотрудников, в свою очередь, не имеют необходимости внедрять перечисленные выше органы управления. В случае с непубличными организациями альтернативным показателем уровня корпоративного управления является аффилированность генерального директора и конечного владельца – это ситуация, при которой управленческую функцию выполняет собственник той же непубличной организации.

С учетом проведенного анализа аналитическим показателем независимости органов управления в непубличных организациях будет выступать наличие или отсутствие следующих параметров:

- аффилированность владельца и руководителя организации;
- независимые совладельцы организации;
- наблюдательные органы;
- независимые директора.

Условия финансирования, связанные с наличием обеспечительных ограничений, анализируются с применением бинарного показателя (БН_{УФ}), который отражает отсутствие или наличие существенных залогов в отношении активов организации. В случае наличия залогов активов организации показателю присваивается 1 балл, а в случае отсутствия залогов присваивается 0 баллов. Бинарный показатель условий финансирования позволяет учесть риск возможного взыскания основных активов организации в случае нарушений обязательств по заемному финансированию.

Для анализа особенностей в деятельности непубличных организаций использованы шесть аналитических показателей, два показателя из которых представляют собой аналитические коэффициенты, два показателя являются балльными показателями, два из которых являются бинарными показателями.

С учетом проведенного анализа предлагаются авторские аналитические

показатели для учета особенностей непубличных организаций с целью снижения риска для инвесторов и повышения эффективности, представленные в таблице 2.6.

Таблица 2.6 – Особенности непубличной организации, анализируемые количественными показателями

Аналитические показатели	Порядок расчета
Доступность долгового финансирования (Кдф)	$\frac{СЗБФ}{СО}$
Судебные требования (Кст)	$\frac{СТ}{СА}$
Учет требований заинтересованных сторон (БАтзс)	<p>1) Социальная поддержка 1 балл - отсутствие социальной поддержки 2 балл – статус социального предприятия или участие в программах социальной поддержки населения</p> <p>2) Экология 1 балл - отсутствии дополнительных затрат, выделяемых на задачи сохранения экологии 2 балл – наличие инвестиций в экологические проекты и восстановление природных ресурсов, используемых в процессе производства</p> <p>С учетом представленных параметров суммарное значение по данному показателю может варьироваться от 1 до 4</p>
Торговые ограничения (БАто)	<p>1 балл – наличие обязательного лицензирования или иных требований к производимой продукции, а также ограничения на уровне всей отрасли, в которой действует</p> <p>2 балла – наличие обязательного лицензирования или иных требований к производимой продукции, но без дополнительного регулирования в отношении вида деятельности организации</p> <p>2 балла – отсутствие ограничений</p> <p>С учетом представленных параметров суммарное значение по данному показателю может варьироваться от 1 до 3</p>
Наличие независимых органов управления (БНюу)	<p>0 балл – отсутствие независимых органов управления – совмещение роли генерального директора и собственника</p> <p>1 балл - наличие независимых органов управления</p>
Условия финансирования (БНуф)	<p>0 баллов – наличие залога в отношении активов непубличной организации</p> <p>1 балл – показателя с бинарным значением, отражающего факт отсутствия или наличия залога</p>
<p>Примечания</p> <p>1 СЗБФ – сумма заемного банковского финансирования непубличной организации</p> <p>2 СО – сумма обязательств непубличной организации</p> <p>3 СТ – сумма требований по текущим судебным спорам в отношении непубличной организации</p> <p>4 СА – размер активов непубличной организации</p>	

Источник: составлено автором.

Для целей анализа эффективности применения авторских аналитических показателей использованы модели, оценивающие доходность и риск инвестиций в непубличные организации [22]. Используемая модель

включает в себя оценку деятельности непубличной организации по двум основным критериям:

- 1) прибыльность, оцениваемая по темпам роста чистой прибыли;
- 2) риск, оцениваемый как волатильность чистой прибыли.

На основе авторских показателей использовать дополненную аналитическую модель выбора непубличных организаций в качестве инвестиционных активов с учетом трех групп показателей с учетом показателей, определенных в параграфе 2.2:

- балльные показатели: учет требований заинтересованных сторон (БА_{ТЗС}), торговые ограничения (БА_{ТО});
- бинарные показатели: наличие независимых органов управления (БН_{НОУ}) и условия финансирования (БН_{УФ});
- аналитические коэффициенты: доступность долгового финансирования (К_{ДФ}), судебные требования (К_{СТ}).

Значение балльных и бинарных показателей рассчитывается согласно порядку, описанному в параграфе 2.2 (С. 61–70).

Для использования авторских показателей в рамках аналитического обеспечения инвестиций в непубличные организации необходимо использовать модель для количественной проверки эффективности предложенных показателей. С учетом того, что авторские аналитические показатели носят общий характер и могут использоваться для непубличных организаций различного размера и параметров, выбран регрессионный тип модели. Указанный тип модели позволяет провести количественную проверку эффективности аналитических показателей на обширной выборке данных по непубличным организациям. Выбранная модель также позволяет провести проверку эффективности комплексного применения авторских показателей, которые, в свою очередь, принадлежат к группам аналитических коэффициентов, балльных и бинарных показателей.

В качестве регрессионной модели для учета особенностей непубличных организаций и их последующего отбора по прибыльности инвестиции

использовались авторские модели, описанные в формулах (2.1) и (2.2).

$$Y_D = a_0 + a_1 \times K_{\text{ДДФ}} + a_2 \times K_{\text{СТ}} + a_3 \times \text{БА}_{\text{ТЗС}} + a_4 \times \text{БА}_{\text{ТО}} + a_5 \times \text{БН}_{\text{НОУ}} + a_6 \times \text{БН}_{\text{УФ}}, \quad (2.1)$$

$$Y_P = b_0 + b_1 \times K_{\text{ДДФ}} + b_2 \times K_{\text{СТ}} + b_3 \times \text{БА}_{\text{ТЗС}} + b_4 \times \text{БА}_{\text{ТО}} + b_5 \times \text{БН}_{\text{НОУ}} + b_6 \times \text{БН}_{\text{УФ}}, \quad (2.2)$$

где Y_D – агрегированный показатель, отражающий прибыльность инвестиции в капитал непубличной организации, равная темпам роста чистой прибыли;

Y_P – агрегированный показатель, отражающий риск инвестиции в капитал непубличной организации, равная волатильности темпов роста чистой прибыли;

a_1 – a_6 и b_1 – b_6 – параметры (коэффициенты) регрессионного уравнения, которые показывают на какую величину изменится Y_D или Y_P , при изменении факторов на одну единицу;

a_0 , b_0 – свободные члены регрессионных уравнений;

$\text{БА}_{\text{ТЗС}}$ – балльный показатель учета требований заинтересованных сторон; $\text{БА}_{\text{ТО}}$ – балльный показатель торговых ограничений;

$\text{БН}_{\text{НОУ}}$ – бинарный показатель наличия независимых органов управления;

$\text{БН}_{\text{УФ}}$ – бинарный показатель условий финансирования;

$K_{\text{ДДФ}}$ – аналитический коэффициент доступности долгового финансирования;

$K_{\text{СТ}}$ – аналитический коэффициент судебных требований.

Соответственно, весовые коэффициенты в представленной модели будут рассчитываться в ходе регрессионного моделирования на завершающем этапе количественной проверки. Вместе с получением результатов о значениях весовых коэффициентов также будут получены данные о значимости каждого из аналитических показателей.

Вышеописанные модели использованы для количественной проверки гипотез исследования в отношении эффективности аналитических

показателей для целей инвестиций в непубличные организации. По итогам проведенного анализа и предложенных аналитических показателей выдвинут ряд основных гипотез исследования для проведения количественной проверки:

1) Основные гипотезы исследования:

– Гипотеза 1.1 - Использование аналитических показателей, отражающих особенности непубличных организаций позволяет повысить доходность инвестиций.

– Гипотеза 1.2 - Использование аналитических показателей, отражающих особенности непубличных организаций позволяет снизить риски инвестиций.

2) Дополнительные гипотезы в отношении авторских аналитических показателей:

– Гипотеза 2.1 – Авторские аналитические показатели, отражающие результаты анализа доступа к долговому финансированию, позволяют произвести отбор непубличных организаций с более высокими показателями доходности и более низкими показателями риска.

– Гипотеза 2.2 – Авторские аналитические показатели, отражающие результаты анализа судебных требований, позволяют произвести отбор непубличных организаций с более высокими показателями доходности и более низкими показателями риска.

– Гипотеза 2.3 – Авторские аналитические показатели, отражающие результаты анализа торговых ограничений, позволяют произвести отбор непубличных организаций с более высокими показателями доходности и более низкими показателями риска.

– Гипотеза 2.4 – Авторские аналитические показатели, отражающие результаты анализа учета требований заинтересованных сторон, позволяют произвести отбор непубличных организаций с более высокими показателями доходности и более низкими показателями риска.

– Гипотеза 2.5 – Авторские аналитические показатели, отражающие

результаты анализа независимости органов управления, позволяют произвести отбор непубличных организаций с более высокими показателями доходности и более низкими показателями риска.

– Гипотеза 2.6 – Авторские аналитические показатели, отражающие результаты анализа условий финансирования, позволяют произвести отбор непубличных организаций с более высокими показателями доходности и более низкими показателями риска.

В ходе проведения количественной проверки протестированы выдвинутые гипотезы с учетом использования выборки данных по непубличным организациям. Большинство гипотез основаны на проверке эффекта от применения предложенных аналитических показателей в терминах доходности и риска. В рамках проводимого исследования доходность инвестиций в непубличные организации будет рассматриваться в качестве доходности самих непубличных организаций на основе темпов роста чистой прибыли, а также маржинальности выручки по чистой прибыли. Анализ риска, в свою очередь, будет основан на коэффициенте вариации доходности по чистой прибыли.

По итогам результатов анализа в рамках настоящего пункта предложена авторская система показателей и методика анализа с учетом особенностей непубличных организаций для снижения рисков и повышения доходности инвесторов.

Выводы по главе 2

Непубличные организации в качестве объекта инвестиций могут послужить эффективной альтернативой для широкого круга инвесторов. Однако такие организации обладают рядом особенностей и дополнительными рисками, вызванными внутренними и внешними факторами, влияющими на бизнес-процессы и финансовые результаты.

Аналитические показатели, в свою очередь, могут быть основаны на количественной и качественной оценке различных параметров в деятельности

непубличной организации. В силу различной обеспеченности данными о непубличных организациях, а также, принимая во внимание различия в характере особенностей в деятельности непубличных организаций, в рамках исследования используются различные группы аналитических показателей.

В качестве авторских аналитических показателей предложены количественные, балльные и бинарные группы показателей в зависимости от анализируемых параметров деятельности непубличных организаций. Среди авторских показателей предложены следующие:

- количественные показатели: коэффициент доступа к долговому финансированию ($K_{ддф}$), коэффициент судебных исков ($K_{ст}$);
- балльные показатели: количество баллов за учет требований заинтересованных сторон ($БА_{тзс}$), количество баллов за наличие торговых ограничений ($БА_{то}$);
- бинарные показатели: количество баллов за наличие независимых органов управления ($БН_{ноу}$), количество баллов исходя из условий финансирования ($БН_{уф}$).

На основе предложенных авторских показателей также разработана модель анализа прибыльности и риска вложений в капитал непубличных организаций. В данной модели в качестве результирующего показателя прибыльности предлагается рассматривать темпы роста чистой прибыли за период деятельности, а в качестве риска – волатильность показателя чистой прибыли.

В рамках проверки эффективности предложенных авторских показателей необходимо учитывать то, как описывается итоговый результат от применения данных показателей. В качестве итоговых результатов применения предлагаемых аналитических показателей рассматривается повышение доходности и снижение риска инвестиций в непубличные организации. Доходность, в свою очередь, соответствует росту финансовых показателей анализируемой непубличной организации, а риск – волатильности показателя доходности.

В дальнейшем на основе предложенных аналитических показателей рассматриваются гипотезы исследования в виде основных гипотез, относящихся к проверке эффективности применения аналитических показателей для анализа особенностей непубличных организаций, в целом, а также дополнительных гипотез, которые связаны с проверкой эффективности применения отдельных аналитических показателей для выбора непубличных организаций с целью вложений в их капитал и достижения более высокой доходности и более низкого риска.

Глава 3

Применение аналитических инструментов для вложений в капитал непубличных организаций

3.1 Отбор непубличных организаций для количественного анализа

Вложения в капитал непубличных организаций предусматривают несколько ступеней отбора потенциальных портфельных активов и применение аналитических инструментов. Процесс отбора портфельных активов начинается с формирования первоначальной выборки таких активов и завершается проведением налоговых, финансовых, юридических и технических проверок, а также подготовкой результатов анализа деятельности непубличной организации и ее рисков.

В качестве первоначального этапа происходит отбор потенциальных портфельных активов по следующим параметрам: размер непубличной организации; отрасль деятельности непубличной организации; стадия развития бизнеса организации. Результатом первого аналитического этапа становится первичная выборка непубличных организаций, которые в дальнейшем могут рассматриваться для анализа финансовых показателей.

После получения первичной выборки непубличные организации анализируются путем расчёта количественных показателей на основе финансовых результатов и иных параметров деятельности. Целью этого второго этапа является отбор наиболее перспективных активов для начала переговоров и более детальной проверки особенностей деятельности. Соответственно на данном этапе применяются авторские аналитические показатели для анализа особенностей непубличных организаций. Важно отметить, что в случае некорректного отбора портфельных активов на данном этапе инвесторы не только будут вынуждены затратить лишние ресурсы на последующем этапе анализа, но и рискуют некорректно исключить перспективные активы, которые могли бы принести дополнительный доход.

На последнем этапе отбора портфельных активов происходит детальная проверка по таким аспектам деятельности, как налогообложение, технические процессы, вопросы финансового учета и юридического оформления.

Авторские аналитические показатели, предложенные в рамках параграфа 2.3, применяются на промежуточных этапах отбора портфельных активов перед финальным проведением анализа. Аналитические коэффициенты, балльные и бинарные показатели, описанные в таблице 2.4, используются при отборе непубличных организаций, чтобы исключить выбор тех активов, которые обладают повышенными рисками, связанными с особенностями деятельности этих организаций. Применение указанных показателей также позволяет дополнить первичную выборку теми непубличными организациями, которые обладают перспективами дальнейшего развития бизнеса и роста финансовых показателей.

Эффективность отбора непубличных организаций для вложений в их капитал связана с более высокой доходностью. Применение авторских показателей также выражается в снижении риска за счет исключения из отбора непубличных организаций, обладающих особенностями, которые негативно сказываются на уровне риска [23]. Таким образом, применение авторских аналитических показателей и моделей отбора непубличных организаций может оптимизировать принимаемые решения о вложениях в капитал.

Для количественной проверки гипотез использована выборка непубличных организаций со следующими параметрами:

- размер выборки: 4725 действующих непубличных организаций, зарегистрированных в Российской Федерации;
- период наблюдений: с 2018 года по 2022 год;
- параметры деятельности непубличных организаций:
 - 1) Нефинансовые показатели: сведения о руководителях и собственниках, форме собственности, принадлежности к организациям с государственным участием, сумме исковых требований и вступивших в силу судебных производств, наличие сертифицируемой продукции, участие в

социальных проектах, участие в программах по защите экологии и инвестиций в поддержание окружающей среды;

2) Финансовые показатели: кредитный лимит организации, стоимость активов, стоимость долгосрочных заемных средств, стоимость долгосрочных и краткосрочных обязательств, стоимость краткосрочных заемных средств.

Источником количественных данных по представленной выборке послужили такие базы данных, как Спарк Интерфакс, данные Федеральной налоговой службы и данные Федеральной службы государственной статистики по мерам социальной поддержки и экологическим проектам.

Вышеописанная выборка непубличных организаций учитывает ряд ограничений, призванных отразить те общепринятые требования, которые инвесторы предъявляют при первоначальном отборе активов для вложений капитала. В качестве таких критериев учитываются следующие параметры:

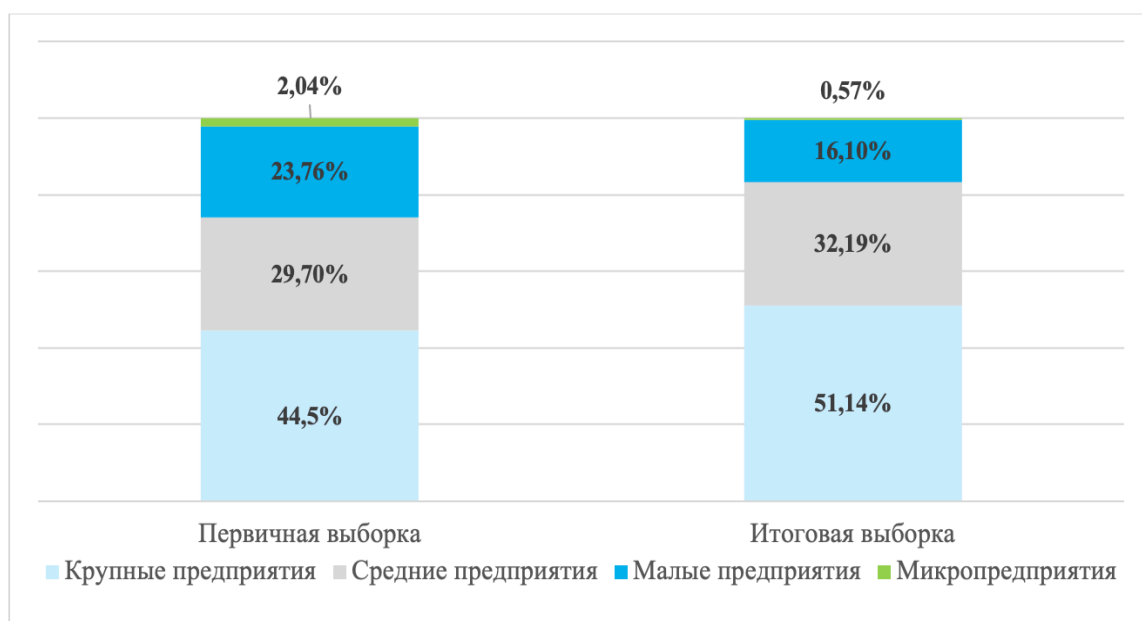
- размер непубличной организации;
- возраст непубличной организации;
- статус операционной деятельности;
- вид экономической деятельности.

Для анализа вложений в капитал непубличных организаций в качестве самостоятельного инвестиционного класса необходимо ограничение минимальной стоимости активов таких организаций. Это ограничение основано на критериях отбора непубличных организаций для вложений в их капитал, согласно статистическим данным. В соответствии с отчетами профессиональных аналитиков на развивающихся рынках существует несколько групп непубличных организаций, которые рассматриваются для вложений капитала. Средняя стоимость активов таких непубличных организаций варьируется от 100 млн долларов США до 5 млрд долларов США. В то же время для венчурных стратегий рассматриваются непубличные организации со стоимостью активов от 5 млн долларов США, что может использоваться в качестве минимального порогового значения для выборки в

рамках настоящего исследования [128]. Соответственно, в качестве порога по стоимости активов непубличной организации для целей формирования выборки будут рассматриваться организации со стоимостью активов от 312 500 000 российских рублей. Стоимость активов рассчитана с использованием среднего обменного курса российского рубля к доллару США за 2018 год, с которого начинается наблюдаемый период показателей используемой выборки непубличных организаций.

С учетом применения описанного ограничения по стоимости активов из первичной выборки отобраны 869 непубличных организаций. Формат полученных данных приведен в приложении А. Более подробный порядок применения корректировок к первичной выборке непубличных организаций приведен в приложении Д.

Для дальнейшего описания структуры выборки организаций по стоимости активов используется классификация с учетом действующих законодательных актов в сфере регулирования предпринимательской деятельности [159], а именно – выделение непубличных организаций на следующие группы: микропредприятия, малые предприятия, средние предприятия, крупные предприятия. Сравнение структуры первичной и итоговой выборки представлено на рисунке 3.1.



Источник: составлено автором.

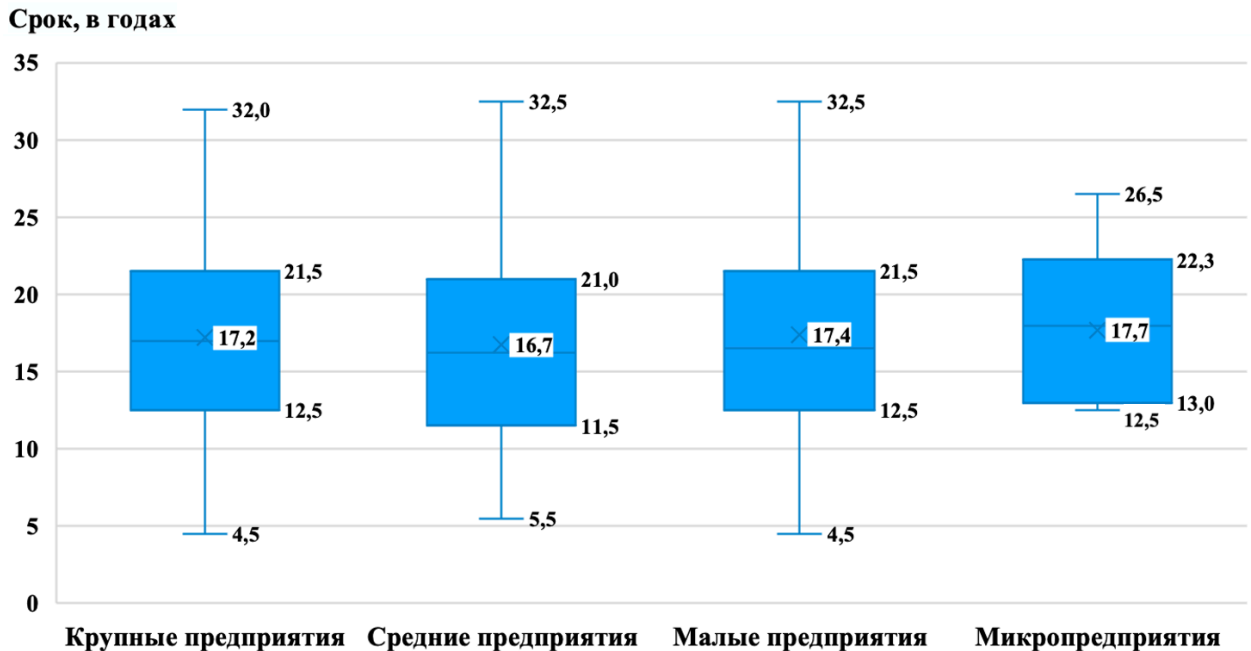
Рисунок 3.1 – Распределение выборки непубличных организаций по стоимости активов

После применения корректировок в отношении стоимости активов непубличной организации получена скорректированная выборка непубличных организаций, которая далее использовалась для количественной проверки гипотез исследования. Стоит отметить, что примененные корректировки сильнее всего сократили долю малых и микропредприятий, увеличив долю средних и крупных организаций в выборке. Крупные и средние предприятия стали преобладать в итоговой в выборке не только за счет исключения более мелких предприятий по критерию стоимости активов, но и благодаря большему количеству доступной информации. Именно у крупных и средних организаций имелся наибольший объем информации для расчета необходимых показателей, в то время как у более мелких организаций объем доступной информации оказался существенно меньше. Такая ситуация подтверждает наличие особенности непубличных организаций, связанно с информационной непрозрачностью, которая более характерна для предприятий небольшого размера. Непубличные организации среднего и крупного размера отличаются наличием более развернутых данных, в том числе о деятельности менеджмента, требованиях третьих сторон и кредитной истории. Крупные организации выделяются наличием более детальной информации о структуре связанных лиц и дочерних организаций. С учетом перечисленных отличий между организациями из различных групп по стоимости активов дальнейшая количественная проверка проводится с выделением из общей выборки группы крупных непубличных организаций.

Срок ведения операционной деятельности непубличной организации также учитывается инвесторами, использующими различные инвестиционные стратегии.

Венчурная инвестиционная стратегия задает наименьшее значения срока ведения операционной деятельности, который, согласно исследованиям, составляет три года. Могут встречаться примеры сделок с непубличными организациями, со сроком ведения деятельности и до трех лет, но данные сделки относятся к наиболее рискованным способам вложений в капитал и не

рассматриваются в рамках настоящего исследования. По итогам применения ограничений на срок операционной деятельности непубличных организаций получены данные, представленные на рисунке 3.2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.2 – Распределение выборки непубличных организаций по сроку операционной деятельности

Диаграмма показывает отличия по сроку деятельности непубличных организаций в различных группах, сформированных по стоимости активов. Стоит отметить, что в среднем срок операционной деятельности организаций значительно превышает заданное ограничение в три года. Данный факт говорит о том, что в выборке присутствует значительная доля организаций с более продолжительной деятельностью. В то же время в первичную выборку отобраны непубличные организации, по которым доступны данные об основных характеристиках деятельности, необходимых для дальнейших расчетов аналитических показателей. На основе представленных данных средний срок операционной деятельности у крупных предприятий составляет 17,21 лет, у средних предприятий составляет 16,74 лет, у малых предприятий составляет 17,41 лет, а у микропредприятий составляет 17,70 лет соответственно. Стоит отметить, что срок деятельности у всех категорий

непубличных организаций схожий, что может говорить о равномерности выборки по данному параметру. С учетом того, что к выборке применялись многочисленные критерии, требующие наличия широкого набора параметров, в итоговой выборке остались организации с наиболее полным набором информации о деятельности. Как следствие, эти организации также обладали и более продолжительным сроком существования.

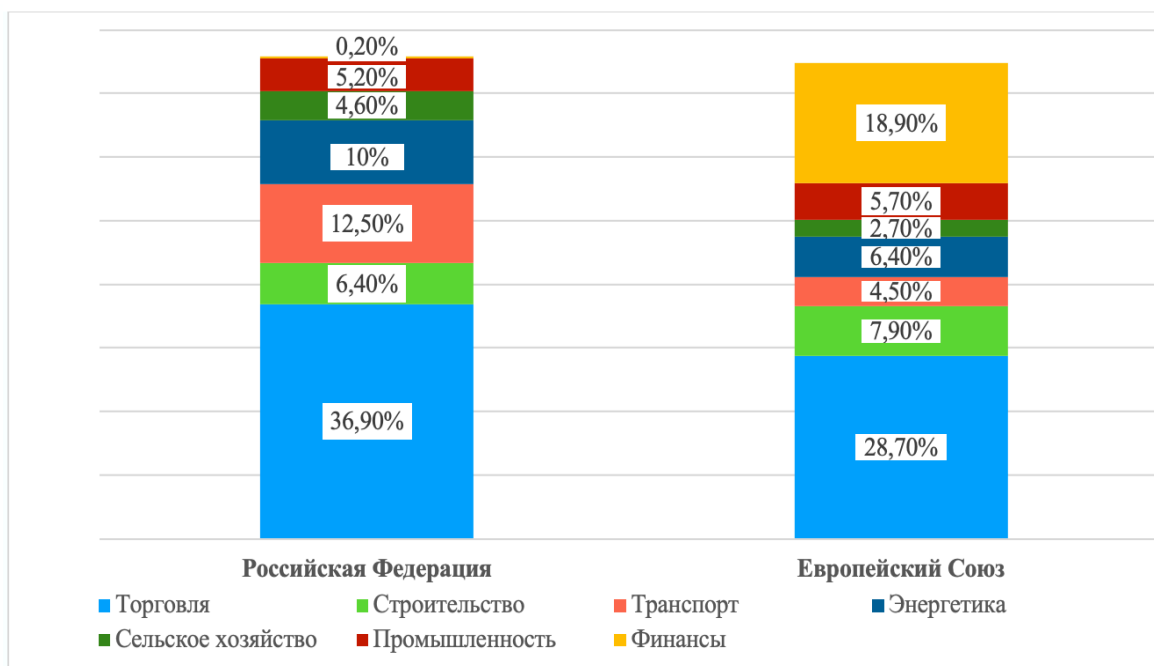
Для количественной проверки рассматривались организации, ведущие операционную деятельность без признаков банкротства. В то же время стратегия инвестиций в проблемные активы может предполагать работу с организациями с неустойчивым финансовым положением. Однако статус ликвидации и банкротства не позволяет прогнозировать финансовые результаты на дальнейших этапах инвестиционного анализа. Таким образом, рассматриваются непубличные организации, ведущие непрерывную операционную деятельность на момент проведения анализа.

Для целей формирования выборки непубличных организаций могут использоваться все основные виды деятельности таких организаций. В развивающихся странах, как правило существует ряд приоритетных видов деятельности коммерческих организаций, отражающий структуру экономики. Для анализа непубличных организаций с учетом их отраслевой принадлежности необходимо сравнить структуру используемой выборки и глобальную структуру российской экономики, а также учесть структуру по отраслям в развитых странах. Такой сравнительный анализ позволит сделать выводы о специфике российского рынка как развивающегося, выделить влияние этой специфики на формирование выборки непубличных организаций и, как следствие, применимости полученных выводов анализа данной выборки в отношении развитых стран. В качестве развитых стран выбран рынок Европейского Союза с учетом географической близости и наличия общих подходов к регулированию отраслей экономики на основе континентальной правовой системы.

Для дальнейшего анализа использованы данные по количеству

организаций и их отраслевой принадлежности за 2022 год. Распределение организаций по отраслям деятельности представлено на рисунке 3.3.

Анализ представленного распределения показывает, что структура отраслей по количеству организаций является схожей, однако рынок Европейского Союза выделяется гораздо более значительным финансовым сектором и заметно меньшим числом организаций в области торговли и энергетики. В то же время российский рынок также демонстрирует большую долю сельскохозяйственных организаций в общем количестве коммерческих организаций. Отличие в большем числе организаций в сфере торговли может объясняться тем, что эта отрасль в России гораздо менее консолидирована и является одной из наиболее популярных для начала ведения бизнеса предпринимателями.



Источник: составлено автором.

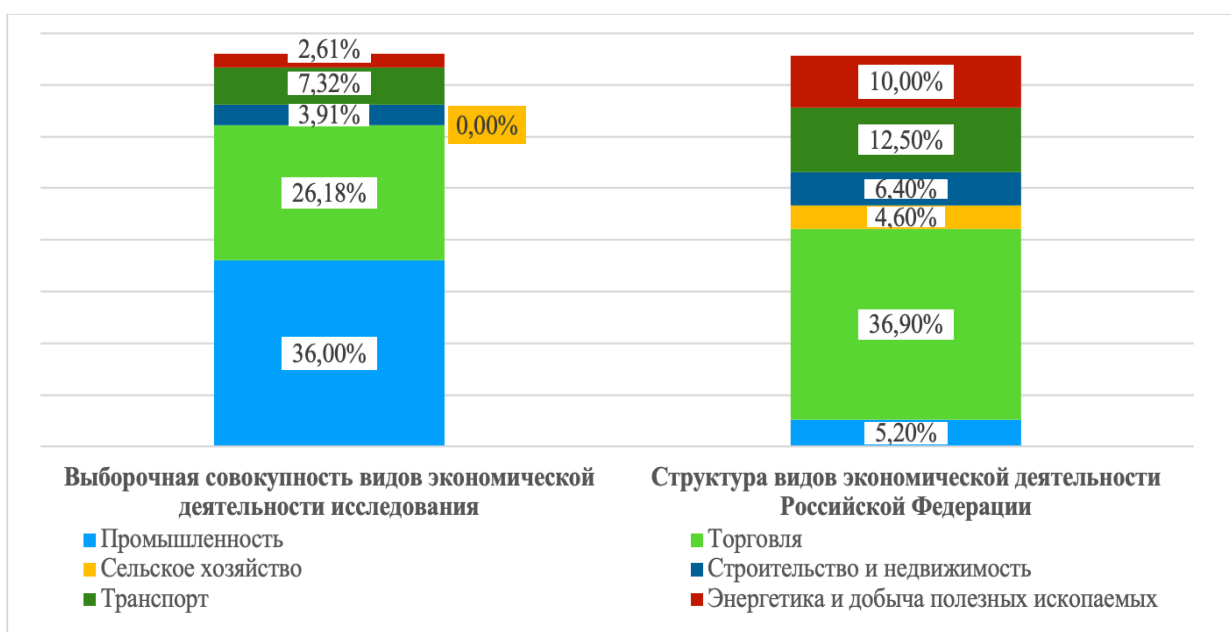
Рисунок 3.3 – Распределение выборки непубличных организаций по в Российской Федерации и Европейском Союзе по отраслям деятельности

С другой стороны, в отношении сферы финансов в России рынок пока находится на развивающейся стадии, что соответственно приводит к меньшему количеству финансовых организаций по сравнению с Европейским Союзом. Для России также характерна значительная доля энергетического сектора в экономике.

В результате анализа распределения количества организаций по отраслям в Российской Федерации и Европейском Союзе можно говорить о схожей структуре распределения коммерческих организаций. Таким образом, результаты анализа деятельности непубличных организаций в определенной мере могут найти практическое применение и на развитых рынках таких, как Европейский Союз.

В дополнение к проведенному анализу также необходимо провести аналогичный обзор в отношении структуры выборки по организациям из выборки для исследования и всем непубличным организациям в Российской Федерации.

С учетом глобальной структуры российской экономики выделены шесть основных отраслей, которые занимают не менее 60% в общем объеме производства: энергетика и добыча полезных ископаемых, строительство и недвижимость, торговля, транспорт, сельское хозяйство и промышленность. Такое распределение по видам экономической деятельности использовано для описания выборки данных непубличных организаций. Сопоставление структуры российской экономики и полученной выборки представлено на рисунке 3.4.



Источник: составлено автором.

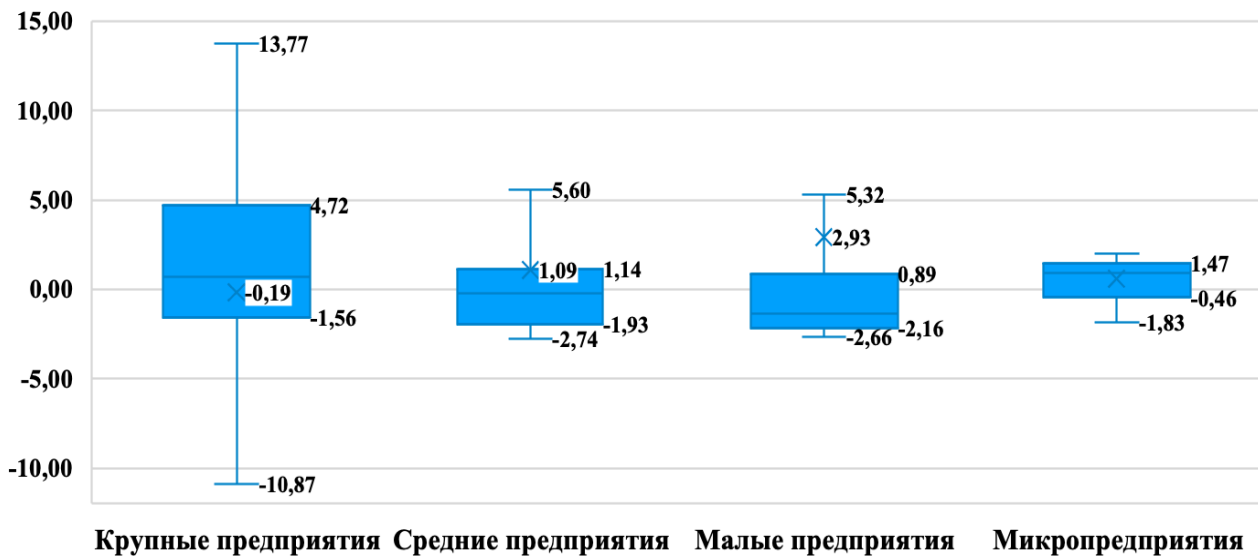
Рисунок 3.4 – Распределение выборки непубличных организаций по отраслям деятельности за 2022 год

На основе представленной структуры можно отметить сравнительно большую долю отрасли промышленности в выборочной совокупности видов экономической деятельности исследования – ее доля многократно превышает аналогичную долю в общей выборке в структуре видов экономической деятельности Российской Федерации. В то же время доля других отраслей, по данным выборки, сравнительно меньше, чем их доля в общем количестве всех непубличных российских организаций. Причиной такой ситуации может служить тот факт, что именно среди организаций в сфере промышленности наибольшее количество крупных организаций, что объясняется, в свою очередь, высокой капиталоемкостью данной отрасли.

Далее представлен анализ выборки исследования по параметрам доходности и риска вложений в капитал непубличных организаций. К показателю доходности для выборки непубличных организаций отнесен темп прироста чистой прибыли. Расчет произведен за анализируемый период с 2018 года по 2022 год. Стоит отметить, что для корректного статистического расчета и применения эконометрических инструментов из первичной выборки исключены наблюдения с недостающими данными, а также наблюдения с экстремально высокими значениями. С учетом примененных критериев и условий отбора получены следующие показатели среднего темпа прироста или темпа снижения чистой прибыли по группам непубличных организаций в общей выборке, представленные на рисунке 3.5.

Исходя из полученных данных стоит отметить заметное отличие крупных и средних организаций по показателю средних темпов прироста чистой прибыли на фоне остальных групп. В качестве обоснования данного отличия можно привести аргумент о большем количестве наблюдений в группе средних и крупных организаций, что отмечалось на рисунке 3.2. Другим обоснованием отличия может служить тот факт, что на российском рынке, который находится на начальной стадии развития, характерна непрозрачность в отчетности малых и микропредприятий. Аналогичная особенность уже упоминалась на этапе анализа в параграфе 2.1.

Темпы прироста и снижения, в процентах годовых



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.5 – Распределение выборки по средним темпам прироста и темпам снижения чистой прибыли по группам непубличных организаций

На основе существующих исследований [96] и профессионального опыта наблюдается искусственное занижение показателей прибыли в малых и микропредприятиях по сравнению с крупными организациями. В качестве средних результатов доходности по разным группам непубличных организаций получены следующие значения: у крупных предприятий показатель составляет $-0,18\%$; у средних предприятий $+1,09\%$; у малых предприятий $+2,93\%$, а у микропредприятий $+0,58\%$ соответственно. В то же время, стоит отметить заметный разброс данных по показателю доходности у крупных непубличных организаций. Такая ситуация обусловлена тем, что непубличные организации среднего и малого размера ввиду большей непрозрачности представлены гораздо меньшим набором данных. Как следствие – крупные организации демонстрируют более полный набор данных, отражающих более широкий диапазон возможных значений показателя средней доходности. Этот вывод подтверждается тем, что диапазон возможных показателей средней доходности у крупных организаций варьируется от $-10,87\%$ до $+13,77\%$, а у средних и малых организаций диапазон гораздо меньше – от $-2,74\%$ до $+5,60\%$ и от $-2,66\%$ и до $+5,32\%$ соответственно.

Наличие в выборке данных показателей с высокой доходностью говорит о возможности более прибыльных инвестиций именно в данной группе организаций. С учетом большого разброса показателей это также говорит и о более высоком риске вложений в капитал крупных непубличных организаций. Такой вывод объясняется тем, что именно такие организации выдерживают значительную волатильность показателей доходности и риска.

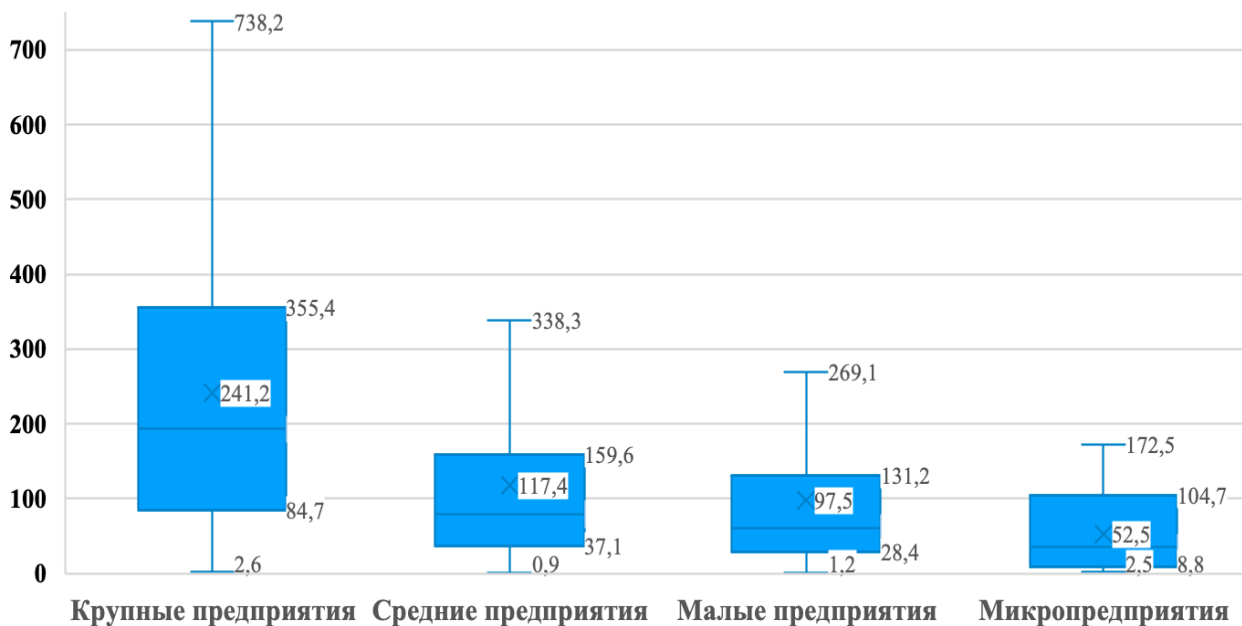
Аналогичная волатильность показателей не наблюдается среди более мелких организаций потому, что у данных организаций нет значительного запаса финансовой прочности и при резком ухудшении финансовых показателей они, как правило, не могут продолжать свою деятельность и данные таких организаций уже не попадают в выборку.

Другим показателем, используемым для анализа вложений в капитал непубличных организаций, является показатель риска, который рассчитывается как волатильность чистой прибыли организации за анализируемый период с 2018 года по 2022 год.

Стоит отметить, что на этапе анализа риска выявлены непубличные организации с недостающими данными по некоторым анализируемым периодам, что привело к их исключению из выборки. Количество данных организаций не превысило 10% от общего числа в анализируемой выборке. По итогам анализа получены данные по средней волатильности показателей в различных группах организаций, представленные на рисунке 3.6.

По данным выборки можно судить о том, что крупнейшие организации обладают наиболее высоким показателем риска. Полученный вывод соответствует результатам анализа выборки по параметру доходности, где крупные организации также выделялись широким диапазоном значений, что позволяет судить о высокой волатильности показателя доходности таких организаций.

За счет большего объема и масштаба деятельности крупные непубличные организации демонстрируют более широкий набор показателей, что приводит к наличию более широкого диапазона значений.

Волатильность в процентах годовых

Источник: составлено автором.

Рисунок 3.6 – Распределение выборки по среднему значению волатильности и группам непубличных организаций

Таким образом крупные непубличные организации обладают потенциалом для инвестиций с наибольшей доходностью, что также сопряжено с соответствующим высоким уровнем риска. Стоит отметить, что у всех групп непубличных организаций диапазон средних значений смещен ближе к низкому уровню волатильности. Описанная ситуация может объясняться тем, что для формирования выборки данных использовались многочисленные критерии, в результате применения которых отобраны организации с наиболее полным набором данных.

Наличие полного набора данных свойственно организациям, которые уже продолжительное время ведут операционную деятельность, что предполагает более стабильные показатели, чем у организаций с неполным набором данных и коротким сроком деятельности.

С учетом представленных данных показатели волатильности крупных предприятий заметнее всего отличаются от остальных групп, но средние предприятия также отличаются повышенной волатильностью чистой прибыли. Причиной таких показателей могут стать те же особенности крупных и средних предприятий, что и в ситуации с анализом доходности:

– у более крупных организаций может быть выше уровень подготовки финансовой информации и меньше возможностей для манипуляции показателями в связи с более строгим государственным надзором;

– крупные предприятия обладают более сложной бизнес-моделью с различными направлениями деятельности, что может вносить дополнительную волатильность показателей.

В отношении среднего значения волатильности в процентах можно выделить следующие показатели по разным группам непубличных организаций: у крупных предприятий показатель составляет 241,18, у средних предприятий 117,36, у малых предприятий 97,54, а у микропредприятий 52,46 соответственно.

В результате применения критериев отбора и корректировок получена тестовая выборка непубличных организаций, которая использовалась для построения регрессионных моделей. Эта выборка содержит данные по 945 непубличным организациям, на основе которых рассчитаны шесть аналитических показателей.

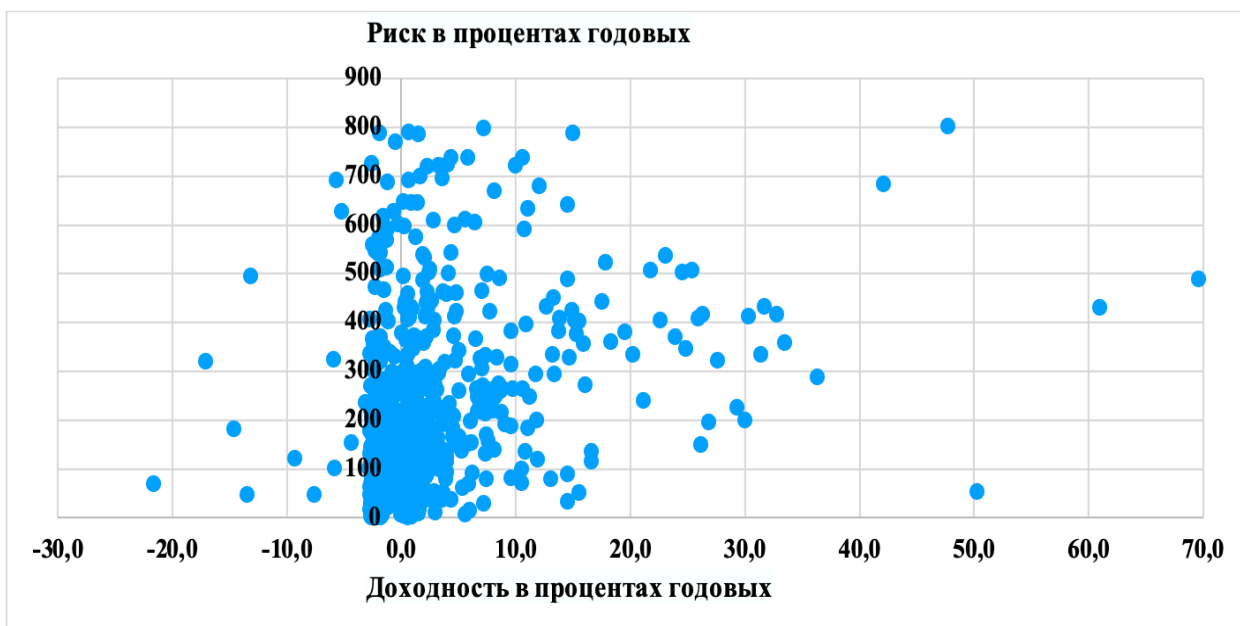
С учетом значений доходности и риска по выборке непубличных организаций также произведен анализ с применением матрицы распределения по данным параметрам, чтобы охарактеризовать всю используемую выборку.

Анализ распределения непубличных организаций по показателю доходности показывает, что они по показателю доходности преимущественно находятся в диапазоне от 0% до 10%, а по показателю риска в диапазоне от 0% до 400%. В то же время распределение больше смещено в сторону организаций с доходностью в интервале от 5% до 7% и уровнем риска в интервале от 0% до 300%. Несмотря на умеренный размер доходности, данные по этому показателю сконцентрированы в положительной области выше нуля. Вместе с тем значительная часть выборки сконцентрирована в области с повышенной доходностью, что означает возможность получения более высокой прибыли.

Анализ диаграммы также показывает, что пять организаций

демонстрируют доходность выше 40% годовых. Одна из пяти выделенных организаций обладает заметно низким уровнем риска – ниже 100%, демонстрируя доходность выше 50%. В то же время, оставшиеся четыре организации демонстрируют относительно высокий уровень риска при соответствующем высоком уровне доходности. Учитывая такой результат, они могут быть объектом для вложения капитала.

Распределение выборки непубличных организаций схематично представлена на рисунке 3.7.

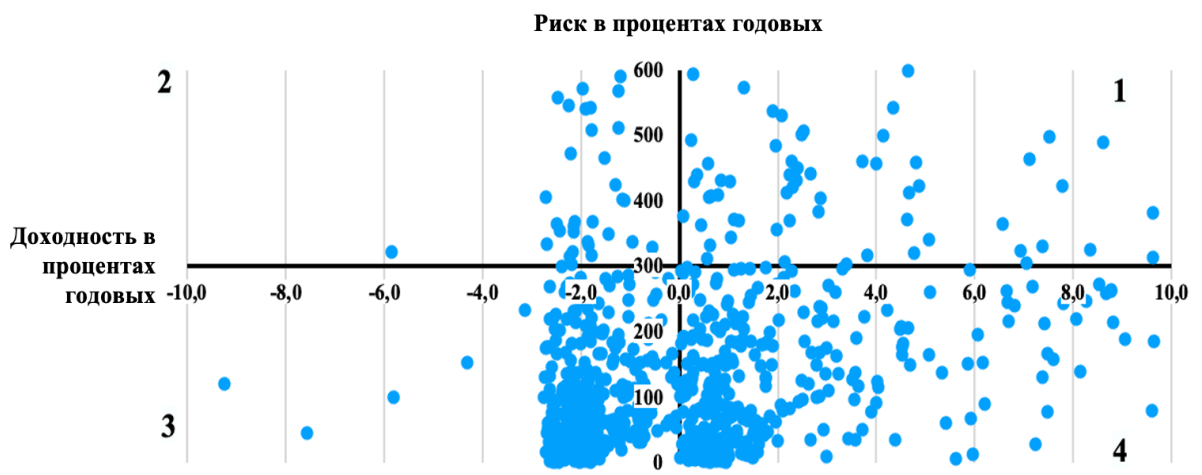


Источник: составлено автором.

Рисунок 3.7 – Распределение выборки по показателям риска и доходности

Далее построено распределение для описания групп наблюдений в виде матрицы BCG (англ. Boston Consulting Group), в которой выборка делится на четыре квадранта.

Стоит отметить, что с учетом значительного объема данных для представленного описания используются показатели доходности в диапазоне от -10% до 10% в то время, как по значения показателя риска варьировались от 0% до 600%. Результаты распределения представлены на рисунке 3.8. Анализ матрицы показывает, что в квадрантах 3 и 4 волатильность доходности ниже. В то же время в квадрантах 1 и 4 находятся организации с высокой волатильностью доходности.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.8 – Матрица распределения показателей доходности и риска непубличных организаций

В квадрант 4 попали организации с наилучшим соотношением риска и доходности. В квадранте 2 находятся организации с наихудшим соотношением риска и доходности.

3.2 Результаты количественного анализа значимости аналитических показателей

Для проверки значимости авторских аналитических показателей на основе сформированной выборки применены регрессионные модели. Получены результаты по данным крупных, средних, малых и микропредприятий, которые отличаются выводами о значимости показателей. Результаты проверки значимости авторских показателей представлены для анализа доходности и риска. Для каждого из показателей применялись методы расчета, описанные в параграфе 2.2. Анализ показал значимость отдельных показателей для целей отбора непубличных организаций с более высокой доходностью и более низким риском. Далее представлены результаты количественных проверок и полученных выводов о применении авторских аналитических показателей. Для проверки выдвинутых гипотез используется эконометрическое моделирование в форме множественной регрессионной модели. При построении регрессионной модели получены следующие

результаты, представленные в таблице 3.1. Данные результаты количественной проверки предусматривают использование всей выборки непубличных организаций. Также проведена проверка модели на гетероскедастичность и мультиколлинеарность с применением соответствующих тестов. По результатам проведенных тестов выявлена гетероскедастичность, корректировка которой произведена путем использования логарифма результирующей переменной (доходности).

Таблица 3.1 – Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию доходности с применением регрессионной модели по всей выборке

В долях

Коэффициенты	Значение регрессора	Стандартная ошибка	t-значение	Вероятность (> t)	Значимость показателя
Постоянный коэффициент	1,9464655	0,0407358	47,783	< 2e-16	Значимый ***
Коэффициент доступа к долговому финансированию Кддф	0,0057622	0,0005905	9,758	< 2e-16	Значимый ***
Коэффициент судебных требований Кст	0,0009458	0,0007864	1,203	0,22944	Незначимый
Балльный показатель анализа требований заинтересованных сторон БАтзс	0,1286321	0,0985481	1,305	0,19215	Незначимый
Балльный показатель анализа торговых ограничений БАто	-0,1491141	0,0364410	-4,092	4,68e-05	Значимый ***
Бинарный показатель независимости органов управления БНюу	0,1062230	0,0369696	2,873	0,00416	Значимый **
Бинарный показатель условий финансирования БНуф	0,0056448	0,0465106	0,121	0,90343	Незначимый
Параметры модели					
Показатель R ²				0,1235	
Скорректированный показатель R ²				0,1174	
Показатель F-статистика				20,4 на 6 и 869 DF	
p-значение				<2,2e-16	
*** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 0,1%. ** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 1%. * – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 5%.					

Источник: составлено автором.

По результатам построенной регрессионной модели подтверждается значимость некоторых показателей для выбора непубличных организаций с более высокой доходностью, а именно: Кст, Кддф, БАто и БНюу. Анализ результата показывает, что применение значимых аналитических показателей положительно влияет на выбор более доходных непубличных организаций для вложений капитала. В дополнении к вышеописанному результаты построения регрессионной модели для анализа непубличных организаций с целью

снижения риска получены результаты, представленные в таблице 3.2. Из-за отсутствия данных по некоторым непубличным организациям размер выборки для построения эконометрической модели скорректирован.

Таблица 3.2 – Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию риска с применением регрессионной модели по всей выборке

В долях

Коэффициенты	Значение регрессора	Стандартная ошибка	t-значение	Вероятность (> t)	Значимость показателя
Постоянный коэффициент	197,5560	0,1913	9,672	< 2e-16	Значимый ***
Коэффициент доступа к долговому финансированию К _{ддф}	0,8068	0,2547	6,337	5,79e-10	Значимый ***
Коэффициент судебных требований К _{ст}	26,4057	31,9177	2,385	0,0175	Значимый *
Балльный показатель анализа требований заинтересованных сторон БА _{тзс}	-31,9006	47,1608	-0,074	0,9408	Незначимый
Балльный показатель анализа торговых ограничений БА _{то}	30,3359	18,1707	-1,232	0,2187	Незначимый
Бинарный показатель независимости органов управления БН _{ноу}	-8,2013	19,1692	2,082	0,0379	Значимый *
Бинарный показатель условий финансирования БН _{уф}	0,8068	23,9022	-0,184	0,8545	Незначимый
Параметры модели					
Показатель R ²				0,1291	
Скорректированный показатель R ²				0,1231	
Показатель F-статистика				21,47 на 6 и 869 DF	
p-значение				< 2,2e-16	
*** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 0,1%. ** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 1%. * – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 5%.					

Источник: составлено автором.

Представленная модель демонстрирует статистическую значимость некоторых авторских показателей для целей отбора непубличных организаций и снижения риска вложений в их капитал. В рамках представленной модели показатели для трех коэффициентов демонстрируют статистическую значимость: К_{ддф}, К_{ст} и БН_{ноу}. Результаты анализа значимости показателей показаны в таблице 3.2. Показатель R² свидетельствует о том, что обе модели обладают низкой статистической значимостью.

В отношении аналогичных моделей, построенным по данным крупных непубличных организаций, выявлена общая значимость. Результаты построения регрессионных моделей по данным крупных предприятий описаны в таблицах 3.3 и 3.4. Таким образом, учитывая более высокую

статистическую значимость моделей по данным крупных организаций, а также тот факт, что крупные организации более высокую среднюю доходность, дальнейшие выводы получены по результатам количественного анализа по данным крупных предприятий.

Исходя из критериев классификации крупных, средних и малых предприятий, в том числе микропредприятий, выделены наблюдения по 514 крупным непубличным организациям. Построены регрессионные модели для анализа отбора таких организаций с применением авторских аналитических показателей. Используемые модели показали общую значимость и значимость отдельных показателей для выбора организаций с более высокой доходностью и более низким риском. Для выборки крупных предприятий получены параметры регрессионной модели с результирующей переменной (доходность), которые представлены в таблице 3.3.

Таблица 3.3 – Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию доходности с применением регрессионной модели по крупным предприятиям

В долях

Коэффициенты	Значение регрессора	Стандартная ошибка	t значение	Вероятность (> t)	Значимость показателя
Постоянный показатель	2,550776	0,713791	3,574	0,000385	Значимый ***
Коэффициент доступа к долговому финансированию Кддф	0,191984	0,009465	20,283	< 2e-16	Значимый ***
Коэффициент судебных требований Кст	0,077001	0,011056	6,964	1,01e-11	Значимый ***
Балльный показатель анализа требований заинтересованных сторон БАтзс	-0,319356	1,756115	-0,182	0,855769	Незначимый
Балльный показатель анализа торговых ограничений БАто	-1,261269	0,625508	-2,016	0,044279	Значимый *
Бинарный показатель независимости органов управления БНюу	-1,146236	0,676568	-1,694	0,090834	Незначимый
Бинарный показатель условий финансирования БНуф	-1,072142	0,841925	-1,273	0,203437	Незначимый
Параметры модели					
Показатель R ²				0,4379	
Скорректированный показатель R ²				0,4678	
Показатель F-статистика				77,18 на 6 и 514 DF	
p-значение				<2,2e-16	
*** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 0,1%. ** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 1%. * – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 5%.					

Источник: составлено автором.

Проверка на гетероскедастичность выявила ее наличие, а проверка на мультиколлиниарность с использованием VIF-теста показала отрицательные результаты. Для устранения гетероскедастичности использованы корректировки результирующей переменной (доходности). В таблице 3.4 показаны параметры модели с результирующей переменной (риск).

Таблица 3.4 – Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию риска с применением регрессионной модели по крупным предприятиям

В долях

Коэффициенты	Значение регрессора	Стандартная ошибка	t значение	Вероятность (> t)	Значимость показателя
Постоянный показатель	197,5560	20,4245	9,672	< 2e-16	Значимый ***
Коэффициент доступа к долговому финансированию Кддф	2,1633	0,3414	6,337	5,79e-10	Значимый ***
Коэффициент судебных требований Кст	0,7119	0,2985	2,385	0,0175	Значимый *
Балльный показатель анализа требований заинтересованных сторон БАтзс	-3,5027	47,1608	-0,074	0,9408	Незначимый
Балльный показатель анализа торговых ограничений БАто	-22,3828	18,1707	-1,232	0,2187	Незначимый
Бинарный показатель независимости органов управления БНюу	39,9093	19,1692	2,082	0,0379	Значимый *
Бинарный показатель условий финансирования БНуф	-4,3872	23,9022	-0,184	0,8545	Незначимый
Параметры модели					
Показатель R ²			0,2024		
Скорректированный показатель R ²			0,2902		
Показатель F-статистика			8,388 на 6 и 441 DF		
p-значение			1,255e-08		
*** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 0,1%.					
** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 1%.					
* – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 5%.					

Источник: составлено автором.

Таким образом анализ параметров моделей в таблицах 3.3 и 3.4 позволяет сделать вывод – модели статистически значимы по параметру R².

По результатам количественного анализа проверки значимости применения авторских аналитических показателей получены следующие выводы в отношении гипотез исследования:

– гипотеза 1.1 о том, что использование аналитических показателей, отражающих наличие особенностей непубличных организаций, позволяет выбрать непубличные организации с более высокой доходностью, подтверждается. Эконометрическая модель, построенная с результирующей

переменной (доходность), обладает статистической значимостью, что подтверждает гипотезу о применимости аналитических показателей для отбора непубличных организаций с более высокой доходностью;

– гипотеза 1.2 о том, что использование аналитических показателей, отражающих наличие особенностей непубличных организаций, позволяет выбрать непубличные организации с более низким риском вложений в капитал таких организаций, подтверждена. Анализ параметров эконометрической модели с результирующей переменной (риск) показал ее статистическую значимость;

– гипотеза 2.1 применение показателей анализа доступа к долговому финансированию позволяет выбрать непубличные организации с более высокой доходностью и более низким риском вложений в капитал таких организаций подтверждена по причине того, что соответствующий показатель является статистически значимым во всех эконометрических моделях;

– гипотеза 2.2 – применение показателя анализа судебных споров и требований со стороны контрагентов позволяет выбрать непубличные организации для вложений капитала с более высокой доходностью и более низким риском подтверждается;

– гипотеза 2.3 – применение показателя анализа торговых ограничений позволяет выбрать непубличные организации для вложений капитала с более высокой доходностью и более низким риском. Эта гипотеза подтверждена частично – использование указанного показателя позволяет выбрать непубличные организации только с более высокой доходностью. Причиной такого вывода является факт того, что регрессор соответствующего показателя в модели анализа доходности является значимым, но аналогичный регрессор в модели для анализа риска незначим;

– гипотеза 2.4 – применение показателей анализа учета требований заинтересованных сторон позволяет выбрать непубличные организации для вложений капитала с более высокой доходностью и более низким риском не подтверждена, так как показатель БА_{тзс} в соответствующей модели незначим.

– гипотеза 2.5 – применение показателя анализа независимости органов управления позволяет выбрать непубличные организации для вложений капитала с более высокой доходностью и более низким риском подтверждена частично. На это указывает значимость регрессора при показателе БН_{НОУ} в модели с результирующей переменной (риск) и незначимость такого регрессора в модели с результирующей переменной (доходность).

– гипотеза 2.6 – о применении показателя анализа условий финансирования позволяет выбрать непубличные организации для вложений капитала с более высокой доходностью и более низким риском не подтверждена потому, что регрессор показателя БН_{УФ} незначим во всех моделях.

По результатам регрессионного анализа построены итоговые модели, которые имеют следующий вид, формулы (3.3) и (3.4)

$$Y_{\text{ДК}} = a_0 + a_1 \times K_{\text{ДДФ}} + a_2 \times K_{\text{СТ}} + a_4 \times \text{БА}_{\text{ТО}}, \quad (3.3)$$

$$Y_{\text{РК}} = b_0 + b_1 \times K_{\text{ДДФ}} + b_2 \times K_{\text{СТ}} + b_5 \times \text{БН}_{\text{НОУ}}, \quad (3.4)$$

где $Y_{\text{ДК}}$ – показатель доходности вложений в капитал непубличных организаций;

$Y_{\text{РК}}$ – показатель риска вложений в капитал крупных непубличных организаций;

a_0, b_0 – свободные члены регрессионных уравнений;

$\text{БА}_{\text{ТО}}$ – балльный показатель торговых ограничений;

a_1 – a_4 и b_1 – b_5 – параметры (коэффициенты) регрессионного уравнения, которые показывают на какую величину изменится $Y_{\text{ДК}}$ или $Y_{\text{РК}}$, при изменении факторов на одну единицу;

$\text{БН}_{\text{НОУ}}$ – бинарный показатель наличия независимых органов управления;

$K_{\text{ДДФ}}$ – аналитический коэффициент доступности долгового финансирования;

$K_{\text{СТ}}$ – аналитический коэффициент судебных требований.

По формулам (3.3) и (3.4) построены регрессионные модели и получен результат, показанный в таблицах 3.5 и 3.6.

Таблица 3.5 – Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию доходности с применением регрессионной модели по крупным предприятиям и значимым регрессорам

В долях

Коэффициенты	Значение регрессора	Стандартная ошибка	t значение	Вероятность (> t)	Значимость показателя
Постоянный показатель	1,558316	0,517350	3,012	0,00272	Значимый **
Коэффициент доступа к долговому финансированию КддФ	0,192655	0,009469	20,346	<2,00E-16	Значимый ***
Коэффициент судебных требований Кст	0,076922	0,011032	6,973	9,55e-12	Значимый ***
Балльный показатель анализа торговых ограничений БАто	-1,319092	0,625165	-2,110	0,03534	Значимый *
Параметры модели					
Показатель R ²			0,4706		
Скорректированный показатель R ²			0,4675		
Показатель F-статистика			153,2 на 6 и 517 DF		
p-значение			<2,00E-16		
*** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 0,1%.					
** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 1%.					
* – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 5%.					

Источник: составлено автором.

По результатам построения регрессионной модели (3.3) можно сделать вывод о статистической значимости модели и наличии у нее значимых регрессоров, связанных с авторскими аналитическими показателями.

Таблица 3.6 – Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию риска с применением регрессионной модели по крупным предприятиям и значимым регрессорам

В долях

Коэффициенты	Значение регрессора	Стандартная ошибка	t значение	Вероятность (> t)	Значимость показателя
Постоянный показатель	183,3268	16,7794	10,926	<2,00E-16	Значимый ***
Коэффициент доступа к долговому финансированию КддФ	2,1703	0,3405	6,374	4,62e-10	Значимый ***
Коэффициент судебных требований Кст	0,6952	0,2967	2,344	0,0195	Значимый *
Бинарный показатель независимости органов управления БН _{ноу}	38,7261	19,0998	2,028	0,0432	Значимый *
Параметры модели					
Показатель R ²			0,29923		
Скорректированный показатель R ²			0,29314		
Показатель F-статистика			16,3 на 3 и 444 DF		
p-значение			4,545e-10		
*** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 0,1%.					
** – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 1%.					
* – статистическая значимость показателя на уровне ошибки в 5%.					

Источник: составлено автором.

По результатам построенных регрессионных моделей все регрессоры сохраняют свою значимость, как модель в целом по результатам расчета показателя R^2 . При этом, стоит отметить общее снижение значимости моделей, что связано с использованием меньшего количества регрессоров и, как следствие, меньшей объясняющей силой моделей.

Модели, протестированы по VIF-тесту, который показал отсутствие мультиколлинеарности. С учетом значимости некоторых аналитических показателей предлагаются модели с использованием весовых коэффициентов, полученных в ходе регрессионного анализа, которые имеют следующий вид, формулы (3.5) и (3.6)

$$Y_{\text{ДК}} = 1,56 + 0,19 \times K_{\text{ДДФ}} + 0,07 \times K_{\text{ИСТ}} - 1,32 \times \text{БА}_{\text{ТО}}, \quad (3.5)$$

$$Y_{\text{РК}} = 183,32 + 2,17 \times K_{\text{ДДФ}} + 0,70 \times K_{\text{ИСТ}} + 38,73 \times \text{БН}_{\text{НОУ}}, \quad (3.6)$$

где $Y_{\text{ДК}}$ – показатель доходности вложений в капитал непубличных организаций;

$Y_{\text{РК}}$ – показатель риска вложений в капитал крупных непубличных организаций;

$\text{БА}_{\text{ТО}}$ – балльный показатель торговых ограничений;

$\text{БН}_{\text{НОУ}}$ – бинарный показатель наличия независимых органов управления;

$K_{\text{ДДФ}}$ – аналитический коэффициент доступности долгового финансирования;

$K_{\text{СТ}}$ – аналитический коэффициент судебных требований.

Полученные модели использованы для расчетов параметров доходности и риска по данным непубличных организаций. Результаты расчета распределены на группы по размеру активов непубличных организаций и описаны в таблице 3.6. Стоит отметить, что для каждой из групп непубличных организаций представлены средние значения показателей доходности и риска в то время, как результаты по конкретным непубличным организациям представлены в приложении В. Как видно из таблицы, по результатам произведенных расчетов, крупные непубличные организации отличаются более высокой доходностью и более высоким риском, рассчитанным с использованием моделей. Такой вывод по результатам крупных непубличных

организаций соотносится с выводами, полученными при анализе первичных данных в параграфе 3.1. Стоит отметить, что целью построения моделей с результирующими переменными $Y_{ДК}$ и $Y_{РК}$ является не расчет доходности вложений в капитал и уровня риска таких вложений, а проверка значимости влияния аналитических показателей-факторов.

Таблица 3.7 – Расчет показателей доходности и риска по моделям со значимыми аналитическими показателями

В процентах

Группа непубличных организаций по стоимости активов	Средняя доходность, рассчитанная по модели	Средний риск, рассчитанный по модели
Крупные организации	4,05	248,93
Средние организации	3,29	239,16
Малые и микро-организации	2,97	229,87

Источник: составлено автором.

Таким образом, авторские показатели оказались применимыми для анализа и выбора непубличных организаций с более высокой доходностью и более низким риском, потому что соответствующие регрессоры в моделях показали свою значимость. По итогам анализа параметров регрессионных моделей получены следующие выводы:

1) регрессионный анализ по данным крупных предприятий показал, что наличие независимости органов управления не влияет на доходность непубличной организации. Полученный вывод следует из того, что в крупных организациях принятие корпоративных решений зависит от широкого круга лиц, что позволяет сбалансировать полномочия руководителя организации.

В организациях меньшего размера, зачастую, отсутствуют самостоятельные крупные внутренние подразделения и, соответственно, это создает риски конфликта интересов между менеджментом и собственником в случае совмещения ролей одним лицом.

В то же время условия независимости органов управления влияют на показатель риска, о чем говорит значимость соответствующего аналитического показателя $БН_{НОУ}$. Такой результат говорит о том, что при совмещении роли собственника и менеджмента повышается волатильность показателя доходности;

2) регрессионная модель анализа риска обладает более низкой значимостью, чем регрессионная модель анализа доходности. Такой результат говорит о том, что на волатильность показателей влияет больший перечень факторов, чем в случае с анализом доходности.

По итогам проведенного количественного исследования можно заключить, что основные гипотезы 1.1–1.2 подтверждены в то время, как дополнительные гипотезы 2.1–2.6 подтверждены только частично. Подтверждена статистическая значимость отдельных авторских показателей.

В дополнении к построению регрессионных моделей использован подход построения нейросетевой модели для выявления значимости авторских аналитических показателей.

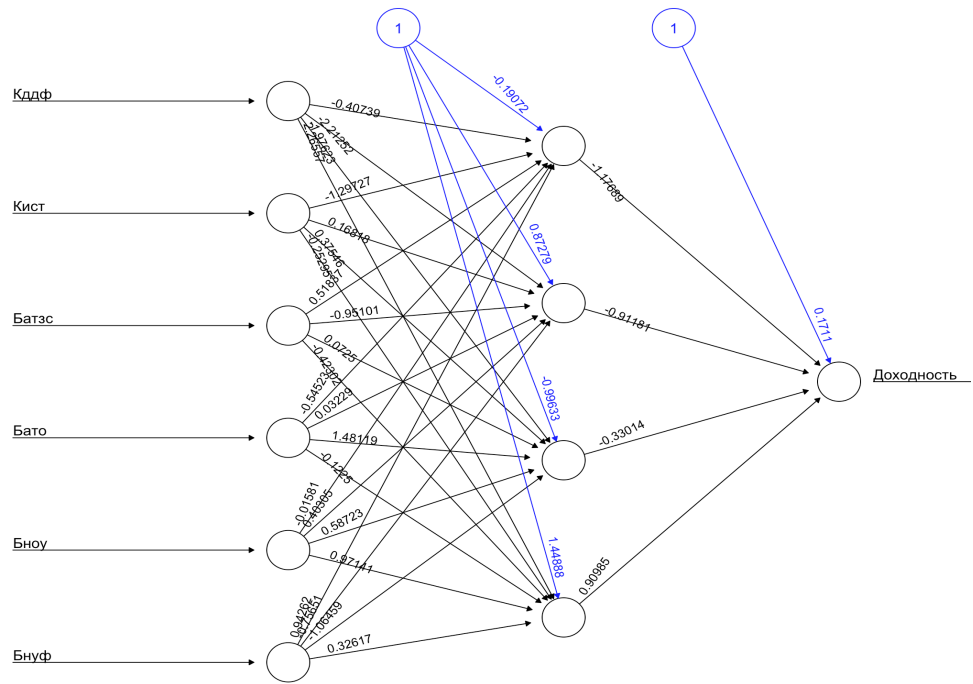
С учетом объема использованной выборки в размере более 4,7 тысяч наблюдений применение нейросети представляется обоснованным.

В процессе построения нейросетевых моделей использованы следующие предпосылки и параметры:

- уровень значимости для проверки сходимости составляет 0,01 доли единицы;
- в качестве типа нейросетевой модели выбрана «Resilient Propagation» или «rprop-»;
- количество слоев нейросети составляет четыре слоя.

На основе этих параметров построены две нейросетевые модели: одна для анализа значимости применения аналитических показателей с целью выбора активов с более высокой доходностью и одна для анализа выбора аналогичных активов с более низким уровнем риска.

В результате получены параметры модели, показанные на рисунках 3.9 и 3.10. Модели показали свою значимость – сумма ошибок в моделях достаточно низкая, а их параметры показывают сходимость при построении на обучающем множестве, что позволяет сделать вывод о возможности использования этих моделей для проведения дальнейшего количественного анализа.

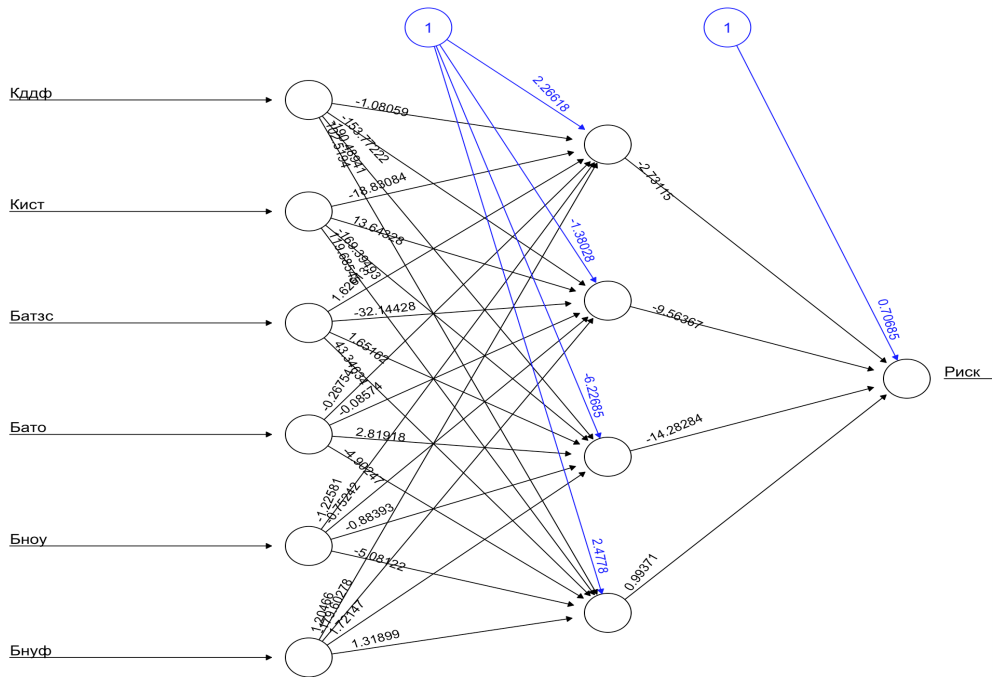


Error: 0.284413 Steps: 48

Источник: составлено автором.

Рисунок 3.9 – Параметры нейросетевой модели на основе данных по показателю доходности инвестиций в непубличные организации

Результаты построения нейросетевой модели по данным показателя риска описаны на рисунке 3.10.



Error: 10.272466 Steps: 1907

Источник: составлено автором.

Рисунок 3.10 – Параметры нейросетевой модели на основе данных по показателю риска инвестиций в непубличные организации

Для дальнейшего анализа значимости аналитических показателей использован следующий подход - при построении нейросетевой модели из нее поочередно исключались аналитические показатели. Если при исключении аналитического показателя и последующем построении нейросетевой модели ее результаты демонстрируют рост суммы ошибок и увеличение количества попыток построения, то это говорит о незначимости исключенного показателя. Такой вывод основан на том, что полученная модель, в которой исключен соответствующий аналитический показатель, демонстрирует рост качества построения по сумме ошибок и количеству итераций построения.

В соответствии с количеством аналитических показателей, которое равно шести, построено шесть нейросетевых моделей. Получены результаты построения моделей анализа по данным показателя риска вложений в капитал крупных непубличных организаций, описанные в таблице 3.8, где для каждого показателя приводятся параметры нейросетевой модели, в которой он исключен.

Таблица 3.8 – Параметры нейросетевых моделей проверки значимости авторских показателей по риску вложений в капитал крупных непубличных предприятий

Аналитический показатель	Параметры построения модели, из которой исключен соответствующий показатель	
	Сумма ошибок модели, в долях	Количество итераций, в единицах
Модель, включающая все показатели	10,272466	1907
Коэффициент доступа к долговому финансированию Кддф	10,724603	1952
Коэффициент судебных требований Кст	10,880724	1853
Балльный показатель анализа требований заинтересованных сторон БАтзс	10,173774	761
Балльный показатель анализа торговых ограничений БАто	10,262837	890
Бинарный показатель независимости органов управления БНноу	10,185602	1499
Бинарный показатель условий финансирования БНуф	10,893638	1721

Источник: составлено автором.

Также получены аналогичные результаты значимости авторских показателей, но для целей анализа доходности вложений в капитал крупных непубличных организаций, представленные в таблице 3.9. Результаты анализа по данным крупных непубличных организаций позволяют сделать вывод о

значимости некоторых показателей в модели.

Таблица 3.9 – Параметры нейросетевых моделей проверки значимости авторских показателей по доходности вложений в капитал крупных непубличных предприятий

Аналитический показатель	Параметры построения модели, из которой исключен соответствующий показатель	
	Сумма ошибок модели, в долях	Количество итераций, в единицах
Модель, включающая все показатели	0,284413	48
Коэффициент доступа к долговому финансированию К _{ддф}	0,287067	67
Коэффициент судебных требований К _{ст}	0,287335	51
Балльный показатель анализа требований заинтересованных сторон БА _{тзс}	0,272707	48
Балльный показатель анализа торговых ограничений БА _{то}	0,289132	37
Бинарный показатель независимости органов управления БН _{ноу}	0,285161	71
Бинарный показатель условий финансирования БН _{уф}	0,266462	43

Источник: составлено автором.

Анализируя полученные данные, можно сделать следующие выводы:

– в модели анализа риска среди значимых показателей выявлены: коэффициент доступа к долговому финансированию (К_{ддф}), коэффициент судебных требований (К_{ст}), а также показатель условий финансирования (БН_{уф}). По этим показателям сумма ошибок превышает контрольную точку (10,272466), поэтому показатели являются значимыми. По остальным показателям сумма ошибок меньше контрольной точки, поэтому они признаются незначимыми;

– в модели анализа доходности значимыми показателями являются: коэффициент доступа к долговому финансированию (К_{ддф}), коэффициент судебных требований (К_{ст}), показатель анализа независимости органов управления (БН_{ноу}) и показатель анализа торговых ограничений (БА_{то}). По ним сумма ошибок имеет наименьшее отклонение от суммы ошибок исходной модели (0,284413). Остальные показатели больше удалены от контрольной точки, поэтому они не рассматриваются как значимые.

Получены следующие результаты сравнения использования нейросетевых моделей, по сравнению с регрессионными моделями:

Результаты нейросетевых моделей свидетельствуют о большей значимости показателя условий финансирования (БН_{уф}) для целей выбора

активов с более высокой доходностью. Такой вывод основан на том, что непубличные организации, обладающие устойчивыми показателями с более высокой доходностью, выглядят для финансовых организаций более кредитоспособными и могут получить заемное финансирование без необходимости предоставления залогов и иных видов обременения.

Выводы, полученные по итогам построения нейросетевых моделей, свидетельствуют также и о большей значимости показателя торговых ограничений (БА_{ТО}), по сравнению с результатами регрессионной модели, для выбора активов с меньшим уровнем риска. Непубличные организации, в которых выше риск конфликта интересов из-за совмещения роли собственника и менеджмента, наблюдается более высокая волатильность финансовых показателей и, как следствие, более высокий риск. В такой ситуации у собственника больше возможностей использования ресурсов организации в личных целях, что негативно отражается на финансовых показателях организации и приводит к более высокому риску.

3.3 Использование аналитических показателей для принятия инвестиционных решений

Практическое применение авторских показателей, продемонстрировавших значимость в ходе количественного анализа, производится по следующим направлениям:

1) использование авторских показателей в процесс анализа и принятия решений о вложениях в капитал непубличных организаций. В результате применения авторских показателей происходит выбор непубличных организаций для вложений в их капитал с более высокими показателями доходности и более низкими показателями риска;

2) анализ особенностей деятельности непубличной организации с использованием соответствующих и отражающих эту специфику показателей. Если речь идет о применении показателя анализа судебных требований, то

инвестор проводит дополнительный анализ по условиям и предмету существующих судебных разбирательств непубличной организации.

Использование показателей проводится с учетом требований каждой группы инвесторов по уровню риска и доходности вложений в капитал непубличных организаций. Аналитические показатели для каждой инвестиционной стратегии отражают ее особенности:

– для венчурной стратегии характерен приоритет высоких темпов роста параметров деятельности непубличной организации. По этой причине ключевое значение принимают показатели независимости менеджмента от собственников (БН_{НОУ}) и наличия торговых ограничений (БА_{ТО}). Данные показатели важны по следующим причинам:

1) качество менеджмента отражает важность наличия профессиональных управленческих кадров в молодых быстрорастущих непубличных организациях;

2) торговые ограничения связаны с возможностью выхода на новые рынки и обеспечения высоких темпов роста финансовых показателей.

Для стратегии вложений в растущие активы основное значение имеют факторы, позволяющие сохранить стабильный рост зрелой бизнес-модели непубличной организации. Анализ таких факторов позволяют провести показатели условий финансирования (БН_{УФ}) и качества менеджмента (БН_{НОУ}).

Для стратегии вложений в проблемные организации приоритетными для проведения анализа являются показатели доступа к долговому финансированию (К_{ДФ}) и анализа судебных требований (К_{СТ}). Эти аналитические показатели позволяют провести анализ областей деятельности непубличной организации, которые содержат наиболее существенные риски, связанные с проблемным финансовым положением.

В таблице 3.10 представлено распределение авторских показателей в зависимости от требований к риску и доходности вложений капитала, а также параметров инвестиционных стратегий. В качестве практического результата также предлагается аналитическое реагирование в дополнение к каждому из

показателей, которое включает меры, рекомендуемые в рамках проведения анализа непубличной организации с учетом полученных значений аналитических показателей.

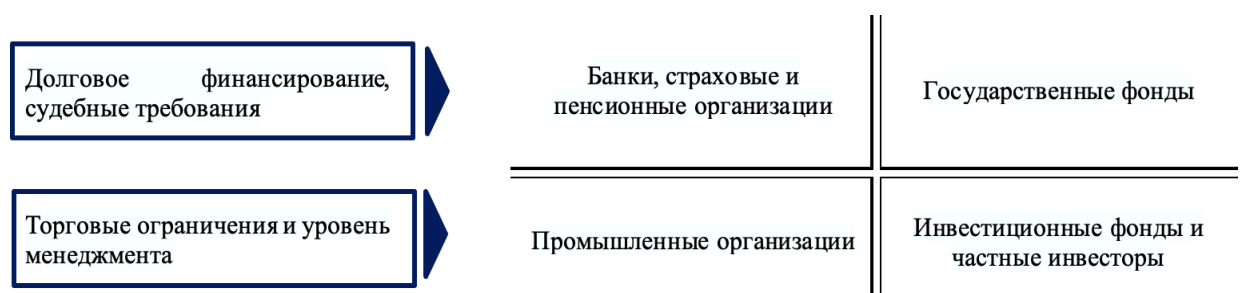
Таблица 3.10 – Распределение аналитических показателей для различных групп инвесторов

Группы пользователей - инвесторов	Параметры риска и доходности	Аналитические показатели	Аналитическое реагирование
Банки	Умеренный риск и доходность	Кддф, Кст, БН _{ноу}	Условия долгового финансирования Анализ судебных требований Проверка взаимосвязанности менеджмента и собственников непубличной организации
Страховые и пенсионные фонды	Низкий риск и низкая доходность		
Государственные фонды	Умеренный риск и доходность		
Промышленные организации	Приоритетом является получение собственных операционных выгод, что преобладает над риском и доходностью вложений в капитал	БА _{то} , Кддф, Кст	Анализ судебных требований Проверка наличия торговых ограничений и сертифицируемой продукции Анализ опыта и компетенции менеджмента непубличной организации
Частные инвесторы	Высокий риск и доходность		

Источник: составлено автором.

В соответствии с полученными результатами и требованиями к параметрам инвестиционных стратегий предлагается распределение сфер анализа деятельности непубличных организаций для каждой группы инвесторов.

Результаты распределения представлены на рисунке 3.11.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.11 – Сферы анализа деятельности непубличной организации для разных групп инвесторов

Распределение сфер анализа для разных групп инвесторов произведено с учетом следующих факторов:

– все группы инвесторов могут использовать аналитические показатели, отражающие судебные требования и доступ к долговому

финансированию, так как они статистически значимы для всех групп данных по непубличным организациям;

- для снижения риска наибольшей значимостью обладает показатель, отражающий независимость органов управления;
- для повышения доходности наиболее значимым является показатель анализа торговых ограничений.

Рассматриваемые аналитические показатели применяются на этапе отбора непубличных организаций для проведения инвестиционного анализа и принятия решения о вложении в капитал. В связи с этим дополнительными областями для аналитического исследования деятельности непубличных организаций являются:

- доступ к долговому финансированию;
- судебные иски и требования третьих лиц;
- органы управления организацией;
- наличие сертифицируемой продукции и экспортные ограничения.

Предлагаемые далее меры необходимы для более детального анализа выделенных областей, так как отдельный аналитический показатель в виде коэффициента может не отражать всех особенностей деятельности непубличной организации. Так, даже при небольшой сумме судебных исков по отношению к размеру активов непубличная организация может столкнуться с существенными трудностями, если данный иск связан с вопросами государственной тайны, отмыванием доходов и другими аналогичными вопросами. В таком случае важна не сумма исков, а последствия для руководства и имиджа непубличной организации. Таким образом, для более полноценного анализа особенностей в перечисленных сферах предлагаются дополнительные меры.

Анализ независимости органов управления непубличной организации сводится не только к проверке совмещения роли менеджмента и собственника, но и к проверке прошлого опыта менеджмента. Такая проверка может производиться по сроку, который менеджмент непубличной организации

провел на аналогичных управленческих должностях. Необходимая информация о наличии управленческого опыта у руководителей непубличных организаций доступна в таких базах данных, как Спарк Интерфакс. Проверка производится на предмет негативных факторов в отношении руководства организации, в качестве которых могут рассматриваться дефолты, ухудшение финансовых показателей и корпоративные споры по юридическим лицам, которые возглавлял менеджмент.

Для более подробного анализа условий финансирования необходимо рассмотреть параметры кредитования, связанные с наличием плавающей ставки по причине того, что такой вид ставки создает дополнительный процентный риск. Такой риск приводит к ухудшению финансового положения непубличной организации в случае резкого негативного изменения макроэкономических показателей. Стоимость долгового финансирования – это также важнейший фактор, который анализируется на основе размера выплат по долговым обязательствам по отношению к размеру всей задолженности. Дополнительной информацией выступает количество кредиторов. В случае, если у непубличной организации только один или несколько основных кредиторов, то существует больше возможностей для реструктуризации и дополнительного финансирования. Такие меры со стороны кредиторов имеют важное значение для поддержки деятельности непубличной организации в кризисный период. С другой стороны, наличие многочисленных кредиторов, особенно для крупных предприятий, способствует достижению более выгодных условий финансирования. Это является фактором, который влияет на результаты отбора непубличных организаций для вложения в их капитал.

При анализе судебных требований в качестве дополнительной информации выступают следующие параметры:

- статус непубличной организации в роли ответчика или истца. Операционная детальность коммерческой организации предполагает наличие риска судебных споров с контрагентами. Если по итогам анализа организация

систематически выступает только в роли ответчика, то это является негативным фактором;

– количество исков и момент их возникновения. Многочисленные иски, которые постоянно возникали на протяжении всего срока деятельности непубличной организации, негативно влияют на ее деятельность;

– статистика результатов судебных споров позволяет судить о возможностях непубличной организации по защите своих интересов в случае возникновения требований со стороны третьих лиц.

Для дополнительного анализа по вопросам сертифицируемой продукции и экспортных ограничений используются такие параметры, как сроки и вид существующих лицензий и наличие регуляторных ограничений в деятельности непубличной организации. Для анализа условий существующих лицензий необходимо учитывать ее срок и возможности по продлению. Это позволит оценить срок, в течение которого у непубличной организации сохраняется рыночный барьер, обеспечивающий конкурентные преимущества. С другой стороны, необходимо учитывать, что сертифицируемая продукция и наличие лицензий накладывают дополнительные обязательства и ограничения на деятельность непубличной организации. Это является негативным фактором и представляет собой дополнительную ответственность.

Приведенные меры анализа различных сфер деятельности непубличных организаций используются в дополнении к классическим финансовым показателям при отборе этих организаций для вложений капитала. Стоит учитывать, что для проведения анализа необходимо наличие дополнительной информации, которая, как правило, отсутствует в стандартной финансовой отчетности. Таким образом, предлагаемый анализ необходимо использовать на более поздних стадиях отбора непубличных организаций инвесторами, когда есть возможность адресного запроса информации у анализируемых организаций или же использование расширенных баз данных.

Полученные результаты исследования также могут использоваться

менеджментом непубличных организаций для повышения инвестиционной привлекательности. Предлагаемый анализ позволяет разработать меры, направленные на повышение информационной прозрачности и улучшение внутренних операционных процессов. Это позволяет преодолеть ряд существующих трудностей анализа непубличных организаций. В то же время предложения по преодолению таких трудностей связаны с особенностями деятельности организации, которые анализируются с помощью выбранных аналитических показателей. Критериями, которые связаны с особенностями деятельности непубличных организаций являются:

- доступ к долговому финансированию;
- судебные требования;
- производство лицензируемой продукции и экспортная деятельность;
- независимость органов управления.

В соответствии с выделенными критериями существуют следующие актуальные трудности анализа со стороны инвесторов, которые могут негативно сказываться на инвестиционной привлекательности части непубличных организаций:

- по некоторым непубличным организациям отсутствует достаточный объем данных для расчета всех необходимых аналитических показателей, что не позволяет их использовать для анализа;
- часть данных по непубличным организациям доступна с временным запозданием и может некорректно отражать такие показатели, как объем судебных требований и сумму доступного заемного финансирования на дату анализа;
- данные в недостаточной степени отражают детальные условия по таким показателям, как лицензируемая продукция и наличие независимых органов управления.

Для преодоления ограничений анализа непубличных организаций предлагается принять меры для повышения их информационной прозрачности

(информационные меры). В дополнении к информационным мерам предлагается осуществлять меры в операционной деятельности непубличной организации, которые направлены на снижение рисков в области судебных требований, доступа к долговому финансированию, корпоративного управления и соблюдения торгового регулирования (управленческие меры).

В таблице 3.11 предлагаются меры по повышению инвестиционной привлекательности по различным критериям деятельности непубличной организации.

Таблица 3.11 – Направления анализа для повышения инвестиционной привлекательности непубличной организации

Критерии деятельности организации	Предложения по повышению информационной прозрачности	Предложения по изменениям в операционной деятельности
Доступ к долговому финансированию	<ol style="list-style-type: none"> 1) повышение качества и объема информации для раскрытия кредиторам 2) выделение ресурсов для регулярного взаимодействия с кредиторами 3) отслеживание и анализ собственной кредитной истории 	<ol style="list-style-type: none"> 1) пересмотр финансовых ковенантов с кредиторами и расширение доступного заемного финансирования 2) пересмотр условий обеспечительных сделок для устранения ограничений на использование активов непубличной организации
Судебные требования и разбирательства	<ol style="list-style-type: none"> 1) анализ существенных судебных исков и размера требований 2) отслеживание и анализ судебных баз данных для корректировки данных об актуальном объеме требований 	<ol style="list-style-type: none"> 1) достижение досудебного урегулирования споров с контрагентами 2) использование условия об урегулировании споров с контрагентами в условиях сделок
Производство лицензируемой продукции и экспортная деятельность	<ol style="list-style-type: none"> 1) представление информации о наличии в деятельности непубличной организации лицензируемой продукции и экспортной деятельности 2) анализ доли выручки от экспортной и лицензируемой деятельности в общей сумме выручки 3) раскрытие информации в случае, если в будущем планируется прекращение экспортной и лицензируемой деятельности 	<ol style="list-style-type: none"> 1) диверсификация деятельности непубличной организации и снижение доли регулируемой и лицензируемой деятельности 2) регулярный анализ изменений в области законодательного регулирования сферы деятельности непубличной организации
Независимость органов управления	<ol style="list-style-type: none"> 1) предоставление информации о внутренних органах управления, их составе и наличии независимых директоров 2) внутренний анализ сделок, регулярный контроль за условиями их заключения 	<ol style="list-style-type: none"> 1) разделение внутренних функций и создание независимых от собственников органов управления 2) назначение независимых директоров с необходимым опытом для модернизации бизнеса непубличной организации 3) разработка внутренней методики анализа условий сделок на соблюдение критериев рыночности

Источник: составлено автором.

Важно отметить, что большинство из предлагаемых мер требуют дополнительных финансовых и временных ресурсов. Это обстоятельство может не позволить организациям малого размера применять некоторые из предлагаемых мер из-за ограниченных ресурсов и отсутствия необходимых управленческих навыков. Несмотря на трудности с внедрением некоторых рекомендаций в бизнес малых непубличных организаций, часть из них может быть реализована даже с учетом описанных ограничений.

В соответствии с таблицей 3.11 далее предложены более подробные практические действия по повышению инвестиционной привлекательности по следующим направлениям:

- доступ к долговому финансированию;
- судебные требования и разбирательства;
- производство лицензируемой продукции и экспортная деятельность;
- независимость органов управления.

Для каждой группы предлагаемых мер представлено отдельное пояснение их практического применения при наличии ограниченных ресурсов у непубличной организации.

1) Доступ к долговому финансированию.

С точки зрения повышения доступа анализируемой организации к долговому финансированию менеджмент может применять меры по улучшению информационной прозрачности для потенциальных кредиторов и реструктуризации условий существующего заемного финансирования. Менеджмент может применять разработанные модели и показатели для анализа информационной прозрачности непубличной организации.

Повышение информационной прозрачности предусматривает следующие направления:

- повышение качества и объема информации для раскрытия кредиторам;
- выделение ресурсов для регулярного взаимодействия с

кредитными организациями и предварительного анализа требований к заемщикам;

- отслеживание и анализ собственной кредитной истории;
- подготовка бизнес-планов на будущие периоды с учетом приоритета показателей по погашению задолженности.

Предлагаемые информационные меры позволят повысить качество кредитного профиля непубличной организации для потенциальных кредиторов в лице банков. В результате повышается доступ непубличной организации к заемному финансированию.

Следующим направлением аналитической работы является реструктуризация условий существующих источников заемного финансирования:

- пересмотр финансовых ковенантов, позволяющих организации привлекать дополнительное заемное финансирование;
- увеличение доступного кредитного лимита;
- пересмотр условий обеспечительных сделок для устранения ограничений на использование активов непубличной организации.

Активные действия по изменению условий существующих сделок долгового финансирования позволяют улучшить показатели долговой нагрузки, а также оптимизировать затраты на обслуживание долга и расширить возможности непубличной организации по привлечению дополнительного заемного финансирования.

2) Судебные требования и разбирательства.

С точки зрения анализа информационной прозрачности об условиях судебных требований используются следующие шаги:

- анализ условий предъявляемых исков в случае, если предметом разбирательства являются незначительные споры или уже достигнуто досудебное соглашение. На основе дополнительных пояснений возможно более обоснованно оценить размер существенных судебных требований;
- отслеживание и анализ судебных баз данных на предмет

корректности существующих разбирательств и предоставление необходимых пояснений. Такая мера позволит скорректировать некорректные сведения и снизить риск неверных выводов о состоянии судебных требований со стороны контрагентов.

Большая информационная прозрачность в отношении судебных исков позволяет инвесторам корректнее проводить инвестиционный анализ.

Анализ деятельности непубличной организации в сфере судебных разбирательств включает следующие направления:

- достижение досудебного урегулирования споров с контрагентами;
- применение порядка о разрешении возможных споров и конфликтов при заключении сделок.

В результате анализа судебных требований снижаются риски, связанные с возникновением убытков непубличной организации. Важно отметить, что для внешнего анализа со стороны потенциальных инвесторов принимается во внимание не только размер судебных требований, но и полнота информации об условиях судебных исков.

3) Производство лицензируемой продукции и экспортная деятельность.

В случае, если деятельность анализируемой организации связана с производством лицензируемой продукции и экспортной деятельностью, которая регулируется со стороны государственных органов, то инвесторы могут столкнуться с рисками нарушения соответствующего регулирования.

Для повышения инвестиционной привлекательности необходимо внедрять как меры по повышению информационной прозрачности в этой области, так и управленческие меры по снижению риска.

На повышение инвестиционной привлекательности влияет порядок работы с информацией, а именно:

- представление информации о наличии в деятельности непубличной организации лицензируемой продукции и экспортной деятельности, а также результатов анализа о значении такой деятельности в

общем объеме бизнеса. Результатом этого является расчет доли выручки от экспортной и лицензируемой деятельности в общей сумме выручки;

– раскрытие информации в случае, если в будущем планируется прекращение экспортной и лицензируемой деятельности. Это позволит инвесторам более корректно оценивать будущие риски в области нарушения экспортного регулирования.

Среди управленческих мер предлагается использование следующих рекомендаций:

– диверсификация деятельности непубличной организации и, по возможности, снижение доли регулируемой и лицензируемой деятельности;

– регулярный анализ изменений в области законодательного регулирования релевантной сферы, с которыми связана деятельность непубличной организации. Наличие системы постоянного анализа может указываться в качестве информации о деятельности непубличной организации при взаимодействии с потенциальными инвесторами, что повышает привлекательность организации для инвесторов.

В результате применения предложенных мер менеджмент непубличной организации не только снижает риски нарушения законодательства в области торгового регулирования и лицензирования, но и предоставляет потенциальным инвесторам возможность более корректно оценить соответствующие риски и повысить вероятность принятия положительного инвестиционного решения в отношении организации.

4) Независимость органов управления.

Повышение инвестиционной привлекательности непубличной организации также может достигаться за счет улучшения качества внутреннего управления и информационной прозрачности в отношении структуры менеджмента.

В качестве информационных мер в отношении внутренней системы управления могут использоваться следующие предложения:

– раскрытие информации о наличии внутренних органов

управления, их состава и наличия независимых директоров;

- внутренний анализ сделок на заинтересованность и рыночность условий.

Среди управленческих мер предлагаются меры, связанные как с изменением существующей структуры управления, так и с разработкой внутренних методик и регламента для контроля за условиями сделок, осуществляемых менеджментом организации. Указанные меры включают в себя следующее:

- разделение внутренних функций и создание независимых от собственников органов управления;

- назначение независимых директоров с необходимым опытом для модернизации бизнеса непубличной организации в состав коллегиальных органов управления;

- разработка внутренней методики анализа условий сделок на соблюдение критериев рыночности.

Предлагаемые меры направлены на повышение качества внутреннего управления, что является положительным фактором при проведении инвестиционного анализа непубличной организации.

В дополнение к предлагаемым мерам по различным направлениям необходимо также отметить, что повышение инвестиционной привлекательности за счет действий менеджмента, главным образом, происходит за счет улучшения информационной прозрачности непубличной организации. За счет более детальной информации о деятельности анализируемой организации у инвестора появляется возможность более реалистично оценить риски, построить необходимые прогнозы и предусмотреть резервы.

В результате использования более детальной информации полученные выводы будут учитывать особенности и необходимые поправки к показателям непубличной организации. Для повышения общей информационной прозрачности и отражение более корректных данных необходима не только

публикация более детальных сведений о деятельности организации, но и использование новых источников для отражения информации и взаимодействие с потенциальными инвесторами.

Заключение

В настоящее время вопрос аналитического обеспечения поиска альтернативных активов для вложений капитала – это один из самых острых для инвесторов из-за роста рисков, связанных с рыночной нестабильностью, экономическим спадом и политическими рисками. Текущая ситуация на мировых финансовых рынках способствует новой волне интереса к непубличным активам, которые выступают инструментами для снижения риска и повышения доходности вложений капитала.

В свою очередь вложения в капитал непубличных организаций осуществляются инвесторами с учетом их требований не только к доходности и риску, но и к ряду нефинансовых показателей. Вложения в капитал непубличных организаций могут осуществлять различные группы участников рынка, в числе которых банки, фонды, финансово-промышленные группы и государственные фонды.

Исходя из специфики непубличных организаций инвесторы могут столкнуться с дополнительными рисками и необходимостью применения нестандартных аналитических инструментов для их выявления. Стоит отметить, что существующие аналитические инструменты могут не учитывать широкий перечень нефинансовых параметров деятельности непубличных организаций, такие как судебные требования, условия долгового финансирования в виде наличия залогов и ковенант, а также качества корпоративного управления и торговых ограничений в виде сертифицируемой продукции.

В ходе исследования проанализированы работы отечественных и зарубежных ученых на темы финансового анализа, инвестиций в непубличные организации и инвестиционных стратегий. Исследование включает в себя три главы, в рамках которых достигнуты основные задачи исследования.

В рамках первой главы проанализированы задачи аналитического обоснования выбора инвестиционных стратегий, используемых при принятии

решений о вложениях в капитал непубличных организаций. На основе мнения зарубежных и отечественных ученых рассмотрены различные варианты определения инвестиционной стратегии, а также описаны основные недостатки существующих определений. Для более полноценного учета специфики непубличных организаций предложена авторская трактовка инвестиционной стратегии, которая предусматривает учет не только финансовых параметров, но и анализ нефинансовых параметров непубличных организаций, а также учет требований заинтересованных сторон. Также описаны основные типы инвестиционных стратегий, применяемых для приобретения непубличных организаций на различной стадии развития, финансового состояния и перспектив дальнейшего роста. Проанализированы основные группы инвесторов и их требования к прибыльности, уровню риска и нефинансовым параметрам деятельности непубличных организаций. Описанное распределение позволило в дальнейшем предложить аналитические инструменты с учетом требований различных групп инвесторов. В качестве упомянутых стратегий рассмотрены следующие виды:

- венчурные стратегии;
- вложения в растущие активы;
- вложения в проблемные активы.

По итогам первой главы решены теоретические задачи исследования в отношении научной трактовки инвестиционной стратегии в сделках с непубличными организациями, предложено авторское определение с учетом особенностей этих организаций. Также предложена классификация инвестиционных стратегий.

В рамках второй главы проведен анализ особенностей непубличных организаций, которые вызывают дополнительные риски для инвесторов. Среди описанных особенностей отмечались риски, связанные с корпоративным управлением, ограничениями в финансировании, непрозрачностью финансовой информации и трудностями, связанными с торговыми ограничениями. Влияние упомянутых особенностей на финансовое состояние

непубличной организации нашло отражение в авторских показателях, призванных учесть дополнительные риски, сопряженные с данными особенностями.

В ходе разработки авторских показателей использовались различные подходы к расчету аналитических показателей в зависимости от вида показателя: качественный или количественный. Полученный результат позволил предложить систему показателей, оценивающих широкий спектр особенностей непубличной организации для целей рисков и повышения доходности инвестиционных решений. Итогом главы является предложение основных гипотез исследования для дальнейшей количественной проверки.

В третьей главе исследовательской работы предлагаются результаты количественной проверки значимости авторских аналитических показателей. Также приводится описание основных предпосылок количественной проверки, использованных данных и примененных методов. Перед проведением количественной проверки используемые данные скорректированы с применением критериев отбора непубличных организаций по размеру, возрасту и статусу деятельности. В ходе количественной проверки получены результаты о значимости отдельных аналитических показателей как для всей выборки, так и для ее части в виде данных по крупным организациям. Таким образом доказано, что предложенное аналитическое обеспечение в виде авторских показателей приводит к повышению эффективности и снижению риска в процессе инвестирования в непубличные организации.

Среди значимых факторов, влияющих на прибыльность непубличных организаций и риск, выраженный как волатильность прибыльности, выделяются следующие:

- доступ к долговому финансированию;
- наличие судебных споров и требований;
- наличие в органах управления прямых собственников организации;
- наличие сертифицируемой или экспортной продукции,

подлежащей специальному регулированию.

После количественной проверки в качестве статистически незначимых для прибыльности и волатильности факторов признаны следующие:

- поддержка социальной и экологической сферы;
- условия заемного финансирования (наличие залогов и иного обременения).

Незначимость указанных факторов обусловлена не только количественными результатами проверки, но и спецификой самих данных. Так в случае с анализом условий заемного финансирования в открытых источниках данных отсутствуют полные сведения о наиболее распространенных видах обременения, что не позволяет в полной мере провести проверку значимости данного фактора.

Различия в полученных результатах и значимости авторских показателей позволили сделать ряд предположений о возможных причинах и дальнейших направлениях анализа. Каждый из авторских аналитических показателей позволил предложить описание дополнительных мер анализа в тех областях деятельности непубличной организации, где показатели признаны значимыми. В совокупности с авторскими аналитическими показателями дополнительные меры анализа позволяют предложить методику анализа с учетом особенностей непубличных организаций для снижения рисков инвесторов и повышения прибыльности решений о вложениях в капитал таких организаций.

По итогам полученных результатов значимые аналитические показатели предлагается применить для различных групп инвесторов. Дополнительно приводится описание сфер анализа деятельности непубличных организаций, которым необходимо уделять приоритетное внимание в зависимости от используемой стратегии и с учетом особенностей непубличных организаций. Также описаны предложения по повышению инвестиционной привлекательности самих непубличных организаций путем работы над повышением информационной прозрачности и внедрения изменений в

операционный процесс. Предлагаемые изменения разработаны в отношении тех сфер деятельности непубличных организаций, которые отражены значимыми аналитическими показателями.

В результате проведенного исследования получены не только теоретические результаты на тему анализа деятельности и особенностей непубличных организаций, но и практические инструменты и рекомендации. Полученные результаты могут использоваться как в качестве инструментов для снижения риска и повышения доходности вложений в капитал непубличных организаций, так и для повышения их инвестиционной привлекательности.

Список литературы

Книги, монографии, учебные пособия

1. Бабаев, Ю.А. Бухгалтерский учет : учебник / Ю.А. Бабаев, А.М. Петров, Л.А. Мельникова ; под редакцией Ю.А. Бабаева. – 3-е издание. – Москва : Проспект, 2011. – 429 с. – ISBN 978-5-392-01762-1.
2. Бариленко, В.И. Комплексный анализ хозяйственной деятельности : учебник и практикум / В.И. Бариленко, В.В. Бердников, О.В. Ефимова [и др.]. – 1-е издание. – Москва : Издательство Юрайт, 2020. – 455 с. – (Высшее образование). – ISBN 978-5-534-00713-8.
3. Бариленко, В.И. Методология бизнес-анализа / В.И. Бариленко. – 2-е издание. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью «Издательство «КноРус», 2022. – 218 с. – ISBN 978-5-406-08939-2.
4. Башина, О.Э. Краткий курс общей теории статистики / О.Э. Башина, Г.В. Агентова, Л.А. Давлетшина [и др.]. – Москва : Московский гуманитарный университет, 2020. – 263 с. – ISBN 978-5-907194-81-6.
5. Беляева, И.Ю. Роль стейкхолдеров в деятельности непубличных компании с государственным участием / И.Ю. Беляева // Современные корпоративные стратегии и технологии в России : сборник научных статей: В 3 частях: часть 3. Выпуск 11. – Москва : Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2016. – С. 6-16. – ISBN 978-5-7609-1109-4.
6. Бычкова, С.М. Правовой дью дилидженс в концепции оценки благонадежности контрагента / С.М. Бычкова, О.В. Швец // Цифровая трансформация бизнеса : вызовы и перспективы : материалы Всероссийской научно-практической конференции, посвященной 60-летию экономического факультета Волгоградского ГАУ и 85-летию со дня рождения доктора экономических наук, профессора, Заслуженного экономиста РФ, Почетного бухгалтера России Бычкова М.Ф., Волгоград, 06 июня 2023 года. – 2023. – 436 с. – С. 28-34. – ISBN 978-5-4479-0414-2.

7. Герасимова, Е.Б. Анализ деятельности экономических субъектов. Задания, ситуации, руководство по решению. Практикум : учебно-практическое пособие для группы направлений бакалавриата «Экономика и управление» / Е.Б. Герасимова. – Москва : КноРус, 2020. – 200 с. – ISBN 978-5-406-07113-7.
8. Герасимова, Е.Б. Теория экономического анализа : учебное пособие / Е.Б. Герасимова, В.И. Бариленко, Т.В. Петрусевич. – Москва : Инфра-М, 2018. – 368 с. – ISBN 978-5-91134-671-3.
9. Евстафьева, Е.М. Современная практика раскрытия ESG-информации в отчетности российских компаний / Е.М. Евстафьева, Е.Н. Макаренко // Статистика в современном мире: методы, модели, инструменты : материалы VIII Международной научно-практической конференции, Ростов-на-Дону, 21 апреля 2022 года. – 2022. – 276 с. – С. 100-104. – ISBN 978-5-6047358-5-5.
10. Ефимова, О.В. Финансово-аналитические инструменты устойчивого развития экономических субъектов / О.В. Ефимова, М.М. Басова, С.В. Музалев [и др.]. – 2-е издание – Москва : КноРус, 2022. – 218 с. – ISBN 978-5-406-09410-5.
11. Лахметкина, Н.И. Инвестиционная стратегия предприятия : учебное пособие / Н.И. Лахметкина. – Москва: Кнорус, 2017. – 230 с. – ISBN 978-5-406-03230-5-I-2016.
12. Мельник, М.В. Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия : учебное пособие / М.В. Мельник, Е.Б. Герасимова. – Москва : ИНФРА-М, 2024. – 208 с. – ISBN 978-5-00091-425-0.
13. Мельник, М.В. Теория экономического анализа : учебник / М.В. Мельник, В.Л. Поздеев.– Москва : Юрайт, 2020. – 536 с. – ISBN 978-5-534-09983-6.
14. Никифорова, Н.А. Комплексный экономический анализ : учебное пособие / Н.А. Никифорова. – Москва : Кнорус, 2019. – 439 с. – ISBN 978-5-406-02696-0.

15. Никифорова, Н.А. Стратегический анализ бизнес-процессов 3D. Данные, диагностика, действия : монография / Н.А. Никифорова, Т.Б. Иззука, С.Н. Миловидова. – Москва : РУСАЙНС, 2020. — 304 с. – ISBN 978-5-46602-725-9.

16. Пласкова, Н.С. Финансовый анализ деятельности организации : учебник / Н.С. Пласкова. – 2-е издание. – Москва : ИНФРА-М, 2019. – 368 с. – ISBN 978-5-16-014839-7.

17. Пласкова, Н.С. Экономический анализ : учебник / Н.С. Пласкова, Н.А. Проданова. – Москва : Инфра-М, 2021. – 324 с. – ISBN 978-5-16-015915-7.

18. Рожкова, Н.К. Инвестиции и инвестиционная политика: оценка и анализ эффективности / Н.К. Рожкова, У.Ю. Блинова, Д.Ю. Рожкова. – Москва : Русайнс, 2022. – 280 с. – ISBN 978-5-466-01435-8.

19. Сомов, В.Л. Статистический анализ современных тенденций бизнес-демографии / В.Л. Сомов, М.Н. Толмачев // Актуальные проблемы и перспективы развития государственной статистики в современных условиях : сборник докладов Международной научно-практической конференции : в 2-х томах. Том 1. – Саратов : РЭУ имени Г.В. Плеханова, 2020. – 192 с. – С. 143-146. – ISBN 978-5-9907304-3-4.

20. Чернов, В.А. Инвестиционный анализ : учебник / В.А. Чернов. – 2-е издание. – Москва : Юнити-Дана, 2009. – 159 с. – ISBN 978-5-238-01301-5.

21. Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций : практическое пособие / А.Д. Шеремет, Е.В. Негашев. – 2-е издание. – Москва : Инфра-М, 2008. – 208 с. – ISBN 978-5-16-003068-5.

Периодические издания

22. Агаев, А.Р. Анализ особенностей непубличных организаций / А.Р. Агаев // Финансовый менеджмент. – 2023. – № 1 (часть 2). – С. 99-106. – ISSN 1607-968X.

23. Агаев, А.Р. Анализ особенностей непубличных организаций с применением нейросетевой модели / А.Р. Агаев // Финансовый менеджмент. – 2024. – № 2. – С. 189-195. – ISSN 1607-968X.

24. Агаев, А.Р. Анализ финансовых рисков при выборе инвестиционной стратегии / А.Р. Агаев // Научно-практический, теоретический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения». – 2021. – № 11. Том 3 (119). – С. 155-160. – ISSN 2227-3891.

25. Агаев, А.Р. Анализ эффективности инвестиционных стратегий для непубличных активов / А.Р. Агаев // Управленческий учет. – 2022. – № 11. – С. 5-12. – ISSN 1814-8476.

26. Агаев, А.Р. Аналитическая классификация инвестиционных стратегий для непубличных организаций / А.Р. Агаев // Управленческий учет. – 2023. – № 11. – С. 562-570. – ISSN 1814-8476.

27. Агаев, А.Р. Внешние факторы инвестиционного анализа непубличных организаций / А.Р. Агаев // Управленческий учет. – 2023. – № 6. – С. 120-125. – ISSN 1814-8476.

28. Музалёв, С.В. Аналитическое обеспечение моделирования бизнес-процессов в организации / К.А. Александрова, С.В. Музалёв // Russian Journal of Management. – 2022. – № 1. Том 10. – С. 36-40. – ISSN 2409-6024.

29. Бариленко, В.И. Бизнес-анализ как инструмент выявления и преодоления проблем / В.И. Бариленко // РИСК : Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. – 2022. – № 1. – С. 119-123. – ISSN 1560-8816.

30. Бариленко, В.И. Расширение задач и возможностей комплексного экономического анализа / В.И. Бариленко // Аудит. – 2019. – № 11. – С. 7-9. – ISSN 2227-9288.

31. Батаева, Б.С. Оценка эффективности и качества корпоративного управления непубличными компаниями / Б.С. Батаева, О.В. Кожевина // Вестник Финансового университета. – 2015. – № 6. – С. 62-72. – ISSN 2226-7867.

32. Бясов, К.Т. Основные аспекты разработки инвестиционной стратегии организации / К.Т. Бясов. – Финансовый менеджмент, 2003. – № 4. – С. 65-74. – ISSN 1607-968X.

33. Вахрушина, М.А. Сделки слияний и поглощений : инструментарий информационно-аналитического сопровождения процесса / М.А. Вахрушина, Ю.А. Морочко // Аудит. – 2017. – № 10. – С. 11-17. – ISSN 2227-9288.

34. Вахрушина, М.А. К вопросу об оценке качества корпоративного управления публичными российскими компаниями и его информационного сопровождения. / М.А. Вахрушина // Бухгалтерский учет и налогообложение в бюджетных организациях. – 2022. – № 1. – С. 6-13. – ISSN 2074-6725.

35. Герасимова, Е.Б. Комплексный анализ устойчивости деятельности организации: методология и технология стандартизации / Е.Б. Герасимова // Мир новой экономики. – 2018. – № 1. Том 12. – С. 46-55. – ISSN 2220-7872.

36. Гришкина, С.Н. Развитие учетных правил субъектов малого и среднего предпринимательства / С.Н. Гришкина, И.В. Сафонова // Учет. Анализ. Аудит. – 2022. – № 3. Том 9. – С. 95-106. – ISSN 2408-9303.

37. Гришкина, С.Н. Современные подходы к составлению и представлению отчетности в области устойчивого развития бизнеса / С.Н. Гришкина, В.П. Сиднева // Экономика. Бизнес. Банки. – 2020. – № 4 (42). – С. 86-99. – ISSN 2304-9596.

38. Демина, И.Д. Основные направления развития бухгалтерского учета и отчетности организаций как информационной базы для внешних пользователей в соответствии с международной практикой / И.Д. Демина // Аудит. – 2020. – № 1. – С. 18-22. – ISSN 2227-9288.

39. Ефимова, О.В. Анализ информационной составляющей социальной ответственности бизнеса: результаты эмпирического исследования / О.В. Ефимова, О.В. Рожнова // Экономический анализ : теория и практика. – 2021. – № 11 (518). Том 20. – С. 2089-2112. – ISSN 2073-039X.

40. Ефимова, О.В. Развитие инструментария финансового анализа и

его информационного обеспечения для целей обоснования принимаемых решений / О.В. Ефимова // Экономика и управление : проблемы, решения. – 2019. – № 3. Том 15. – С. 12-20. – ISSN 2227-3891.

41. Зенкина, И.В. Влияние регуляторных рисков ESG—интеграции на устойчивое развитие энергетических компаний / И.В. Зенкина // Национальные интересы : приоритеты и безопасность. – 2021. – № 4 (397). Том 17. – С. 624-648. – ISSN 2073-2872.

42. Кеворкова, Ж.А. К вопросу о «творческом подходе» к формированию информации, раскрываемой в финансовой отчетности / Ж.А. Кеворкова, В.Б. Малицкая // Современная экономика : проблемы и решения. – 2022. – № 12 (156). – С. 80-89. – ISSN 2078-9017.

43. Комарова, А.Г. Проблема развития инвестиционной стратегии компаний в России / А.Г. Комарова, И.В. Охотников, И.В. Сибирко // Russian Economic Bulletin – 2019. – № 6. Том 2. – С. 260-263. – ISSN 2658-5286.

44. Королёв, О.Г. Кредитование бизнеса в контексте стабильного развития регионов / О.Г. Королёв // Современная экономика : проблемы и решения. – 2023. – № 1 (157). – С. 22-33. – ISSN 2078-9017.

45. Мельник, М.В. Система показателей для интегрированной отчетности / М.В. Мельник // Экономика и управление : проблемы, решения. – 2019. – № 3. Том 15. – С. 58-64. – ISSN 2227-3891.

46. Мельник, М.В. Формирование системы показателей для информационного обеспечения управления устойчивым развитием экономического субъекта / М.В. Мельник // Учет. Анализ. Аудит. – 2015. – № 1. – С. 34-44. – ISSN 2408-9303.

47. Никифорова, Н.А. Анализ оптимизации источников финансирования и инвестиционная привлекательность компании / Н.А. Никифорова // Финансовый менеджмент. – 2019. – № 3. – С. 3-12. – ISSN 1607-968X.

48. Никифорова, Н.А. Факторная модель анализа стоимости бизнеса / Н.А. Никифорова // Управленческий учет. – 2023. – № 1. – С. 101-109.

– ISSN 1814-8476.

49. Никифорова, Н.А. Аналитическое обеспечение прогнозирования риска несостоятельности организации / Н.А. Никифорова // Финансовый менеджмент. – 2022. – № 2. – С. 22-31. – ISSN 1607-968X.

50. Никифорова, Н.А. Построение аналитической модели финансовой структуры организации / Н.А. Никифорова, В.В. Матиив // Экономика и предпринимательство. – 2015. – № 3-2 (56). – С. 436-440. – ISSN 1999-2300.

51. Никифорова, Н.А. Риски: аналитический аспект / Н.А. Никифорова, Л.В. Донцова // Вестник Брянского государственного университета. – 2014. – № 3. – С. 263-269. – ISSN 2072-2087.

52. Никифорова, Е.В. Проблемы соотношения финансовой и интегрированной отчетности / Е.В. Никифорова, Д.С. Кислов // Научный вектор Балкан. – 2019. – № 1 (3). Том 3. – С. 88-90. – ISSN 2603-4840.

53. Никифорова, Е.В. Развитие анализа и оценки публичной нефинансовой отчетности экономических субъектов / Е.В. Никифорова // Учет. Анализ. Аудит. – 2020. – № 4. Том 7. – С. 63-70. – ISSN 24-08-9303.

54. Никифорова, Е.В. Устойчивое развитие экономических субъектов: ключевые задачи, этапы и интересы стейкхолдеров / Е.В. Никифорова, Л.В. Клепикова, О.В. Шнайдер // Азимут научных исследований: экономика и управление. – 2018. – № 3 (24). Том 7. – С. 120-124. – ISSN 2309-1762.

55. Никифорова, Е.В. Учетно-аналитическая концепция устойчивого развития экономического субъекта / Н.А. Никифорова // Вестник СамГУПС. – 2016. – № 3 (33). – С. 113-115. – ISSN 2079-6099.

56. Никифорова, Н.А. Инновационные процессы и стратегический анализ / Н.А. Никифорова // Инновационное развитие экономики. – 2014. – № 4 (21). – С. 91-93. – ISSN 2223-7984.

57. Петров, А.М. Концептуальные подходы к анализу платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия / А.М. Петров, О.В. Антонова // Вопросы экономики и права. – 2013. – № 60. – С. 93-97.

– ISSN 2072-5574.

58. Петров, А.М. Требования стейкхолдеров к отчетной информации и цифровые технологии / А.М. Петров, О.А. Петрова, М.Н. Гайнутдинова // Аудитор. – 2021. – № 12. Том 7. – С. 43-48. – ISSN 1998-0701.

59. Пласкова, Н.С. Развитие методологии экономического анализа / Н.С. Пласкова // Учет. Анализ. Аудит. – 2016. – № 1. – С. 50-57. – ISSN 2408-9303.

60. Пласкова, Н.С. Развитие методологии экономического анализа в цифровой экономике / Н.С. Пласкова // Учет. Анализ. Аудит. – 2018. – № 2. Том 5. – С. 36-43. – ISSN 2408-9303.

61. Прокофьев, В.А. Вопросы оценки и нормирования коэффициента вариации / В.А. Прокофьев, М.Н. Толмачев, М.В. Головкин // Вопросы экономики и права. – 2017. – № 112. – С. 34-37. – ISSN 2072-5574.

62. Рожнова, О.В. Инфошеринг : новый взгляд на корпоративную отчетность и учет стейкхолдеров / О.В. Рожнова // Аудиторские ведомости. – 2023. – № 2. – С. 34-39. – ISSN 1727-8058.

63. Рябова, Е.В. Методика оценки премии в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках для частных компаний / Е.В. Рябова, В.В. Петрова // Финансы : теория и практика : в 21 томе. Том 21. – 2017. – № 5 (101). – С. 128-139. – ISSN 2221-1632.

64. Суглобов, А.Е. Использование аналитического потенциала системы Bloomberg Professional для принятия инвестиционных решений / А.Е. Суглобов, С.В. Музалев // Вопросы региональной экономики. – 2016. – № 1 (26). – С. 137-142. – ISSN 2078-4023.

65. Толмачев, М.Н. Меры государственной политики регионов в отношении малого бизнеса по вопросам занятости населения / М.Н. Толмачев // Экономические науки. – 2020. – № 191. – С. 263-274. – ISSN 2072-0858.

66. Толмачев, М.Н. Анализ существующих механизмов поддержки инициатив населения в сфере предпринимательства в России // Азимут научных исследований: экономика и управление. – 2020. – Том 9. – № 4 (33).

– С. 365-368. – ISSN 2309-1762.

67. Толмачев, М.Н. Информационно-аналитическое и финансовое обеспечение при обращении с твердыми коммунальными отходами на градообразующих предприятиях и в моногородах / М.Н. Толмачев, А.Д. Штырикова // Вопросы экономики и права. – 2023. – № 182. – С. 53-56. – ISSN 2072–5574.

68. Федорова, Е.А. Сравнительный анализ акционерных обществ с прямыми иностранными инвестициями и без прямых иностранных инвестиций / Е.А. Федорова, С.Р. Древинг, Т.Л. Апатева // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – № 27 (378). – С. 19-26. – ISSN 2073-039X.

69. Филимонов, С.В. Анализ риска выбора инвестирования на основе модели Блэка-Шоулза (Black-Scholes option pricing model) на примере угольной компании ARCH COAL INC / С.В. Филимонов, Н.А. Никифорова // Уголь. – 2020. – № 3(1128). – С. 49-53. – ISSN 0041-5790.

Иностранные источники

70. Achleitner, A.K. The Performance of Private Equity in Emerging Markets: Evidence from India / A.K. Achleitner, R. Braun, E. Lutz // Emerging Markets Review. – 2008. – № 2. Volume 9. – P. 91-107. – ISSN 1566-0141.

71. Adams, N. Special Situations Investing: A Value Investing Approach / N. Adams // The Journal of Portfolio Management. – 2017. – № 3. Volume 43. – P. 66-76. – ISSN 0095-4918.

72. Aguilera, R.V. The Rise of Emerging Market Multinationals and Private Equity in Developing Countries / R.V. Aguilera, D. Arjalis, A.K. Buchholtz // Academy of Management Perspectives. – 2019. – № 4. Volume 33. – P. 492-514. – ISSN 1558-9080.

73. Ahmad, N. Corruption and financial sector performance: A cross-country analysis / N. Ahmad // Economics Bulletin. – 2010. – № 1. Volume 30. – P. 303-308. – ISSN 1545-2921.

74. Alas, R. Private Equity Investment and Financial Performance in

Emerging Markets: A Review of the Literature / R. Alas, S. Tschui, U. Varblane // Emerging Markets Review. – 2020. – Volume 44. – ISSN 1566-0141.

75. Albuquerque, R. The Role of Country-Level Institutional Factors in Private Equity Investments / R. Albuquerque, Z. Lei, Y. Koskinen // Journal of Financial Economics. – 2013. – № 3. Volume 107. – P. 640-662. – ISSN 0304-405.

76. Alfaro, L. Corporate debt, firm size and financial fragility in emerging markets / L. Alfaro // Journal of International Economics. – 2019. – Volume 118. – P. 1-19. – ISSN 0022-1996.

77. Alonso, M.N. Special Situations Investing in Credit Markets / M.N. Alonso, M.A. Walker, R.Z. Linares // The Journal of Fixed Income. – 2020. – № 2. Volume 29. – P. 77-92. – ISSN 1059-8596.

78. Baule, R. Private Equity Performance and Liquidity Risk in Emerging Markets / R. Baule, C. Hopp, A. Schiereck // Journal of Banking & Finance. – 2012. – № 9. Volume 36. – P. 2495-2506. – ISSN 0378-4266.

79. Benito, G.R.G. Institutional Voids, Business Groups, and Innovation in Emerging Markets / G.R.G. Benito, G. Gripsrud, R. Lunnan // Global Strategy Journal. – 2018. – № 2. Volume 8. – P. 184-206. – ISSN 2042-5791.

80. Bessler, W. The Performance of Private Equity Funds: The Role of Emerging Markets / W. Bessler, D. Wolff, J. Zimmermann // Journal of Banking & Finance. – 2012. – № 11. Volume 36. – P. 2967-2981. – ISSN 0378-4266.

81. Birkinshaw, J. Managing Complexity in Emerging Market Acquisitions / J. Birkinshaw, T. Pedersen // Strategic Management Journal. – 2011. – № 3. Volume 32. – P. 246-267. – ISSN 0143-2095.

82. Black, B. Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey / B. Black, H. Jang, W. Kim // European Financial Management. – 2012. – № 5. Volume 18. – P. 677-732. – ISSN 1354-7798.

83. Bland, A.S.S. International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines. Comments on the IPEV 2012 / A.S.S. Bland // The Valuation Journal. – Örebro, 2017. – № 2. Volume 12. – P. 120-125. – ISSN 1234-5678.

84. Block, J. Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices / J. Block // *Journal of Corporate Finance*. – 2019. – Volume 58. – P. 329-352. – ISSN 0929-1199.
85. Block, J.H. Which criteria matter when impact investors screen social enterprises? / J.H. Block, M. Hirschmann, C. Fisch // *Journal of Corporate Finance*. – 2021. – Volume 66. – P. 101813. – ISSN 0929-1199.
86. Block, S. The liquidity discount in valuing privately owned companies / S. Block // *Journal of Applied Finance*. – 2007. – № 2. Volume 17. – P. 33. – ISSN 1077-5357.
87. Boubaker, S. The Role of Trust in the Performance of Emerging Market Private Equity Funds / S. Boubaker, M. Gharbi // *Emerging Markets Review*. – 2018. – Volume 34. – P. 89-103. – ISSN 1566-0141.
88. Bromiley, P. Corporate planning and capital investment / P. Bromiley // *Journal of Economic Behavior & Organization*. – 1986. – P. 147-170. – ISSN 0167-2681.
89. Brown, L.D. Inside the “black box” of sell-side financial analysts / L.D. Brown // *Journal of Accounting Research*. – 2015. – № 1. Volume 53. – P. 1-47. – ISSN 0021-8456.
90. Burgess, N. How to Value Private Companies using Multiples and Discounted Cash Flow Analysis / N. Burgess // *University of Oxford - Said Business School*, 2021. – P. 1-35. – ISBN 978-0-19-883601-0.
91. Chan, C.Y. The Usefulness of Financial Statement Analysis for Assessing Going Concern Uncertainty / C.Y. Chan, V. Wong // *Managerial Auditing Journal*. – 2019. – № 7. Volume 34. – P. 878-900. – ISSN 0268-6902.
92. Chen, J. Private Equity and Firm Innovation: Evidence from China / J. Chen, J. You, Y. Chu // *Journal of Corporate Finance*. – 2020. – Volume 62. – P. 101556. – ISSN 0929-1199.
93. Chittenden, F. Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation / F. Chittenden, G. Hall, P. Hutchinson // *Small Business Economics*. – 1996. – № 1. Volume 8.

– P. 59-67. – ISSN 0921-898X.

94. Colistete, R.P. The Impact of Corruption on Firms' Corporate Social Responsibility: A Cross-Country Analysis / R.P. Colistete, M. Campello // *Journal of Business Ethics*. – 2016. – №4. Volume 133. – P. 791-803. – ISSN 0167-4544.

95. Cuervo-Cazurra, A. The Role of Host Country Government Policies in International Business / A. Cuervo-Cazurra // *Journal of International Business Studies*. – 2012. – № 7. Volume 43. – P. 655-673. – ISSN 0047-2506.

96. Cumming, D. Private equity returns and disclosure around the world / D. Cumming, U. Walz // *Journal of International Business Studies*. – 2010. – № 4. Volume 41. – P. 727-754. – ISSN 0047-2506.

97. Dabic, M. The Influence of Institutional Factors on the Location of Foreign Direct Investment: Evidence from Emerging Markets / M. Dabic, R.T. Hamilton, B.B. Nielsen, A.M. Borza // *Management International Review*. – 2015. – № 6. Volume 55. – P. 825-851. – ISSN 0938-8249.

98. Damodaran, A. Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges / A. Damodaran // *Stern School of Business, New York University*. – New York, 2009. – P. 5-19. – ISBN 978-0-13-599368-3.

99. De Zwart, G. Private equity recommitment strategies for institutional investors / G. De Zwart, B. Frieser, D. Van Dijk // *Financial Analysts Journal*. – 2012. – № 3. Volume 68. – P. 81-99. – ISSN 0015-198X.

100. Delgado, J.B. Institutional Distance and the Internationalization Process: The Case of Emerging Economies / J.B. Delgado, P.S. Ring // *Journal of International Business Studies*. – 2011. – № 7. Volume 42. – P. 894-905. – ISSN 0047-2506.

101. Dou, W. Foreign Direct Investment and Technological Catch-Up in Emerging Economies: Evidence from China's Transition Path / W. Dou, V. Gattai, E. Di Maria // *Journal of International Business Studies*. – 2021. – № 5. Volume 52. – P. 704-731. – ISSN 0047-2506.

102. Dyckman, T.R. Financial Statement Analysis of Private Companies

/ T.R. Dyckman, T.Z. Lys // Journal of Accounting Research. – 1998. – № 1. Volume 36. – P. 93-110. – ISSN 0021-8456.

103. Dzwigol, H. Development of the Company on the Basis of Expert Assessment of the Investment Strategy / H. Dzwigol, M. Dzwigol-Barosz // Academy of Strategic Management Journal. – 2020. – № 5. Volume 19. – P. 1-7. – ISSN 1544-1458.

104. Egelhoff, W.G. The Role of Private Equity in Internationalizing Emerging Market Firms / W.G. Egelhoff, A.M. Carton, D.B. Zoogah // Journal of International Business Studies. – 2020. – № 9. Volume 51. – P. 1553-1573. – ISSN 0047-2506.

105. Elliott, J.A. Corporate Social Responsibility in Emerging Markets : Insights from the Mining Industry / J.A. Elliott, A. Rosenbloom, J. Park // Journal of Business Ethics. – 2015. – № 2. Volume 132.– P. 323-342. – ISSN 0167-4544.

106. Fan, J.P.H. Corporate Governance and Firm Value in Emerging Markets: A Meta-Analysis / J.P.H. Fan, J. Huang, R. Morck // Journal of Corporate Finance. – 2012. – № 4. Volume 18. – P. 828-848. – ISSN 0929-1199.

107. Fredlund, V.A. Valuation - The Issue of Illiquidity : A Qualitative Retake on Illiquidity Discounts in the Context of Private Company Valuation on the Swedish Market: Thesis / V.A. Fredlund // Umeå University, Faculty of Social Sciences, Umeå School of Business and Economics (USBE), Business Administration. – Umeå, 2015. – P. 50-67.– ISBN 978-91-7459-932-9.

108. Gilligan, J. Private Equity Demystified: An Explanatory Guide / J. Gilligan, M. Wright // Oxford University Press. – Oxford, 2020. – P. 17-59. – ISBN 978-0-19-884698-0.

109. Gompers, P. How Do Venture Capitalists Make Decisions? / P. Gompers, W. Gornall, S.N. Kaplan // Journal of Financial Economics. – 2020. – № 1. Volume 135. – P. 169-190. – ISSN 0304-405X.

110. Gompers, P. What Do Private Equity Firms Say They Do? / P. Gompers, S.N. Kaplan, V. Mukharlyamov // Journal of Financial Economics. – 2016. – № 3. Volume 121. — P. 449-476. – ISSN 0304-405X.

111. Grantier, B. Special Situations Investing: Distressed Debt, Corporate Restructurings, and Turnarounds / B. Grantier, P. O'Shaughnessy // *The Journal of Portfolio Management*. – 2014. – № 5. Volume 41. – P. 99-108. – ISSN 0095-4918.
112. Gritly, B. Analysis on Return Drivers for Private Equity Investments in Africa / B. Gritly // *Tunis Business School: Academia*. – Tunis, 2020. – P. 16-37. – ISSN 1741-8054.
113. Guo, W. The Effects of Financial Statement Analysis Education on Business Loan Decisions / W. Guo, S.M. Tsao // *International Journal of Management Education*. – 2016. – № 2. Volume 14. – P. 231-242. – ISSN 1472-8117.
114. Gupta, M. Political Risk and the Cost of Capital in Emerging Markets / M. Gupta, H. Pham // *Journal of Corporate Finance*. – 2019. – Volume 57. – P. 252-273. – ISSN 0929-1199.
115. Haley, C. Demystifying Private Company Valuation / C. Haley // *The Journal of Private Equity*. – 2018. – № 2. Volume 21. – P. 42-44. – ISSN 1096-5572.
116. Harjoto, M.A. The Discount for Lack of Marketability in Privately Owned Companies: A Multiples Approach / M.A. Harjoto, J.K. Paglia // *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*. – 2010. – № 1. Volume 5. – ISBN 978-1-931441-54-3.
117. Hoberg, G. Analyzing Financial Statement Information to Obtain a Better Understanding of a Firm's Risk / G. Hoberg, V. Maksimovic // *Review of Financial Studies*. – 2014. – № 8. Volume 27. – P. 2322-2363. – ISSN 0893-9454.
118. Huikku, J. Analyzing Financial Performance of Private Firms: Empirical Evidence from Finland / J. Huikku, J. Sihvonon // *Managerial Auditing Journal*. – 2008. – № 5. Volume 23. – P. 468-485. – ISSN 0268-6902.
119. Keuschnigg, C. Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe / C. Keuschnigg, M. Poschke // *Journal of Financial Economics*. – 2015. – № 1. Volume 116. – P. 46-65. – ISSN 0304-405X.
120. Koeplin, J. The Private Company Discount / J. Koeplin, A. Sarin, A.C. Shapiro // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 2000. – № 4. Volume 12.

– P. 94-101. – ISSN 1078-1196.

121. Lerner, J. Venture Capitalists and the Decision to Go Public / J. Lerner // Journal of Financial Economics. – 1994. – № 3. Volume 35. – P. 293-316. – ISSN 0304-405X.

122. Lerner, J. Private Equity in Emerging Markets: An Overview / J. Lerner // Emerging Markets Review. – 2010. – № 4. Volume 11. – P. 297-307. – ISSN 1566-0141.

123. Lhabitant, F.S. Special Situation Investing: Opportunities and Challenges / F.S. Lhabitant // The Journal of Alternative Investments. – 2005. – № 4. Volume 8. – P. 8-23. – ISSN 1520-3255.

124. Li, J. Political Risks, State Ownership, and Institutional Distance in Cross-Border M&As / J. Li, D. Li, M.W. Peng // Journal of International Business Studies. – 2019. – № 3. Volume 50. – P. 351-370. – ISSN 0047-2506.

125. Lin, X. Institutional Distance and Foreign Entry Strategies: The Role of Strategic Flexibility / X. Lin, X. Ma, Y. Li // Journal of International Business Studies. – 2020. – № 5. Volume 51. – P. 801-828. – ISSN 0047-2506.

126. Litinsky, J.H. Event-Driven Investing: Opportunities and Risks / J.H. Litinsky // CFA Institute Conference Proceedings Quarterly. – 2011. – № 4. Volume 28. – P. 67-78. – ISSN 1938-6744.

127. MacArthur, H. Global private equity report 2023 / H. MacArthur, R. Burack // Bain & Company. – 2023. – P. 3-45. – ISSN отсутствует.

128. MacArthur, H. Global private equity report 2022 / H. MacArthur, M. McKay // Bain & Company. – 2022. – P. 3-57. – ISSN отсутствует.

129. Mathur, R. Financial Statement Analysis of Small Businesses: A Case Study / R. Mathur, N. Kenyon // Journal of Business Case Studies. – 2010. – № 5. Volume 6. – P. 63-78. – ISSN 1555-3353.

130. Morini, C. Export barriers for SMEs from emerging market: A model of analysis for non-tech companies / C. Morini // BAR-Brazilian Administration Review. – 2021. – Volume 18. – ISSN 1807-7692.

131. Murslein, F. Social Entrepreneurship and Social Innovation:

A Bibliometric Analysis from 1991 to 2014 / F. Murslein, J. Mair // *Journal of Social Entrepreneurship*. – 2017. - № 1. Volume 8. - P. 11-36. – ISSN 1942-9638.

132. Nettesheim, C. Transformation in Emerging Markets – From Growth to Competitiveness / C. Nettesheim, D. Khanna // Boston Consulting Group, 2016. – P. 1-20. – ISSN отсутствует.

133. Nisar, T.M. Investor influence on portfolio company growth and // T.M. Nisar // *The Journal of Private Equity*. – 2005. – № 1. Volume 9, – P. 22-35. – ISSN 1096-5572.

134. Nissim, D. Financial Statement Analysis in the Age of Big Data / D. Nissim, S. McVay // *Journal of Accounting Research*. – 2020. – № 5. Volume 58. – P. 1105-1152. – ISSN 0021-8456.

135. Ozler, O.S. Private Equity in Emerging Markets: A Comparative Overview / O.S. Ozler, H.G. Broadman // *Emerging Markets Review*. – 2011. – № 1. Volume 12. – P. 1-23. – ISSN 1566-0141.

136. Pereiro, L.E. The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina / L.E. Pereiro // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2006. – №. 2. Volume 16. – P. 160-183. – ISSN 1042-444.

137. Reuber, A.R. Institutional Voids and Resource Access Modes in Emerging Markets / A.R. Reuber, A.L. Scott // *Journal of International Business Studies*. – 2019. – № 5. Volume 50. – P. 686-706. – ISSN 0047-2506.

138. Rojo-Ramírez, A.A. Privately held company valuation and cost of capital / A.A. Rojo-Ramírez // *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*. – 2014. – № 1. Volume 9. – P. 1-21. – ISSN 1932-9156.

139. Rowenhorst, G. Local Return Factors and Turnover in Emerging Markets / G. Rowenhorst // *Journal of Finance*. – 1999. – № 4. Volume 54. – P. 1439-1464. – ISSN 0022-1082.

140. Sanchez, J.M. Institutional Voids and Tax Avoidance by Multinational Corporations / J.M. Sanchez // *Journal of International Business Studies*. – 2013. – № 5. Volume 44. – P. 359-378. – ISSN 0047-2506.

141. Sharma, M. New method of determining cost of equity in private equity investments / M. Sharma // *The Journal of Private Equity*. – 2018. – № 3. Volume 21. – P. 23-25. – ISSN 1096-5572.
142. Shi, Y. R&D Internationalization in Emerging Markets: A Systematic Literature Review and Future Research Agenda / Y. Shi, J.R. Diez, S. Zhang // *Journal of Business Research*. – 2019. – Volume 95. – P. 198-210. – ISSN 0148-2963.
143. Sørensen, M. Financial Analysis in Private Equity Investments: How Well Do Investors Assess Post-Investment Performance? / M. Sørensen // *Journal of Finance*. – 2007. – № 2. Volume 62. – P. 859-898. – ISSN 0022-1082.
144. Sun, Q. Institutional Reforms, Foreign Ownership, and Corporate Governance: Evidence from a Natural Experiment in China / Q. Sun, W.H.S. Tong, J. Tong // *Journal of Corporate Finance*. – 2013. – № 1. Volume 20. – P. 1-16. – ISSN 0929-1199.
145. Varma, S. Asia-Pacific Private Equity Report 2018 / S. Varma, L. Reddy, J. Dessard // *Bain & Company*. – 2019. – P. 17-29. – ISSN отсутствует.
146. Vasvari, F. International private equity / F. Vasvari, E. Talmor // *John Wiley & Sons*. – 2011. – P. 57-81. – ISBN 978-0-470-74483-2.
147. Verbouw, J. The Real Effects of Private Equity Buyouts: A Meta-Analysis / J. Verbouw, M. Meuleman, S. Manigart // *Academy of Management*. – 2021. – №1. – P. 14309. – ISSN 0065-0668.
148. Wang, Z. Private Equity in Emerging Markets: A Systematic Literature Review / Z. Wang, J. Birkinshaw, X. Liu // *Journal of World Business*. – 2019. – № 6. Volume 54. – P. 101. – ISSN 1090-9516.
149. Williamson, P. Emerging Market Multinationals: A Science in the Making / P. Williamson // *Academy of Management Perspectives*. – 2011. – № 2. Volume 25. – P. 45-64. – ISSN 1558-9080.
150. Wodyńska, A. Financial Analysis for Sustainable Performance of Companies: A Case Study of Selected Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange / A. Wodyńska // *Journal of Corporate Responsibility and Leadership*.

– 2015. – № 3. Volume 2. – P. 87-98. – ISSN 2392-1605.

151. Wright, M. Private Equity in Emerging Markets: A Review / M. Wright, L. Renneboog, T. Simons // Journal of Corporate Finance. – 2007. – № 4. Volume 13. – P. 647-669. – ISSN 0929-1199.

152. Yasutake Iioka, C.M.A. An Empirical Analysis of the Value Creation Mechanism of Private Equity Funds — Evidence from PE-Backed Companies in Japan / C.M.A. Yasutake Iioka // Securities Analyst Journal. – The Securities Analyst Association of Japan. – 2021. – P. 20. – ISSN 0584-8547.

153. Yu, X. The Impact of Private Equity on Firm Performance: Evidence from China / X. Yu, Y. Zhang // Journal of Financial Economics. – 2011. – № 2. Volume 98. – P. 268-289. – ISSN 0304-405X.

154. Zaccone, M.C. ESG factor integration into private equity / M.C. Zaccone, M. Pedrini // Sustainability. – 2020. – № 14. Volume 12. – P. 5725. – ISSN 2071-1050.

155. Zahra, S.A. Institutional Environment and Foreign Entrepreneurship: A Meta-Analytic Review / S.A. Zahra, X. He, J. Li // Journal of Business Venturing. – 2017. – № 2. Volume 32. – P. 176-193. – ISSN 0883-9026.

156. Zhang, F.G. Financial Statement Analysis and Earnings Management in Emerging Markets: Evidence from China / F.G. Zhang, S. Zhang // International Business Review. – 2008. – № 4. Volume 17. – P. 420-436. – ISSN 0969-5931.

157. Zhang, Y. The Value of Political Connections in the Private Equity Market: Evidence from China / Y. Zhang // Journal of Financial Economics. – 2017. – № 2. Volume 124. – P. 288-308. – ISSN 0304-405X.

158. Zong, L. Governance lessons from the private equity industry / L. Zong // The Journal of Private Equity. – 2005. – № 1. Volume 9. – P. 63-66. – ISSN 1096-5572.

Электронные ресурсы

159. Единый реестр субъектов малого и среднего предпринимательства : официальный сайт. – URL: <https://ofd.nalog.ru/> (дата

обращения: 20.11.2023). – Текст : электронный.

160. Информационно-правовой портал Консультант Плюс : официальный сайт. – URL: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 15.09.2019). – Текст : электронный.

161. Информационный портал СПАРК : официальный сайт. – URL: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата обращения: 02.04.2024). – Текст : электронный.

162. Электронная библиотека Elibrary : официальный сайт. – URL: <https://www.elibrary.ru/> (дата обращения: 09.04.2024). – Текст : электронный.

163. Электронная библиотека Google Scholar : официальный сайт. – URL: <https://scholar.google.ru/> (дата обращения: 14.03.2024). – Текст : электронный.

164. Электронная библиотека Web of Science : официальный сайт. – URL: <https://www.webofscience.com/> (дата обращения: 07.04.2024). – Текст : электронный.

165. Электронная библиотека Cyberleninka : официальный сайт. – URL: <https://cyberleninka.ru/> (дата обращения: 23.04.2024). – Текст : электронный.

Список иллюстративного материала

1 Список рисунков

Рисунок 1.1 Аналитические этапы инвестиционной стратегии.....	32
Рисунок 2.1 Этапы экономического анализа состояния непубличной организации для принятия решения об инвестировании капитала	69
Рисунок 3.1 Распределение выборки непубличных организаций по стоимости активов	86
Рисунок 3.2 Распределение выборки непубличных организаций по сроку операционной деятельности	88
Рисунок 3.3 Распределение выборки непубличных организаций по в Российской Федерации и Европейском Союзе по отраслям деятельности	90
Рисунок 3.4 Распределение выборки непубличных организаций по отраслям деятельности за 2022 год.....	91
Рисунок 3.5 Распределение выборки по средним темпам прироста и темпам снижения чистой прибыли по группам непубличных организаций ..	93
Рисунок 3.6 Распределение выборки по среднему значению волатильности и группам непубличных организаций	95
Рисунок 3.7 Распределение выборки по показателям риска и доходности.....	97
Рисунок 3.8 Матрица распределения показателей доходности и риска непубличных организаций.....	98
Рисунок 3.9 Параметры нейросетевой модели на основе данных по показателю доходности инвестиций в непубличные организации	109
Рисунок 3.10 Параметры нейросетевой модели на основе данных по показателю риска инвестиций в непубличные организации.....	109

Рисунок 3.11 Сферы анализа деятельности непубличной организации для разных групп инвесторов.....	114
--	-----

2 Список таблиц

Таблица 1.1 Трактовки инвестиционной стратегии.....	19
Таблица 1.2 Группы инвесторов и их требования к параметрам инвестиционных стратегий.....	23
Таблица 1.3 Виды инвестиционных стратегий на рынке прямых инвестиций	33
Таблица 1.4 Классификации инвесторов и параметры инвестиционных стратегий.....	35
Таблица 1.5 Источники финансовой информации.....	41
Таблица 2.1 Внутренние особенности непубличных организаций	54
Таблица 2.2 Внешние факторы и особенности деятельности непубличных организаций.....	60
Таблица 2.3 Виды аналитических показателей для анализа непубличных организаций.....	65
Таблица 2.4 Характеристика показателей с учетом особенностей непубличной организации	70
Таблица 2.5 Шкала значений балльного показателя БА _{ТЗС}	73
Таблица 2.6 Особенности непубличной организации, анализируемые количественными показателями	76
Таблица 3.1 Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию доходности с применением регрессионной модели по всей выборке	99
Таблица 3.2 Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию риска с применением регрессионной модели по всей выборке	100
Таблица 3.3 Результаты анализа значимости авторских показателей	

по критерию доходности с применением регрессионной модели по крупным предприятиям.....	101
Таблица 3.4 Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию риска с применением регрессионной модели по крупным предприятиям	102
Таблица 3.5 Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию доходности с применением регрессионной модели по крупным предприятиям и значимым регрессорам	105
Таблица 3.6 Результаты анализа значимости авторских показателей по критерию риска с применением регрессионной модели по крупным предприятиям и значимым регрессорам	105
Таблица 3.7 Расчет показателей доходности и риска по моделям со значимыми аналитическими показателями.....	107
Таблица 3.8 Параметры нейросетевых моделей проверки значимости авторских показателей по риску вложений в капитал крупных непубличных предприятий	110
Таблица 3.9 Параметры нейросетевых моделей проверки значимости авторских показателей по доходности вложений в капитал крупных непубличных предприятий	111
Таблица 3.10 Распределение аналитических показателей для различных групп инвесторов.....	114
Таблица 3.11 Направления анализа для повышения инвестиционной привлекательности непубличной организации.....	119

Приложение А
(информационное)

Данные непубличных организаций для проведения количественного анализа

Для проведения количественного исследования использованы данные по действующим российским непубличным организациям. Отбор данных производился с использованием базы данных СПАРК Интерфакс в соответствии с критериями, описанными в параграфе 3.1. Данные представляют собой показатели по непубличным организациям в соответствии с таблицей А.1, в которой представлены наблюдения по 100 организациям из каждой группы непубличных организаций, сформированных по размеру активов.

Таблица А.1 – Значения аналитических показателей по крупным непубличным организациям

В рублях

Регистрационный номер	Размер компании	2020, Чистая прибыль (убыток)	2021, Чистая прибыль (убыток)	2022, Чистая прибыль (убыток)
1	2	3	4	5
1131840007397	Малые предприятия	26862000	19485000	54594000
1026103160830	Крупные предприятия	36676000	37975000	40923000
1087313000642	Крупные предприятия	67273000	150723000	120260000
1177746063000	Малые предприятия	11470000	15926000	2739000
1077611000884	Крупные предприятия	73780000	36963000	413152000
1067746176376	Малые предприятия	8567000	16381000	8105000
1053216547625	Малые предприятия	30010000	66140000	67198000
1147746571719	Крупные предприятия	59200000	75462000	120698000
1135903005666	Средние предприятия	36679000	21347000	37975000
1026403669082	Малые предприятия	299000	2931000	222000
1057747610590	Средние предприятия	1097000	8300000	31388000
1077014002691	Средние предприятия	441000	576000	1078000
1042402503901	Средние предприятия	11105000	21997000	83709000
1165020050458	Крупные предприятия	9443000	33471000	64680000
1104205014913	Малые предприятия	3846000	4767000	15083000
1147847168370	Крупные предприятия	11424000	21972000	18761000
1147847027624	Средние предприятия	50632000	45502000	12962000
1073702040961	Средние предприятия	733000	68216000	3807000
1027802501154	Малые предприятия	11454000	11601000	11609000
1095404019831	Малые предприятия	10170000	13396000	5026000
1137746212339	Средние предприятия	-40541000	44474000	90139000
1133316000861	Крупные предприятия	188784000	182472000	577487000
1085321003130	Крупные предприятия	-40582000	27435000	45234000
1057747224336	Средние предприятия	-18841000	70761000	26264000
1037739062470	Малые предприятия	62087000	26030000	66924000
1022301429006	Средние предприятия	15167000	9236000	186189000
1077847436480	Малые предприятия	49772000	28602000	2646000
1121690080577	Крупные предприятия	73912000	76533000	154375000

Продолжение таблицы А.1

1	2	3	4	5
1113668045028	Средние предприятия	242349000	316861000	192205000
1137847502308	Средние предприятия	36891000	15601000	-21339000
1135045000628	Крупные предприятия	161546000	416532000	287775000
1027000851680	Средние предприятия	22060000	29450000	47565000
1151690020525	Крупные предприятия	11967000	23264000	45982000
1022402665010	Крупные предприятия	172300000	121980000	252641000
1172225020076	Средние предприятия	53496000	64667000	65577000
1156234004992	Малые предприятия	78087000	90845000	27729000
1073906018890	Малые предприятия	103706000	165922000	93718000
1035900353125	Средние предприятия	9395000	18286000	11416000
1117746790831	Крупные предприятия	32173000	74394000	134278000
1187746501722	Малые предприятия	23990000	9069000	2105000
1024000940050	Средние предприятия	1049000	1794000	5440000
1057746181448	Средние предприятия	6717000	50040000	229553000
1036300880439	Средние предприятия	4081000	5131000	6374000
1167746761896	Крупные предприятия	104517000	133530000	84634000
1025403652273	Средние предприятия	60667000	115824000	306948000
1092312010230	Средние предприятия	7186000	54346000	-104325000
1125263004052	Средние предприятия	15801000	59199000	42684000
1147847008858	Средние предприятия	43647000	94734000	237467000
1117746722455	Средние предприятия	16074000	14890000	11846000
1024702187322	Средние предприятия	113078000	131003000	191004000
1037727016271	Средние предприятия	37662000	90245000	289863000
1021500507973	Средние предприятия	14024000	11981000	39125000
1062225008450	Малые предприятия	4909000	22100000	21352000
1057746783775	Средние предприятия	3079000	9807000	1882000
1223300001033	Малые предприятия	30620000	74933000	15154000
1021200773043	Микропредприятия	25924000	44068000	214000
1095050001870	Средние предприятия	29389000	239873000	526312000
1022601619963	Средние предприятия	5753000	6504000	12008000
1102312000196	Малые предприятия	-111000	9637000	1713000
1027403862892	Средние предприятия	94858000	90428000	160017000
1077762679631	Крупные предприятия	-149903000	79293000	430687000
1101327000170	Средние предприятия	174000	3108000	3471000
1095011000380	Малые предприятия	1373000	5762000	1569000
1094401001320	Малые предприятия	4846000	14978000	722000
5167746245299	Крупные предприятия	10749000	27712000	48577000
1024301113803	Средние предприятия	199377000	337073000	290944000
1044217015468	Крупные предприятия	24661000	55504000	371784000
1099847037784	Крупные предприятия	96534000	105472000	158708000
1167847362671	Малые предприятия	6560000	5682000	224000
5137746157478	Крупные предприятия	14624000	153831000	431066000
1107154000975	Малые предприятия	29056000	138490000	139769000
1055403036259	Средние предприятия	75716000	36784000	75351000

Продолжение таблицы А.1

1	2	3	4	5
1061686010935	Малые предприятия	5209000	26657000	53637000
1047735000719	Малые предприятия	118493000	132814000	145389000
1043672012141	Малые предприятия	30776000	116469000	56127000
1107602002650	Крупные предприятия	20152000	76278000	144496000
1095658013703	Средние предприятия	56331000	72452000	89464000
1087608000260	Средние предприятия	50256000	73024000	155649000
1021100900040	Малые предприятия	3554000	84521000	-7520000
1167746090357	Средние предприятия	47907000	59612000	-12293000
1075050005580	Крупные предприятия	13283000	20788000	199992000
1153926037946	Крупные предприятия	193584000	371136000	846820000
1127746126386	Средние предприятия	118222000	141733000	37500000
1062312038513	Малые предприятия	977000	16661000	1533000
1065246006220	Малые предприятия	1302000	10613000	9827000
1177746164320	Средние предприятия	32633000	29828000	62202000
1145958006237	Средние предприятия	11653000	43646000	104342000
1137746091086	Крупные предприятия	64352000	55922000	223208000
1035001619135	Средние предприятия	9983000	33159000	148098000
1026104150940	Средние предприятия	19392000	20179000	10231000
1177746425273	Крупные предприятия	4131000	7653000	12388000
1147748027140	Малые предприятия	11160000	9409000	9111000
1170280051810	Крупные предприятия	30816000	69280000	462061000
1057746185012	Крупные предприятия	198981000	98047000	108485000
1095261002220	Средние предприятия	71199000	89225000	171781000
1116678003375	Средние предприятия	45752000	25953000	4867000
5087746008323	Средние предприятия	30174000	88541000	265029000
1023800919120	Крупные предприятия	48770000	31746000	404970000
1023201291266	Крупные предприятия	89223000	104212000	116568000
1111673002352	Средние предприятия	7731000	34657000	30744000

Источник: составлено автором по материалам [161].

На основе первичных данных по финансовым показателям непубличных организаций рассчитаны значения показателей риска и доходности, значения которых представлены в таблице А.2. Данные значения в дальнейшем использованы в качестве результирующей переменной при проверке значимости авторских аналитических показателей.

Таблица А.2 – Значения аналитических показателей по крупным непубличным организациям

В процентах

Регистрационный номер	Доходность	Риск
1	2	3
1131840007397	-2,212	42,081
1026103160830	-2,728	16,635
1087313000642	-1,929	110,080
1177746063000	-2,227	35,583
1077611000884	-2,140	368,416
1067746176376	0,541	19,498

Продолжение таблицы А.2

1	2	3
1053216547625	-1,861	45,110
1147746571719	0,070	79,295
1135903005666	0,219	35,294
1026403669082	0,722	2,729
1057747610590	0,607	29,343
1077014002691	-2,471	0,901
1042402503901	-2,688	62,371
1165020050458	-2,678	53,147
1104205014913	-1,968	10,011
1147847168370	-2,579	12,677
1147847027624	-2,215	44,888
1073702040961	-2,049	65,026
1027802501154	-1,808	1,241
1095404019831	0,596	9,144
1137746212339	0,020	113,787
1133316000861	0,559	457,774
1085321003130	0,697	83,952
1057747224336	-1,724	80,793
1037739062470	0,968	77,590
1022301429006	-2,728	176,720
1077847436480	0,758	38,020
1121690080577	0,915	127,919
1113668045028	-2,010	184,113
1137847502308	-2,717	47,180
1135045000628	-1,762	369,546
1027000851680	-2,402	32,254
1151690020525	0,081	35,568
1022402665010	-2,103	231,850
1172225020076	-2,508	45,127
1156234004992	-2,601	78,217
1073906018890	-2,243	79,728
1035900353125	0,637	18,881
1117746790831	-2,315	92,827
1187746501722	0,784	22,821
1024000940050	-1,852	3,785
1057746181448	0,269	219,026
1036300880439	0,827	3,027
1167746761896	-1,893	95,766
1025403652273	0,412	249,729
1092312010230	-2,739	131,274
1125263004052	0,257	49,029
1147847008858	-2,118	214,991
1117746722455	5,601	7,345
1024702187322	-2,556	205,570

Продолжение таблицы А.2

1	2	3
1037727016271	-2,339	261,045
1021500507973	-1,915	31,662
1062225008450	-2,514	168,001
1057746783775	0,147	7,916
1223300001033	-2,003	51,597
1021200773043	0,958	36,847
1095050001870	-1,782	508,413
1022601619963	0,001	7,562
1102312000196	-2,165	9,445
1027403862892	0,540	104,640
1077762679631	-2,265	546,393
1101327000170	0,463	3,446
1095011000380	-1,760	11,596
1094401001320	-2,656	11,805
5167746245299	0,575	31,761
1024301113803	-2,645	220,096
1044217015468	0,607	333,159
1099847037784	0,117	105,193
1167847362671	-2,069	6,887
5137746157478	-2,723	405,570
1107154000975	-1,926	153,088
1055403036259	0,311	81,261
1061686010935	-2,179	51,452
1047735000719	-1,911	541,258
1043672012141	-1,886	107,652
1107602002650	0,137	126,611
1095658013703	-1,949	29,551
1087608000260	-2,716	179,144
1021100900040	0,015	102,015
1167746090357	-2,613	66,150
1075050005580	0,457	190,388
1153926037946	0,662	789,518
1127746126386	-2,535	94,671
1062312038513	-2,197	14,804
1065246006220	-2,189	10,226
1177746164320	-2,041	38,726
1145958006237	-2,033	93,656
1137746091086	-2,236	156,715
1035001619135	-2,208	138,612
1026104150940	-2,226	72,273
1177746425273	-2,206	11,280
1147748027140	0,643	27,606
1170280051810	0,293	430,261
1057746185012	0,240	112,148

Продолжение таблицы А.2

1	2	3
1095261002220	-2,656	269,861
1116678003375	-1,933	42,141
5087746008323	-2,160	232,138
1023800919120	0,434	363,481
1023201291266	0,974	85,541
1111673002352	0,279	38,396

Источник: составлено автором по данным [161].

Далее использованы данные по показателям деятельности негосударственных организаций для расчета авторских аналитических показателей. Результаты расчета авторских показателей представлены в таблице А.3.

Таблица А.3 – Результаты расчета аналитических показателей по негосударственным организациям

В долях

Регистрационный номер	Доходность	Кддф	Кст	БАтзс	БАто	БНноу	БНуф
1	2	3	4	5	6	7	8
1131840007397	-2,21218	1,83190	0,00000	1	1	1	0
1026103160830	-2,72847	6,93799	0,00000	1	0	1	0
1087313000642	-1,92902	26,55734	0,00000	1	1	1	0
1177746063000	-2,22711	1,25164	0,00000	3	0	1	0
1077611000884	-2,14019	4,92507	0,00000	2	0	1	1
1067746176376	0,54127	0,96359	0,00000	2	1	0	0
1053216547625	-1,86108	16,19972	0,00000	3	0	1	1
1147746571719	0,07023	10,59972	0,00000	3	0	0	1
1135903005666	0,21901	2,40332	0,00000	3	2	0	0
1026403669082	0,72244	0,33281	0,00000	3	1	0	0
1057747610590	0,60657	1,05885	0,00304	3	0	0	1
1077014002691	-2,47131	0,01858	0,00000	2	0	1	0
1042402503901	-2,68787	4,24346	0,00061	3	1	1	0
1165020050458	-2,67847	5,34105	0,00453	3	0	1	0
1104205014913	-1,96782	0,30275	0,00000	1	0	1	0
1147847168370	-2,57879	2,18369	0,01163	3	0	1	0
1147847027624	-2,21476	7,26894	0,00000	2	1	1	0
1073702040961	-2,04871	6,20010	2,12253	0	0	1	1
1027802501154	-1,80834	1,12312	0,94769	3	2	1	0
1095404019831	0,59618	1,48773	0,42127	0	2	0	0
1137746212339	0,01989	13,86968	0,00000	1	1	0	0
1133316000861	0,55860	49,47871	0,00000	2	0	0	0
1085321003130	0,69675	5,04681	0,00000	0	2	0	1
1057747224336	-1,72422	11,86525	0,29968	3	1	1	0
1037739062470	0,96765	4,87625	0,00000	2	2	0	0
1022301429006	-2,72810	0,87431	0,10675	3	0	1	0
1077847436480	0,75769	3,72176	2,64658	0	0	0	0
1121690080577	0,91543	13,78146	0,00030	3	0	0	0
1113668045028	-2,00987	63,91221	0,00000	1	1	1	1

Продолжение таблицы А.3

1	2	3	4	5	6	7	8
1137847502308	-2,71688	1,52081	0,27546	3	0	1	0
1135045000628	-1,76201	97,31089	0,00000	3	1	1	0
1027000851680	-2,40180	3,81016	0,00000	1	0	1	0
1151690020525	0,08123	3,25348	0,00059	0	0	0	1
1022402665010	-2,10308	18,64945	0,00000	1	0	1	1
1172225020076	-2,50756	10,43044	0,00000	3	2	1	0
1156234004992	-2,60068	10,88556	0,00000	2	1	1	0
1073906018890	-2,24328	52,15778	0,00000	2	2	1	0
1035900353125	0,63652	1,69638	0,00000	2	0	0	0
1117746790831	-2,31530	12,07614	0,00806	0	1	1	0
1187746501722	0,78433	0,41861	0,01087	0	1	0	0
1024000940050	-1,85190	0,20387	0,33114	0	0	1	0
1057746181448	0,26876	8,87231	0,00000	3	0	0	0
1036300880439	0,82677	0,27588	0,00000	2	0	0	0
1167746761896	-1,89313	16,10097	0,41593	0	0	1	0
1025403652273	0,41185	60,17067	0,00000	3	1	0	1
1092312010230	-2,73948	5,32250	0,00000	1	1	1	0
1125263004052	0,25739	7,49788	0,00014	1	2	0	0
1147847008858	-2,11761	15,94463	0,00000	2	0	1	0
1117746722455	5,60103	1,31564	59,64239	2	0	0	0
1024702187322	-2,55642	124,58758	0,00000	1	1	1	0
1037727016271	-2,33857	22,39119	0,00085	2	0	1	0
1021500507973	-1,91512	0,37614	0,00000	1	2	1	0
1062225008450	-2,51437	10,79999	0,01195	0	2	1	0
1057746783775	0,14741	0,79857	0,00000	0	0	0	1
1223300001033	-2,00258	9,77907	0,00000	0	2	1	0
1021200773043	0,95767	4,69938	0,00000	3	2	0	0
1095050001870	-1,78177	39,28934	0,00000	1	2	1	0
1022601619963	0,00065	0,28056	0,00000	0	2	0	0
1102312000196	-2,16485	0,91032	1,14062	3	0	1	0
1027403862892	0,54039	34,96259	0,00000	0	2	0	0
1077762679631	-2,26464	9,00863	0,03890	3	2	1	0
1101327000170	0,46321	0,35649	0,00042	1	1	0	0
1095011000380	-1,75975	0,24768	0,46382	2	2	1	0
1094401001320	-2,65649	0,14161	0,00000	1	2	1	0
5167746245299	0,57538	2,01002	0,05282	0	2	0	0
1024301113803	-2,64475	133,39149	0,39849	3	2	1	0
1044217015468	0,60651	9,91850	0,00000	3	0	0	0
1099847037784	0,11747	53,89493	0,00000	2	0	0	0
1167847362671	-2,06884	0,44745	0,00000	3	1	1	1
5137746157478	-2,72277	23,42647	0,00000	2	1	1	0
1107154000975	-1,92576	21,48003	0,00000	3	0	1	0
1055403036259	0,31089	5,81106	0,00000	1	1	0	1
1061686010935	-2,17863	3,92151	0,00000	0	0	1	0

Продолжение таблицы А.3

1	2	3	4	5	6	7	8
1047735000719	-1,91115	328,03492	0,00000	2	2	1	0
1043672012141	-1,88615	16,95167	1,85465	2	0	1	0
1107602002650	0,13737	11,94698	0,09388	3	0	0	1
1095658013703	-1,94944	15,47279	1,98408	1	0	1	1
1087608000260	-2,71593	10,85649	0,02376	1	0	1	0
1021100900040	0,01511	19,51481	0,00000	0	0	0	0
1167746090357	-2,61334	9,82893	0,24858	1	1	1	0
1075050005580	0,45726	2,59397	0,17090	3	1	0	1
1153926037946	0,66217	54,96012	0,00000	3	2	0	0
1127746126386	-2,53474	23,90993	0,00000	3	0	1	0
1062312038513	-2,19719	2,24832	0,00583	0	0	1	1
1065246006220	-2,18898	0,32438	0,00000	0	1	1	0
1177746164320	-2,04076	3,86213	0,00000	2	1	1	0
1145958006237	-2,03291	6,55594	0,00000	0	0	1	1
1137746091086	-2,23639	8,27637	0,00000	0	0	1	0
1035001619135	-2,20767	4,90181	0,00000	0	0	1	0
1026104150940	-2,22554	1,52785	0,00000	0	1	1	0
1177746425273	-2,20600	0,97429	0,00000	1	0	1	0
1147748027140	0,64314	0,11243	0,18407	1	0	0	1
1170280051810	0,29331	11,39839	0,01869	2	2	0	0
1057746185012	0,24035	23,84914	0,00000	0	2	0	0
1095261002220	-2,65607	5,47807	0,63470	0	0	1	1
1116678003375	-1,93265	2,63009	6,68184	0	1	1	0
5087746008323	-2,16038	12,12896	0,00000	3	2	1	0
1023800919120	0,43392	3,45239	0,00000	0	0	0	0
1023201291266	0,97405	21,08407	0,00000	3	0	0	0
1111673002352	0,27851	0,64123	0,00252	2	0	0	0

Источник: составлено автором по данным [161].

По результатам расчетов аналитических показателей построены регрессионные модели для выявления их статистической значимости. Параметры регрессионных моделей представлены в приложении Б.

Приложение Б
(информационное)

Результаты проверки моделей на гетероскедастичность и мультиколлениарность

С использованием первичных данных построены регрессионные модели, а также проведены проверки на мультиколлениарность и гетероскедастичность.

В таблице Б.1 приведены результаты проверки мультиколлениарности модели 3.1.

Таблица Б.1 – Показатели проверки на мультиколлениарность модели 3.1

Аналитический показатель	Значение коэффициента, в долях
Кддф	1,002371
Кст	1,003642
БАТЗС	1,006032
БАТО	1,002995
БНноу	1,004465
БНуф	1,006571

Источник: составлено автором.

Результаты проверки на гетероскедастичность модели 3.1 представлены в таблице Б.2.

Таблица Б.2 – Показатели проверки на гетероскедастичность модели 3.1

Показатели	Значение показателей
Показатель ВР	10,564
Степени свободы (df)	6
p-value	0,1028

Источник: составлено автором.

Таблица Б.3 демонстрирует результаты проверки модели 3.2 на мультиколлениарность.

Таблица Б.3 – Показатели проверки на мультиколлениарность модели 3.2

Аналитический показатель	Значение коэффициента, в долях
Кддф	1,003067
Кст	1,008946
БАТЗС	1,007165
БАТО	1,005314
БНноу	1,004407
БНуф	1,010784

Источник: составлено автором.

В таблице Б.4 представлены результаты статистических показателей в отношении модели для проверки наличия гетероскедастичности.

Таблица Б.4 – Показатели проверки на гетероскедастичность модели 3.2

Показатели	Значение показателей
Показатель ВР	11,611
Степени свободы (df)	6
p-value	0,07122

Источник: составлено автором.

Далее в таблице Б.5 представлены результаты расчетов коэффициентов в отношении авторских аналитических показателей для проверки наличия мультиколлинеарности.

Таблица Б.5 – Показатели проверки на мультиколлинеарность модели 3.3

Аналитический показатель	Значение коэффициента, в долях
Кддф	1,001512
Кст	1,004789
БАтзс	1,005752
БАто	1,00306
БНноу	1,004014
БНуф	1,007005

Источник: составлено автором.

В таблицах Б.6 и Б.7 представлены значения показателей в отношении проверки на гетероскедастичность и мультиколлинеарность в модели 3.3.

Таблица Б.6 – Показатели проверки на гетероскедастичность модели 3.3

Показатели	Значение показателей, в долях
Показатель ВР	15,505
Степени свободы (df)	6
p-value	0,01668

Источник: составлено автором.

Таблица Б.7 – Показатели проверки на мультиколлинеарность модели 3.4

Аналитический показатель	Значение коэффициента, в долях
Кддф	1,004225
Кст	1,011454
БАтзс	1,006063
БАто	1,006391
БНноу	1,007466
БНуф	1,012174

Источник: составлено автором.

Результаты проверки модели 3.4 на гетероскедастичность представлены в таблице Б.8.

Таблица Б.8 – Показатели проверки на гетероскедастичность модели 3.4

Показатели	Значение показателей, в долях
Показатель ВР	10,286
Степени свободы (df)	6
p-value	0,1131

Источник: составлено автором.

Приложение В
(информационное)

Результаты расчетов доходности и риска по данным непубличных организаций с использованием моделей

На основе моделей, полученных в параграфе 3.2, рассчитаны показатели доходности и риска по данным непубличных организаций. В таблице В.1 представлены результаты расчетов показателей по данным 100 непубличных организаций из различных групп, сформированных по размеру активов.

Таблица В.1 – Значения аналитических показателей по крупным непубличным организациям

В процентах

Регистрационный номер	Риск	Доходность
1	2	3
1131840007397	226,025232	0,588061817
1026103160830	237,105439	2,878218135
1087313000642	279,679432	5,285894997
1177746063000	224,766061	1,797811801
1077611000884	232,737402	2,495763352
1067746176376	185,410994	0,423082452
1053216547625	257,203395	4,637947037
1147746571719	206,321386	3,573946232
1135903005666	188,535215	-0,623368277
1026403669082	184,042207	0,303234671
1057747610590	185,61984	1,761394961
1077014002691	222,090327	1,563530915
1042402503901	231,258743	1,046300784
1165020050458	233,643256	2,575117109
1104205014913	222,706963	1,617522078
1147847168370	226,796749	1,975715241
1147847027624	237,823608	1,621099301
1073702040961	236,989981	2,886595557
1027802501154	225,150562	-0,800268145
1095404019831	186,843271	-0,767841742
1137746212339	213,417196	2,875238359
1133316000861	290,688797	10,96095459
1085321003130	194,271579	-0,121106008
1057747224336	248,007377	2,515375893
1037739062470	193,901457	-0,153512985
1022301429006	224,021982	1,733591708
1077847436480	193,248822	2,452394728
1121690080577	213,225974	4,178498007
1113668045028	360,739498	12,38332012
1137847502308	225,542972	1,868235413

Продолжение таблицы В.1

1	2	3
1135045000628	433,214638	18,72906965
1027000851680	230,318055	2,28393107
1151690020525	190,380468	2,17820276
1022402665010	262,519311	5,103395937
1172225020076	244,684051	0,901783268
1156234004992	245,671667	2,308256519
1073906018890	335,232391	8,82997891
1035900353125	187,001135	1,882311362
1117746790831	248,260865	2,535030706
1187746501722	184,235997	0,320297198
1024000940050	222,724193	1,621914796
1057746181448	202,572919	3,245739429
1036300880439	183,918668	1,612417949
1167746761896	257,28026	4,64829978
1025403652273	313,890352	11,67242716
1092312010230	233,599826	1,251275065
1125263004052	199,590499	0,344607111
1147847008858	256,649843	4,589479365
1117746722455	227,924603	5,984938113
1024702187322	492,405059	23,91164114
1037727016271	270,639481	5,81438598
1021500507973	222,866215	-1,008534178
1062225008450	245,494353	0,97283549
1057746783775	185,052896	1,711728234
1223300001033	243,270578	0,778022967
1021200773043	193,517647	-0,18711846
1095050001870	307,307862	6,384974098
1022601619963	183,928821	-1,026693078
1102312000196	224,823837	1,812804977
1027403862892	259,188831	5,562893033
1077762679631	241,62595	0,634362021
1101327000170	184,093865	0,307761424
1095011000380	222,91213	-1,00047427
1094401001320	222,357286	-1,053094776
5167746245299	187,718728	-0,694397831
1024301113803	511,788479	24,2922776
1044217015468	204,843149	3,444515324
1099847037784	300,271993	11,80003623
1167847362671	223,020969	0,325015735
5137746157478	272,885435	4,691028899
1107154000975	268,661673	5,641206396
1055403036259	195,930004	1,344101751
1061686010935	230,559685	2,305087608
1047735000719	933,885787	61,2466357

Продолжение таблицы В.1

1	2	3
1043672012141	260,133376	4,910642595
1107602002650	209,310656	3,836497207
1095658013703	257,014805	4,638715246
1087608000260	245,625229	3,62439755
1021100900040	225,667139	5,267814049
1167746090357	243,552781	2,124897082
1075050005580	189,068539	0,744816797
1153926037946	302,58345	9,362421909
1127746126386	273,934541	6,102886104
1062312038513	226,932929	1,987588384
1065246006220	222,753905	0,30163223
1177746164320	230,430819	0,973804397
1145958006237	236,276388	2,805628418
1137746091086	240,009717	3,132509804
1035001619135	232,686936	2,491344606
1026104150940	225,365436	0,530291649
1177746425273	224,164208	1,745114951
1147748027140	183,692813	1,594245794
1170280051810	208,067591	1,087002533
1057746185012	235,072634	3,451336661
1095261002220	234,381697	2,64526183
1116678003375	232,434579	1,207445569
5087746008323	248,369835	1,224501696
1023800919120	190,811686	2,215954056
1023201291266	229,072428	5,565972968
1111673002352	184,713226	1,68200943

Источник: составлено автором по данным [161].

Приложение Г
(информационное)

Результаты анализа выборки непубличных организаций по показателям учета требований заинтересованных сторон

Для расчета показателя БА_{ТЗС} использованы данные, отражающие статус непубличных организаций как социальных предприятий. Такой статус предприятия отражается в Едином реестре субъектов малого и среднего предпринимательства и свидетельствует о том, что деятельность анализируемой организации направлена целей, которые являются общественно полезными, что способствует преодолению социальных проблем. Проведен анализ количества социальных предприятий по видам деятельности для выявления отрасли, в которой число таких предприятий наибольшее. В случае, если для инвестора критерий в виде социальной роли организации является наиболее важным, то он может сконцентрироваться на анализе организаций из отрасли, в которой, по статистике, чисто таких организаций будет наибольшим. Результаты анализа распределения количества социальных предприятий по видам деятельности представлены в таблице Г.1.

Таблица Г.1 – Количество непубличных организаций-производителей инновационной и высокотехнологичной продукции, а также социальных предприятий по видам деятельности
В процентах

Вид деятельности	Количество социальных предприятий
1	2
10.71 Производство хлеба и мучных кондитерских изделий, тортов и пирожных недлительного хранения	2
10.82.2 Производство шоколада и сахаристых кондитерских изделий	1
13.92 Производство готовых текстильных изделий, кроме одежды	2
13.92.1 Производство готовых текстильных изделий, кроме одежды	2
13.95 Производство нетканых текстильных материалов и изделий из них, кроме одежды	1
13.99.9 Производство текстильных изделий различного назначения, не включенных в другие группировки	1
14.12 Производство спецодежды	1
14.39 Производство прочих вязаных и трикотажных изделий	1
15.20 Производство обуви	1
17.21 Производство гофрированной бумаги и картона, бумажной и картонной тары	3
18.12 Прочие виды полиграфической деятельности	1
22.29 Производство прочих пластмассовых изделий	1
22.29.2 Производство прочих изделий из пластмасс, не включенных в другие группировки, кроме устройств пломбировочных из пластика	1
23.4 Производство прочих фарфоровых и керамических изделий	1
25.11 Производство строительных металлических конструкций, изделий и их частей	1
26.20 Производство компьютеров и периферийного оборудования	1
26.40.3 Производство аппаратуры для записи и воспроизведения звука и изображения	1
26.51 Производство инструментов и приборов для измерения, тестирования и навигации	1
26.60 Производство облучающего и электротерапевтического оборудования, применяемого в медицинских целях	1

Продолжение таблицы Г.1

1	2
26.60.1 Производство аппаратов, применяемых в медицинских целях, основанных на использовании рентгеновского, альфа, бета и гамма-излучений	1
26.60.4 Производство инструмента, оборудования и приспособлений, применяемых в медицинских целях	1
26.60.9 Производство прочего оборудования, применяемого в медицинских целях	1
27 Производство электрического оборудования	1
27.12 Производство электрической распределительной и регулирующей аппаратуры	5
27.32 Производство прочих проводов и кабелей для электронного и электрического оборудования	1
27.33 Производство электроустановочных изделий	2
27.40 Производство электрических ламп и осветительного оборудования	3
27.51 Производство бытовых электрических приборов	1
27.90 Производство прочего электрического оборудования	3
28.22 Производство подъемно-транспортного оборудования	1
28.93 Производство машин и оборудования для производства пищевых продуктов, напитков и табачных изделий	1
29.31 Производство электрического и электронного оборудования для автотранспортных средств	2
29.32 Производство прочих комплектующих и принадлежностей для автотранспортных средств	1
29.32.3 Производство частей и принадлежностей для автотранспортных средств, не включенных в другие группировки	1
32.3 Производство спортивных товаров	1
32.5 Производство медицинских инструментов и оборудования	1
32.50 Производство медицинских инструментов и оборудования	8
32.91 Производство метел и щеток	2
32.99.8 Производство изделий народных художественных промыслов	10
45.31 Торговля оптовая автомобильными деталями, узлами и принадлежностями	1
46.76 Торговля оптовая прочими промежуточными продуктами	1
47.74 Торговля розничная изделиями, применяемыми в медицинских целях, ортопедическими изделиями в специализированных магазинах	5
47.74.1 Торговля розничная изделиями, применяемыми в медицинских целях, в специализированных магазинах	1
55.1 Деятельность гостиниц и прочих мест для временного проживания	1
55.2 Деятельность по предоставлению мест для краткосрочного проживания	1
55.20 Деятельность по предоставлению мест для краткосрочного проживания	3
55.90 Деятельность по предоставлению прочих мест для временного проживания	1
56.10 Деятельность ресторанов и услуги по доставке продуктов питания	3
56.29 Деятельность предприятий общественного питания по прочим видам организации питания	4
58.11 Издание книг	4
58.11.1 Издание книг, брошюр, рекламных буклетов и аналогичных изданий, включая издание словарей и энциклопедий, в том числе для слепых, в печатном виде	2
68.20 Аренда и управление собственным или арендованным недвижимым имуществом	3
68.20.2 Аренда и управление собственным или арендованным нежилым недвижимым имуществом	2
68.32.1 Управление эксплуатацией жилого фонда за вознаграждение или на договорной основе	1
72.19 Научные исследования и разработки в области естественных и технических наук прочие	3
81.10 Деятельность по комплексному обслуживанию помещений	2
85.41 Образование дополнительное детей и взрослых	3
85.41.91 Деятельность по организации отдыха детей и их оздоровления	4
85.42.1 Деятельность школ подготовки водителей автотранспортных средств	1
86 Деятельность в области здравоохранения	4
86.10 Деятельность больничных организаций	28
86.21 Общая врачебная практика	17

Продолжение таблицы Г.1

1	2
86.22 Специальная врачебная практика	1
86.23 Стоматологическая практика	9
86.90 Деятельность в области медицины прочая	2
86.90.4 Деятельность санаторно-курортных организаций	9
86.90.9 Деятельность в области медицины прочая, не включенная в другие группировки	3
87.10 Деятельность по медицинскому уходу с обеспечением проживания	1
87.30 Деятельность по уходу за престарелыми и инвалидами с обеспечением проживания	3
87.90 Деятельность по уходу с обеспечением проживания прочая	3
88.10 Предоставление социальных услуг без обеспечения проживания престарелым и инвалидам	10
88.91 Предоставление услуг по дневному уходу за детьми	7
91.02 Деятельность музеев	2
93.1 Деятельность в области спорта	1
93.11 Деятельность спортивных объектов	3
93.13 Деятельность фитнес-центров	3
93.19 Деятельность в области спорта прочая	3
95.23 Ремонт обуви и прочих изделий из кожи	1
96.01 Стирка и химическая чистка текстильных и меховых изделий	1
96.04 Деятельность физкультурно - оздоровительная	6

Источник: составлено автором по данным [161].

Наиболее заметными по количеству социальных предприятий выделяются следующие виды деятельности:

- производство изделий народных художественных промыслов;
- деятельность больничных организаций;
- общая врачебная практика;
- деятельность санаторно-курортных организаций
- предоставление социальных услуг без обеспечения проживания престарелым и инвалидам;
- предоставление услуг по дневному уходу за детьми;
- деятельность физкультурно - оздоровительная.

С учетом представленных видов деятельности медицина занимает наибольшую долю в количестве социальных предприятий, что может использоваться инвесторами для поиска и отбора потенциальных портфельных организаций для вложений их капитала.

Приложение Д
(информационное)

Условия и порядок формирования итоговой выборки данных по непубличным организациям

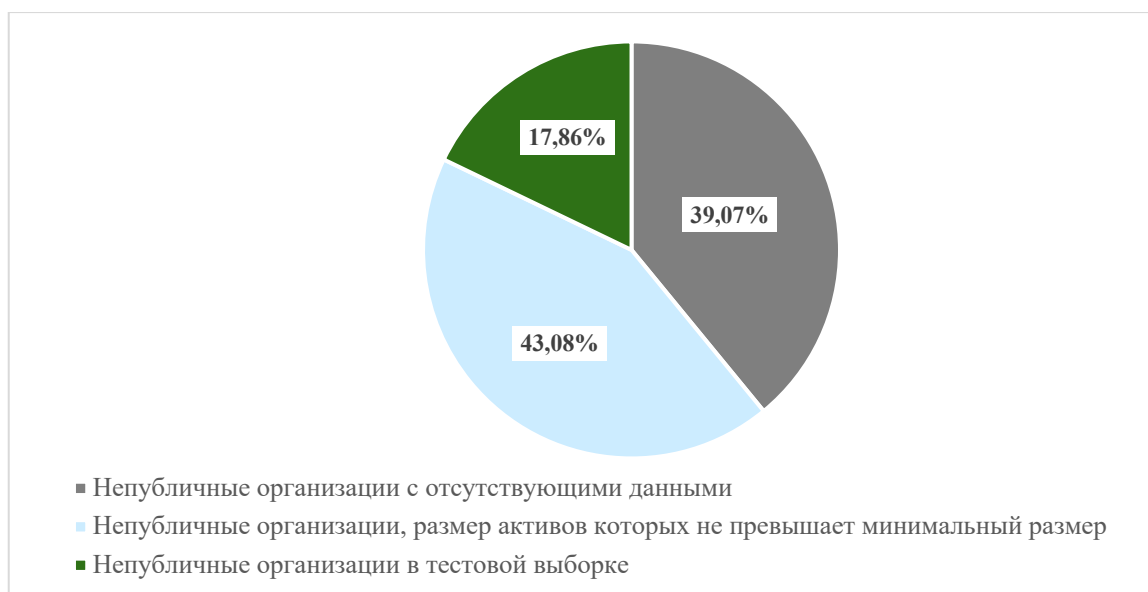
Первичная выборка составляла более 5 337 непубличных организаций, по которым запрошены данные по 25 параметрам, отражающим финансовые показатели, статус деятельности, руководство и собственников, а также иные данные, необходимые для расчета авторских аналитических показателей.

После формирования первичной выборки данных по непубличным организациям из базы данных СПАРК Интерфакс использованы следующие корректировки данных:

– исключены непубличные организации, по которым отсутствовали данные, необходимые для расчета показателей доходности, риска или любого из авторских показателей;

– исключены непубличные организации, размер активов которых не позволяет рассматривать данные организации в качестве объекта для инвестирования. На основе работ исследователей в качестве минимального размера активов для отбора организаций с целью вложений в капитал использовано значение в 5 млн долл. США (на 2018 год), что в пересчете на средний курс к российскому рублю составляет 312 500 000 российских рублей.

По итогам примененных корректировок исключены некоторые непубличные организации, количество которых и доля в первичной выборке описаны на рисунке Д.1.



Источник: составлено автором.

Рисунок Д.1 – Структура первичной выборки непубличных организаций с указанием данных, подлежащих исключению

В результате в качестве тестовой выборки использованы данные по 869 негосударственным организациям, на основе показателей которых рассчитаны авторские аналитические показатели, а также проведен количественный анализ с применением регрессионных моделей и построения нейросетевых моделей.