

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

На правах рукописи

Салихов Гасан Магомедович

ФОРМИРОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТАРИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА С УЧЕТОМ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Стерник Сергей Геннадьевич,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2026

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 22 апреля 2026 года в 14:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп.1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн.100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

Председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Лосева О.В., д.э.н., профессор;
ученый секретарь – Древинг С.Р., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Косорукова И.В., д.э.н., профессор;
Львова Н.А., д.э.н., доцент;
Стерник С.Г., д.э.н., профессор;
Федотова М.А., д.э.н., профессор;
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;
Чараева М.В., д.э.н., доцент;
Черникова Л.И., д.э.н., профессор;
Якупова Н.М., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 17 февраля 2026 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101

С.Р. Древинг

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Современные условия ведения бизнеса характеризуются высокой степенью неопределенности, динамичностью внешней среды и возрастающей конкуренцией. В этих условиях оценка стоимости бизнеса становится важным инструментом стратегического управления, позволяя компаниям принимать обоснованные решения в области инвестиций, слияний и поглощений, а также оптимизации внутренних процессов. Однако не все подходы к оценке стоимости бизнеса учитывают важнейший фактор, влияющий на устойчивость и долгосрочную ценность компании, – качество корпоративного управления (далее – КУ). В соответствии с принципами корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития (G20/OECD – Principles of Corporate Governance, далее – Принципы ОЭСР), эффективная система управления, основанная на оценке качества корпоративного управления, способствует стабильности и прибыльности бизнеса, что логично отражается и на его стоимости. Как фактор стоимости, качество КУ должно быть выражено в конкретных показателях и оценено. В России оценка качества корпоративного управления проводится для крупных публичных акционерных обществ с государственным участием, но методологически она находится на ранней стадии развития по сравнению с международными методиками (например, Международной финансовой корпорации – International Finance Corporation). Банк России анализирует соблюдение стандартов корпоративного управления, но результаты представлены в обобщенной форме и касаются только публичных акционерных обществ (ПАО). Широкое распространение получили различные рейтинги, направленные на оценку качества корпоративного управления, среди которых можно выделить «Национальный индекс корпоративного управления», рейтинг агентства «РА Эксперт» и рейтинг, разработанный Российским институтом директоров, а также ряд иных аналогичных оценочных систем. Однако исследования показывают противоречивые результаты, по результатам ряда из них соблюдение норм корпоративного управления

оказывает незначительное влияние на экономические результаты и стоимость российских компаний.

Для более точных выводов необходимо расширение выборки и тщательные расчеты с использованием экономических показателей. В российских источниках отсутствуют системные исследования влияния качества корпоративного управления на стоимость компании. Современный инструментарий стоимостной оценки бизнеса не в полной мере отражает влияние качества корпоративного управления на стоимость компании. В связи с этим возникает необходимость разработки объективных критериев, обеспечивающих возможность количественного учета данного фактора в процессе оценки. Таким образом, актуальной научной задачей является формирование методического инструментария стоимостной оценки бизнеса, интегрирующего показатели качества корпоративного управления, что и обусловило выбор направления настоящего исследования.

Степень разработанности темы исследования. Методология стоимостной оценки бизнеса изложена в работах: Н. Антилла, И.И. Гулевича, Дж. Дермина, Т.Г. Касьяненко, Ю.В. Козыря, И.В. Косоруковой, С.П. Пратта, В.М. Рутгайзера, Т.В. Тазихиной, Г.Р. Тругмана, У.Ф. Шарпа, М.А. Федотовой и других. Формирование стоимости бизнеса с учетом качества корпоративного управления рассмотрено в научных трудах А.Б. Анкудина, А.Т. Буй, Х.Н. Данга, Д.П. Иманга, В.Ю. Наливайского, И.И. Смотрицкой и других. Выпущено множество трудов как зарубежных, так и отечественных авторов, которые посвящены корпоративному управлению и оценке его качества: Б.С. Батаева, И.Ю. Беляева, Н.А. Волкова, П.Г. Воронцов, П.Ф. Друкер, С.С. Малхасьян, А.Я. Рубинштейн, С.Ю. Солодовников, Ц. Сюй, Ф. Тэйлор, Л.И. Шокина, М.А. Эскиндаров и другие. Отдельным направлением исследований является оценка влияния качества КУ на финансовые результаты организаций и прочие аспекты их экономической деятельности, рассмотренные в публикациях Б.С. Батаевой, Л.Г. Ворона-Сливинской, Е.Д. Вайсмана, Н.С. Ереминой, Е.М. Кобозевой, Е.А. Федоровой и других.

Вместе с тем, под стоимостью в вышеупомянутых исследованиях понимается капитализация, которая по своему определению не является рыночной стоимостью.

Методики, которыми пользуются авторы, не позволяют получить однозначные выводы о влиянии качества корпоративного управления на стоимость бизнеса. В методологии стоимостной оценки некачественное КУ может учитываться только в доходном подходе в виде отдельной риск премии при обосновании ставки дисконтирования. При этом, состав показателей и границы их значений носят дискуссионный характер. Таким образом, можно сделать вывод, что инструментарий оценки стоимости бизнеса с учетом качества корпоративного управления недостаточно разработан и нуждается в дальнейшем изучении.

Цель исследования состоит в научном обосновании и разработке методического инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом качества корпоративного управления.

Для достижения вышеуказанной цели поставлены и решены следующие **задачи**:

- 1) систематизировать существующий инструментарий стоимостной оценки бизнеса по признаку возможности применения методов учета фактора качества корпоративного управления;
- 2) сформулировать принципы оценки стоимости бизнеса, интегрирующие фактор качества корпоративного управления;
- 3) обосновать систему показателей для оценки стоимости бизнеса, интегрирующую параметры качества корпоративного управления;
- 4) разработать модель оценки стоимости российских публичных компаний с учетом системы показателей, характеризующих качество корпоративного управления;
- 5) предложить научно-практические рекомендации по внедрению модели и алгоритма оценки стоимости российских публичных компаний, интегрирующих параметры качества корпоративного управления.

Объектом исследования является инструментарий оценки стоимости бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления.

Предмет исследования составляют финансово-экономические отношения, возникающие в процессе применения инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления.

Область исследования диссертации соответствует п. 16. «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Методология и методы исследования. Методологическую основу работы составляют общенаучные и специальные методы. К общенаучным методам, формирующим ее теоретический фундамент, относятся обобщение, систематизация, классификация и сравнительный анализ. Среди специальных методов применены статистический анализ, моделирование с использованием линейной регрессии и алгоритма CART (Classification and Regression Tree), что позволило повысить объективность и точность полученных результатов.

Научная новизна исследования состоит в разработке инструментария стоимостной оценки бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления. В рамках данного инструментария сформирована система показателей, построена модель дерева регрессии и предложены научно-практические рекомендации по их применению, основанные на алгоритме функционирования модели.

Положения, выносимые на защиту:

1) проведена комплексная систематизация современного инструментария оценки качества корпоративного управления с позиции его функциональной пригодности в процедурах стоимостной оценки бизнеса. Таксономия инструментов предусматривает три класса: для оценки уровня качества корпоративного управления, для верификации его связи с операционными и финансовыми результатами и для квантификации его воздействия на стоимость бизнеса.

Результаты систематизации инструментов послужили базисом для обоснования принципов стоимостной оценки бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления (С. 25-28).

2) сформулированы принципы стоимостной оценки бизнеса, интегрирующие качество корпоративного управления: комплексности,

адаптивности к отраслевой и корпоративной специфике, сочетания количественной и качественной оценки, доступности исходных данных для независимой внешней оценки, динамичности и нелинейности взаимосвязей показателей.

Представленный набор принципов задает методические требования к формированию системы показателей стоимостной оценки бизнеса, учитывающей качество корпоративного управления (С. 43-46);

3) обоснована система показателей стоимостной оценки бизнеса, интегрирующая качество корпоративного управления: структуру и состав совета директоров, разнообразие и инклюзивность управления, наличие комитетов и специализированных отделов, акционерную структуру и соблюдение кодекса корпоративного управления, стратегическую устойчивость и управление рисками, каналы коммуникации и прозрачность, характеристики руководства, рейтинг и оценку корпоративного управления, финансовые и операционные аспекты деятельности. Полученная система показателей отличается интегрированием итогового рейтинга компании по качеству корпоративного управления с финансовыми метриками, что позволяет разработать модель стоимостной оценки, учитывающую влияние качества корпоративного управления на стоимость бизнеса (на примере российских публичных компаний) (С. 55-63);

4) на основе разработанной системы показателей впервые построена и эмпирически апробирована модель оценки рыночной стоимости российских публичных компаний с использованием алгоритма дерева регрессии (CART) на выборке из 147 эмитентов, акции которых обращаются на фондовом рынке. Предложенная модель обеспечивает возможность оценки рыночной стоимости бизнеса с учетом влияния качества корпоративного управления и отличается высокой экономичностью вычислений, что способствует повышению эффективности принятия решений при проведении стоимостной оценки (С. 87-99);

5) сформулированы научно-практические рекомендации по внедрению и использованию модели оценки стоимости бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления, включающие алгоритм оценки на основе применения модели. Последовательность действий в рамках разработанного алгоритма направлена на фиксацию «разрыва восприятия

стоимости», определенной по разработанной автором модели дерева регрессии с результатом, полученным на основе метода рынка капитала, что позволило предложить мероприятия, направленные на увеличение рыночной стоимости бизнеса и сокращение «разрыва восприятия стоимости» через систему ключевых показателей модели (С. 100-104).

Теоретическая значимость работы заключается в систематизации инструментария стоимостной оценки бизнеса по признаку применимости методов, учитывающих фактор качества корпоративного управления, а также в разработке принципов стоимостной оценки бизнеса с учетом данного фактора. Сформулированные принципы – комплексности, адаптивности к специфике компаний, сочетания количественной и качественной оценки, доступности показателей для независимого внешнего анализа, динамичности и нелинейности взаимосвязей формируют теоретико-методическую основу для дальнейшего развития подходов к оценке стоимости бизнеса в контексте качества корпоративного управления.

Практическая значимость работы состоит в инструментарии стоимостной оценки бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления, базирующейся на авторской системе показателей, модели дерева регрессии и алгоритма ее применения, позволяющего обеспечить принятие решений при формировании рыночной стоимости компаний с наименьшими затратами на расчеты.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность полученных результатов подтверждается эмпирической базой исследования, которая основана на финансовых и нефинансовых показателях 198 российских публичных компаний с 2019 по 2023 год, полученных их официальных источников: сайтов компаний, СПАРК – системы профессионального анализа рынков и компаний сервиса нефинансовой отчетности Интерфакс.

Основные результаты исследования опубликованы, апробированы в установленном порядке, доложены и получили одобрение на научных конференциях различного уровня: на XX Международной научно-практической конференции «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса» (Москва, Финансовый университет, 23-24 мая 2024 г.); на XII Международном

научном конгрессе «Развитие предпринимательства: межотраслевые приоритеты, современные механизмы, консолидация интересов» (Москва, Финансовый университет, 17-18 мая 2024 г.); на Шестнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в Российской Федерации: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финансовый университет, 3 декабря 2024 г.).

Материалы диссертации внедрены в деятельность АНО «Финансово-экономическая судебная экспертиза». Результаты исследования используются в рамках консультационной поддержки компаний и оценки стоимости бизнеса с целью получения независимого мотивированного суждения для обеспечения принятия финансовых и инвестиционных решений. В частности, консультационной поддержке способствует разработанная автором система показателей оценки качества корпоративного управления и авторская модель определения рыночной стоимости бизнеса. Система показателей и математическая модель стоимостной оценки обеспечивают расчет различных сценариев стоимости при определенной структуре показателей качества корпоративного управления.

Материалы диссертации используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Оценка стоимости бизнеса» по направлению подготовки 38.04.01 Экономика, направленность программы магистратуры «Финансовый анализ и оценка инвестиционных решений».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения диссертации отражены в 5 работах общим объемом 2,51 п.л. (авторский объем 2,0 п.л.), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений и условных обозначений, списка литературы, включающего 128 наименований и одного приложения. Текст диссертации изложен на 152 страницах, содержит 13 таблиц, 37 рисунков, 7 формул.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования обоснованы следующие научные результаты, выносимые на защиту:

1) Проведена комплексная систематизация современного инструментария оценки качества корпоративного управления с позиции его функциональной пригодности в процедурах стоимостной оценки бизнеса. Таксономия инструментов предусматривает три класса: для оценки уровня качества корпоративного управления, для верификации его связи с операционными и финансовыми результатами и для квантификации его воздействия на стоимость бизнеса.

Результаты систематизации инструментов послужили базисом для обоснования принципов стоимостной оценки бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления.

Систематизированы подходы и их основной инструментарий к стоимостной оценке бизнеса с учетом возможности учитывать различные факторы стоимости бизнеса, что отражено в таблице 1. Все основные подходы к оценке стоимости бизнеса основаны преимущественно на финансовых факторах, таких как денежные потоки, активы и обязательства и прочие.

Таблица 1 – Факторы стоимости, учитываемые подходами к стоимостной оценке и возможность применения методов учета фактора качества КУ

Подход	Методы и инструменты	Учитываемые факторы	Текущая возможность применения методов учета фактора качества КУ
1	2	3	4
Доходный	Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП). Основной инструмент: финансовая модель Метод прямой капитализации. Основной инструмент: ставка капитализации	Преимущественно финансовые (денежные потоки и его составные элементы, темпы роста, период прогнозирования, риски). Нефинансовые факторы учитываются, если они проявляются в отдельных компонентах денежного потока и ставки дисконтирования. При этом нет единого мнения как учитывать качество КУ (как правило в ставке дисконтирования в виде отдельной риск-премии, обоснование которой носит дискуссионный характер)	Средняя
Затратный	- Метод чистых активов - Метод ликвидационной стоимости	Учитываются часть финансовых факторов, а именно результат хозяйственных операций по балансу: основные средства (здания, оборудование, земля); оборотные активы (запасы, дебиторская задолженность);	Низкая

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4
Затратный	Основной инструмент: варьируется в зависимости от оцениваемого актива	нематериальные активы (патенты, бренды, лицензии); долгосрочные и краткосрочные обязательства, резервы и оценочные обязательства и пр. Нефинансовые факторы в т.ч. качество КУ игнорируются.	Низкая
Сравнительный	Метод компании - аналога	Учитывают финансовые и операционные факторы, которые выражаются в показателях, используемых при расчете конкретных мультипликаторов.	Низкая
	Метод рынка-капитала Метод отраслевых коэффициентов Основной инструмент: мультипликатор	Нефинансовые факторы учитывается опосредованно в цене сделок, однако нет четкого обоснования определения скидок/премий на качество КУ компании.	Низкая
Комбинированный	Оценка стоимости через добавленную экономическую стоимость (EVA) Основной инструмент: ставка дисконтирования Оценка на основе реальных опционов (Real Options Valuation) Основанные на машинном обучении Основной инструмент: математическая модель	Основаны, преимущественно, на финансовых факторах, которые доступны в финансовой отчетности. Качество КУ не учитываются по причине отсутствия четкого алгоритма идентификации и оценки.	Отсутствует

Источник: разработано автором.

Однако нефинансовые факторы, в частности качество корпоративного управления, либо игнорируются (в рамках затратного или синтетического подхода), либо учитываются фрагментарно и без четких методик, что снижает полноту и объективность оценки. Существующие подходы к оценке имеют значительный пробел в учете качества КУ. Это создает риск недооценки или переоценки компаний, где КУ играет критическую роль (например, в инновационных отраслях).

Несмотря на отсутствие готовых решений по учету качества КУ в комбинированном подходе, он обладает высоким потенциалом применения так как его основным инструментом выступает математическая модель (с помощью которой можно учесть степень влияния факторов).

Отдельно изучено качество КУ, как фактор стоимости бизнеса, определяемое через ряд критериев, которые могут включать различные аспекты взаимоотношений менеджеров и собственников, прозрачность и раскрытие

информации, эффективность органов управления, отношения между крупными и миноритарными акционерами, позиционирование компании и прочие. Критерии оценки его качества варьируются в зависимости от целей и задач и базируются на отслеживании выполнения ряда условий, за наличие или отсутствие которых начисляются баллы. Исследования показывают, что некачественное управление может серьезно препятствовать увеличению акционерной стоимости организации и снижать ликвидность акций. Не все существующие методы оценки качества корпоративного управления могут быть использованы для учета в оценке стоимости компании, так как для количественной оценки необходим длительный период наблюдения репрезентативных данных, то есть метод должен охватывать достаточно большой пул компаний.

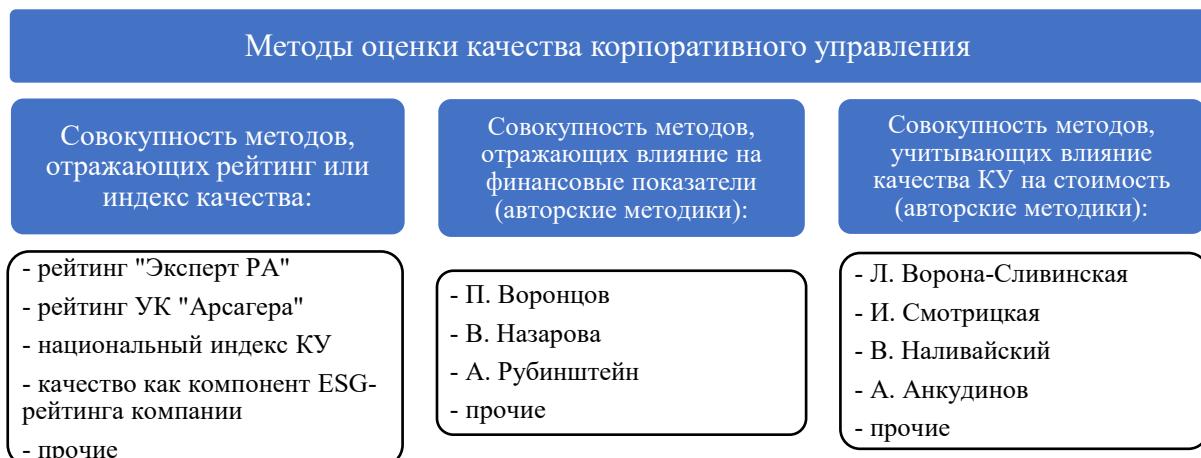
Вследствие изложенного для целей настоящего исследования разработана классификация методов оценки качества корпоративного управления по признаку релевантности результатов для количественной оценки и учета в стоимостной оценке.

На основании указанного определяющего критерия методы оценки качества корпоративного управления подразделяются на отражающие уровень качества корпоративного управления; отражающие влияние качества корпоративного управления на финансовые показатели предприятия и отражающие влияние качества корпоративного управления на стоимость компании, как показано на рисунке 1.

Наиболее релевантным является метод УК «Арсагера», как показано в таблице 2.

Отмечены основные недостатки используемых в научной практике методов оценки влияния качества корпоративного управления на стоимость компании:

1. достаточно большой перечень показателей, которые трудно системно и регулярно обрабатывать для расчетов по всем публичным компаниям;
2. трудоемкость сбора показателей;



Источник: авторская разработка.

Рисунок 1 – Классификация методов оценки качества корпоративного управления по целевому назначению

3. узкие фокус-группы компаний, по которым делаются подобные исследования;

Таблица 2 – Классификация методов оценки качества корпоративного управления с точки зрения релевантности для количественной оценки и учета в стоимостной оценке

Название метода	Разработчик	Охват компаний	Доступность	Релевантность
Исследование корпоративного управления в Российской Федерации	Управляющая компания Арсагера	Публичные компании, прошедшие листинг на ММВБ	Доступ к архиву открытый, бесплатный	Высокая
Методология присвоения рейтингов качества управления	Рейтинговое агентство Эксперт РА	Публичные и непубличные компании финансового, корпоративного сектора, страховые компании	Доступ к архиву за отдельную плату	Средняя
Оценка корпоративного управления в публичных акционерных обществах с участием РФ, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг	НИУ ВШЭ	14 публичных компаний	Архив отсутствует	Низкая
Национальный индекс корпоративного управления	Национальное объединение корпоративных секретарей	100 публичных компаний, торгующих обыкновенными акциями на Московской бирже	Доступен в виде Национального индекса корпоративного (Corporate Governance Index) управления с 2019 года. По отдельным компаниям нет	Низкая

Источник: разработано автором.

4. отсутствие регулярности и широты охвата данных рейтингов, чтобы возможно было применить в целях выявления зависимостей со стоимостью;

5. использование в качестве показателя стоимости рыночной капитализацию компаний, которая не в полной мере отражает интересы мажоритарных стейкхолдеров компаний;

6. использование регрессионных линейных моделей в качестве математического инструментария определения степени взаимосвязи между показателями качества корпоративного управления и стоимостью бизнеса.

2) Сформулированы принципы стоимостной оценки бизнеса, интегрирующие качество корпоративного управления: комплексности, адаптивности к отраслевой и корпоративной специфике, сочетания количественной и качественной оценки, доступности исходных данных для независимой внешней оценки, динаминости и нелинейности взаимосвязей показателей. Представленный набор принципов задает методические требования к формированию системы показателей стоимостной оценки бизнеса, учитывающей качество корпоративного управления.

С учетом рассмотренных методов оценки качества корпоративного управления и недостатков современных методов оценки влияния качества корпоративного управления на стоимость бизнеса, сформулированы принципы оценки стоимости бизнеса с учетом качества корпоративного управления:

1. комплексность оценки. Процесс оценки должен охватывать все ключевые элементы системы корпоративного управления, включая состав и функционирование совета директоров, защиту прав акционеров, уровень прозрачности и полноты раскрытия информации, а также систему управления корпоративными рисками;

2. адаптивность к специфике компании. Применяемая методика оценки должна быть гибкой и учитывать отраслевые особенности, масштаб деятельности и индивидуальные характеристики предприятия, что позволит обеспечить более точное и объективное отражение качества его корпоративного управления;

3. количественная и качественная оценка. Использование как финансовых метрик, так и нефинансовых показателей для получения более всестороннего представления о качестве управления;

4. доступность показателей для внешней независимой оценки влияния показателей на стоимость компаний;
5. динамичность оценки. Поскольку корпоративное управление может изменяться со временем, метод должен предусматривать регулярное обновление данных для отражения текущих изменений и улучшений;
6. нелинейность. Использование математических моделей, способных учитывать сложные нелинейные взаимосвязи между показателями.

3) Обоснована система показателей стоимостной оценки бизнеса, интегрирующая качество корпоративного управления: структуру и состав совета директоров, разнообразие и инклюзивность управления, наличие комитетов и специализированных отделов, акционерную структуру и соблюдение кодекса корпоративного управления, стратегическую устойчивость и управление рисками, каналы коммуникации и прозрачность, характеристики руководства, рейтинг и оценку корпоративного управления, финансовые и операционные аспекты деятельности. Полученная система показателей отличается интегрированием итогового рейтинга компании по качеству корпоративного управления с финансовыми метrikами, что позволяет разработать модель стоимостной оценки, учитывающую влияние качества корпоративного управления на стоимость бизнеса (на примере российских публичных компаний).

Качество корпоративного управления является базовым условием для формирования стоимости компании за счет обеспечения интересов всех основных стейкхолдеров.

Существующие балльные и балльно-рейтинговые системы оценки часто фокусируются на общих стандартах и рекомендациях, но в условиях динамично меняющегося бизнеса необходимо иметь более гибкую и адаптированную систему, которая обеспечит возможность разработки модели, способствующей формированию стоимости бизнеса.

Предлагаемая новая система показателей оценки стоимости бизнеса с учетом качества корпоративного управления направлена на более глубокое понимание взаимосвязи между управленческими практиками и созданием стоимости для компаний и ее стейкхолдеров, согласно таблице 3.

Таблица 3 – Авторская система показателей оценки стоимости бизнеса с учетом качества КУ

Показатель	Источник
1	2
Вхождение генерального директора в состав Совета директоров	Сервис сравнения ключевых показателей нефинансовой отчетности российских компаний
Доля независимых директоров в составе Совета, в процентах	
Количество членов совета директоров	СПАРК – система профессионального анализа рынков и компаний сервиса нефинансовой отчетности Интерфакс, официальные сайты компаний
Количество иностранцев в совете директоров	
<i>II Разнообразие и инклюзивность управления</i>	
Доля женщин – руководителей всех уровней управления, в процентах	Сервис сравнения ключевых показателей нефинансовой отчетности российских компаний
Доля женщин в Совете директоров (наблюдательном совете), в процентах	
<i>III Комитеты и специализированные отделы</i>	
Наличие комитета по устойчивому развитию	Сервис сравнения ключевых показателей нефинансовой отчетности российских компаний
<i>IV Акционерная структура и соблюдение кодекса КУ</i>	
Доля акций в свободном обращении (для публичных акционерных обществ), в процентах	Сервис сравнения ключевых показателей нефинансовой отчетности российских компаний
Доля соблюдаемых пунктов Кодекса корпоративного управления (для акционерных обществ), в процентах	
<i>V Управление рисками и стратегическая устойчивость</i>	
Год утверждения (пересмотра) положения по управлению рисками	Сервис сравнения ключевых показателей нефинансовой отчетности российских компаний
ESG-вопросы являются частью общекорпоративной стратегии компании	
<i>VI Каналы коммуникации и прозрачность</i>	
Наличие канала приема жалоб сотрудников (обратной связи, горячей линии)	Сервис сравнения ключевых показателей нефинансовой отчетности российских компаний
Возраст главы коллегиального органа управления (генерального директора)	СПАРК – система профессионального анализа рынков и компаний сервиса нефинансовой отчетности Интерфакс, официальные сайты компаний
Образование главы коллегиального органа управления (генерального директора)	
Рейтинг компаний по качеству корпоративного управления УК «Арсагера», баллы	Исследование УК «Арсагера»
<i>IX Финансовые и операционные</i>	
Прибыль на акцию (EPS), руб.	СМАРТ-ЛАБ – сообщество инвесторов, СПАРК – система профессионального анализа рынков и компаний сервиса нефинансовой отчетности Интерфакс
Дивидендная доходность, в процентах	
Среднее годовое вознаграждение члена совета директоров, млн. руб.	Сервис сравнения ключевых показателей нефинансовой отчетности российских компаний
Среднее годовое вознаграждение генерального директора, млн. руб.	
Выручка, тыс. руб.	СМАРТ-ЛАБ – сообщество инвесторов, СПАРК – система профессионального анализа рынков и компаний сервиса нефинансовой отчетности Интерфакс
Свободный денежный поток (FCF), млрд руб.	
Чистая операционная прибыль после налогообложения (NOPAT), млрд руб.	

Продолжение таблицы 3

1	2
Инвестированный капитал, млрд руб.	
Рентабельность собственного капитала (ROE), в процентах	
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), в процентах	
Экономическая добавленная стоимость (EVA), млрд руб.	
Количество персонала	СПАРК – система профессионального анализа рынков и компаний сервиса нефинансовой отчетности Интерфакс
<i>Вспомогательные</i>	
Структура капитала (доля заемного и доля собственного капитала), в долях	СПАРК – система профессионального анализа рынков и компаний сервиса нефинансовой отчетности Интерфакс, официальные сайты компаний
Устойчивый темп роста на уровне долгосрочного прогноза темпов роста ВВП Российской Федерации, в долях	макроэкономический опрос Центрального Банка
Рыночная стоимость инвестированного капитала, млрд руб.	расчеты автора

Источник: разработано автором.

Система представлена показателями, которые соответствуют принципам оценки стоимости бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления, то есть являются комплексными, доступными и открытыми для внешней оценки, достаточными для разработки математической модели стоимостной оценки, учитывают специфику отраслей, финансовые и нефинансовые метрики.

В качестве результирующего показателя используется не рыночная капитализация (как в большинстве исследований), а рыночная стоимость инвестированного капитала бизнеса.

Рыночная капитализация представляет собой общую рыночную стоимость акций компании, рассчитываемую как произведение текущей цены одной акции на количество акций в свободном обращении. Отражает совокупное мнение инвесторов о текущей и будущей стоимости компании. Учитывает информацию о финансовых показателях, перспективах роста, рисках и, в частности, о качестве корпоративного управления. Доступна и регулярно обновляется на фондовых биржах, что делает ее удобной для анализа и сравнения компаний. Однако рыночная капитализация отражает интересы миноритарных держателей акций.

Поэтому для учета интересов всех стейкхолдеров целесообразно использовать рыночную стоимость инвестированного капитала (далее – MEV, market enterprise value).

Расчет MEV осуществлен с использованием модели Гордона, как показано в формуле (1)

$$MEV = \frac{FCF \times (1+g)}{(r-g)}, \quad (1)$$

где FCF – свободный денежный поток;

g – долгосрочный устойчивый темп роста (принят на уровне темпов роста валового внутреннего продукта Российской Федерации);

r – ставка дисконтирования (средневзвешенная стоимость капитала. Для расчета требуемой нормы доходности на собственный капитал использовалось среднеотраслевое значение ROE, стоимость заемного капитала на уровне рыночных процентных ставок долга по данным Банка России).

Использование модели Гордона позволяет оценить стоимость бизнеса с устойчивыми темпами роста. С учетом того, что выборка представлена публичными компаниями, использование данного метода является приемлемым для определения стоимости бизнеса.

4) На основе разработанной системы показателей впервые построена и эмпирически апробирована модель оценки рыночной стоимости российских публичных компаний с использованием алгоритма дерева регрессии (CART) на выборке из 147 эмитентов, акции которых обращаются на фондовом рынке. Предложенная модель обеспечивает возможность оценки рыночной стоимости бизнеса с учетом влияния качества корпоративного управления и отличается высокой экономичностью вычислений, что способствует повышению эффективности принятия решений при проведении стоимостной оценки.

По сформированной выборке российских публичных компаний рассчитана их рыночная стоимость. С использованием графического и статистического анализа исследована взаимосвязь системы показателей качества корпоративного управления и стоимости бизнеса. Сделан вывод о том, что существует тенденция

увеличения медианного и среднего значения рыночной стоимости компаний с ростом отдельных показателей качества корпоративного управления.

Однако нелинейный характер взаимосвязи многих показателей не позволяет зафиксировать тесную взаимосвязь с рыночной стоимостью с использованием графического анализа.

С использованием статистического анализа (коэффициенты корреляции Пирсона и Спирмена) отобраны релевантные признаки для разработки модели: NOPAT, количество персонала, свободный денежный поток, выручка, доля соблюдаемых пунктов кодекса корпоративного управления, количество членов совета директоров, образование главы коллегиального органа управления, возраст генерального директора, рейтинг компании по качеству корпоративного управления УК «Арсагера», дивидендная доходность, количество иностранцев в совете директоров, наличие канала приема жалоб сотрудников, степень вовлеченности ESG-вопросов в общекорпоративную стратегию компании, наличие комитета по устойчивому развитию.

В связи с тем, что гистограмма распределения рыночной стоимости инвестированного капитала компаний имеет существенную скошенность, применено логарифмическое преобразование для уменьшения разброса данных, снижающее влияние больших значений (выбросов), чтобы улучшить распределение данных и повысить производительность модели.

В целях уменьшения размерности, количественные признаки подвергались процедуре масштабирования (нормализации) с использованием метода MinMaxScaler – одного из методов масштабирования (нормализации) данных, предоставляемого библиотекой scikit-learn. В рамках данного метода преобразование показателей выполняется по формуле (2)

$$X_{scales} = \frac{X - X_{min}}{X_{max} - X_{min}} , \quad (2)$$

где X_{scales} – нормализованное значение признака;

X – исходное значение признака;

X_{min} и X_{max} – минимальное и максимальное значения признака в наборе данных.

Таким образом, минимальное значение каждого признака становится 0, а максимальное – 1. Остальные значения пропорционально масштабируются в пределах этого диапазона.

Встроенным методом `train_test_split` из библиотеки `scikit-learn` набор данных разделен на обучающую (584 значения или 80% от совокупной выборки) и тестовую (147 значений или 20% от совокупной выборки). Это стандартный и широко используемый подход, обеспечивающий баланс между достаточным объемом данных для обучения модели и надежной оценкой ее производительности на новых данных.

С учетом специфики рассматриваемых показателей применена модель, способная аппроксимировать нелинейные взаимосвязи – дерево решений для регрессии (`DecisionTreeRegressor`) на основе алгоритма CART (Classification and Regression Trees). Математическая цель алгоритма – найти такой признак и значение разбиения, которые наилучшим образом разделяют данные для минимизации ошибки предсказания.

Для каждого возможного разбиения данных по признаку X_j на значение s вычисляется средняя квадратичная ошибка для полученных подмножеств, как показано в формуле (3)

$$MSE = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2, \quad (3)$$

где MSE – средняя квадратичная ошибка для полученных подмножеств;
 n – количество элементов в выборке (общее число наблюдений или точек данных);
 y_i – фактическое значение переменной;
 \bar{y} – среднее значение целевой переменной в текущем узле.

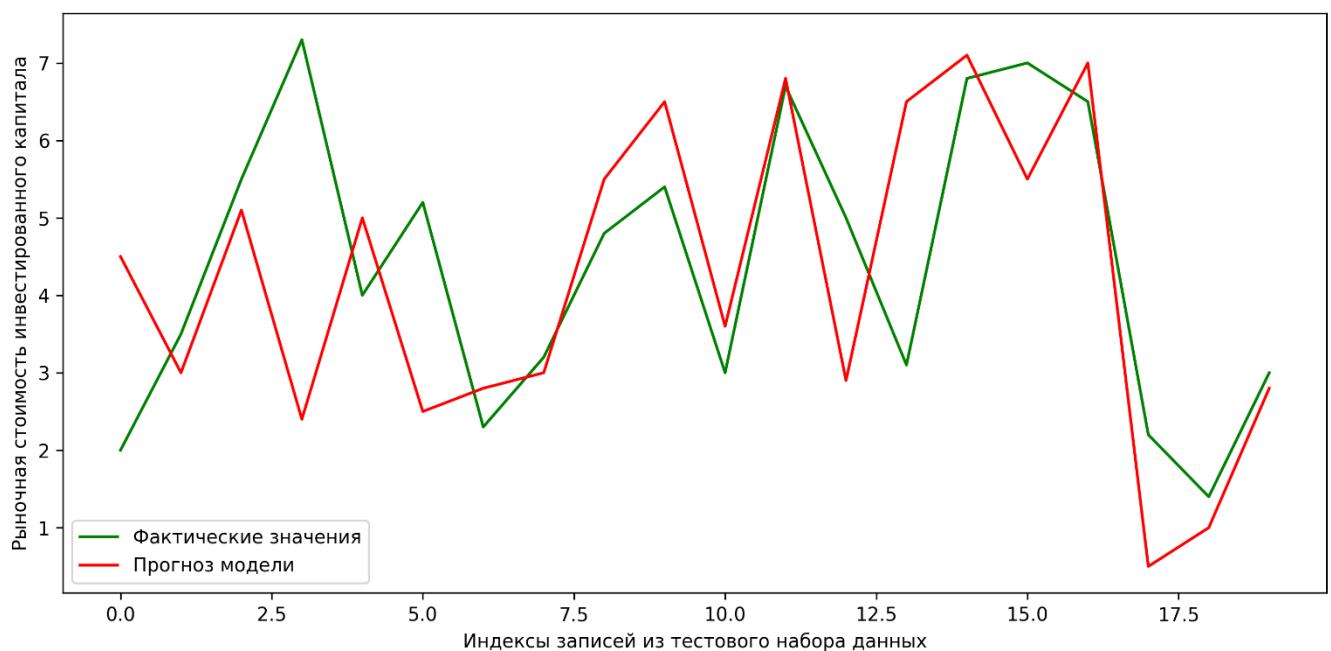
В программной среде Python с использованием библиотеки `scikit-learn` обучено дерево регрессии. При разработке модели использовалась 5-кратная кросс-валидация для оценки производительности модели и определения гиперпараметров модели.

Оптимальные гиперпараметры модели следующие: максимальная глубина дерева 10 уровней, минимальное количество образцов для разбиения узла – 10, минимальное количество образцов в листовом узле – 4.

Оценочные метрики модели на тестовой выборке получены следующие:

1. коэффициент детерминации (R^2) составляет 60%, что означает способность модели объяснять 60% вариации целевой переменной;
2. средняя абсолютная процентная ошибка (MAPE, Mean Absolute Percentage Error) – 2,18%, что является низким показателем и указывает на высокую точность предсказаний модели в процентном выражении.

На рисунке 2 представлен график фактического и прогнозного значений рыночной стоимости инвестированного капитала по разработанной модели на тестовом наборе данных (147 компаний), которые не были доступны модели в процессе обучения.



Источник: рассчитано автором в Python.

Рисунок 2 – Фактические и прогнозные значения рыночной стоимости российских публичных компаний на тестовом наборе данных

Исходя из рисунка 2 можно сделать вывод, что модель хорошо улавливает общие тренды в данных, такие как восходящие и нисходящие изменения, даже если имеются небольшие несоответствия в значениях.

Сформированная значимость признаков модели представлена в таблице 4.

По результатам анализа таблицы 4 можно сделать вывод, что финансовые показатели вносят вклад в формирование стоимости существенно выше, чем нефинансовые.

Однако важно отметить, что несмотря на относительно низкую значимость некоторых показателей, характеризующих качество корпоративного управления по дереву решений, они обеспечивают приемлемый коэффициент детерминации.

Таблица 4 – Значимость признаков в дереве решений

Признаки	Значимость
Выручка (revenue)	0,4876
NOPAT (nopat)	0,1975
Свободный денежный поток – FCF (fcf)	0,1483
Рейтинг компаний по качеству КУ УК «Арсагера» (arsagera)	0,0451
Количество членов совета директоров (number_members_directors_board)	0,0291
Количество персонала (number_staff)	0,0281
Доля соблюдаемых пунктов Кодекса корпоративного управления (percentage_points_corporate_governance_code)	0,0265
Возраст генерального директора (age_ceo_2024)	0,0117
Количество иностранцев в совете директоров (number_foreigners_directors)	0,0115
Дивидендная доходность (div_income)	0,0111
ESG-вопросы являются частью общекорпоративной стратегии компании (esg_issues_are_part_company_corporate_strategy)	0,0031
Образование главы коллегиального органа управления (education_level_group)	0,0002
Наличие канала приема жалоб сотрудников (availability_hotline)	0,0001
Наличие комитета по устойчивому развитию (existence_committee_sustainable_development)	0,0001
Итого	1

Источник: разработано автором.

В процессе моделирования осуществлялись эксперименты по удалению низко значимых показателей из модели, что приводило к снижению ее производительности. Данный аспект подчеркивает комплексность воздействия показателей качества корпоративного управления при формировании стоимости бизнеса.

5) Сформулированы научно-практические рекомендации по внедрению и использованию модели оценки стоимости бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления, включающие алгоритм оценки на основе применения модели. Последовательность действий в рамках разработанного алгоритма направлена на фиксацию «разрыва восприятия стоимости», определенной по разработанной автором модели дерева регрессии с результатом, полученным на основе метода рынка капитала, что позволило предложить мероприятия, направленные на увеличение рыночной стоимости бизнеса и сокращение «разрыва восприятия стоимости» через систему ключевых показателей модели.

В рамках научно-практических рекомендаций по внедрению представленной модели в процесс формирования стоимости компании разработан алгоритм ее применения, изображенный на рисунке 3, на основе логики принятия решения о «недооцененности» или «переоцененности» компании, которое принимается путем сравнения стоимости 1 акции компании, определенной с использованием разработанной автором модели (учитывающей доходы компании и качество корпоративного управления), с ценами на акции на фондовом рынке (метод рынка капитала сравнительного подхода).

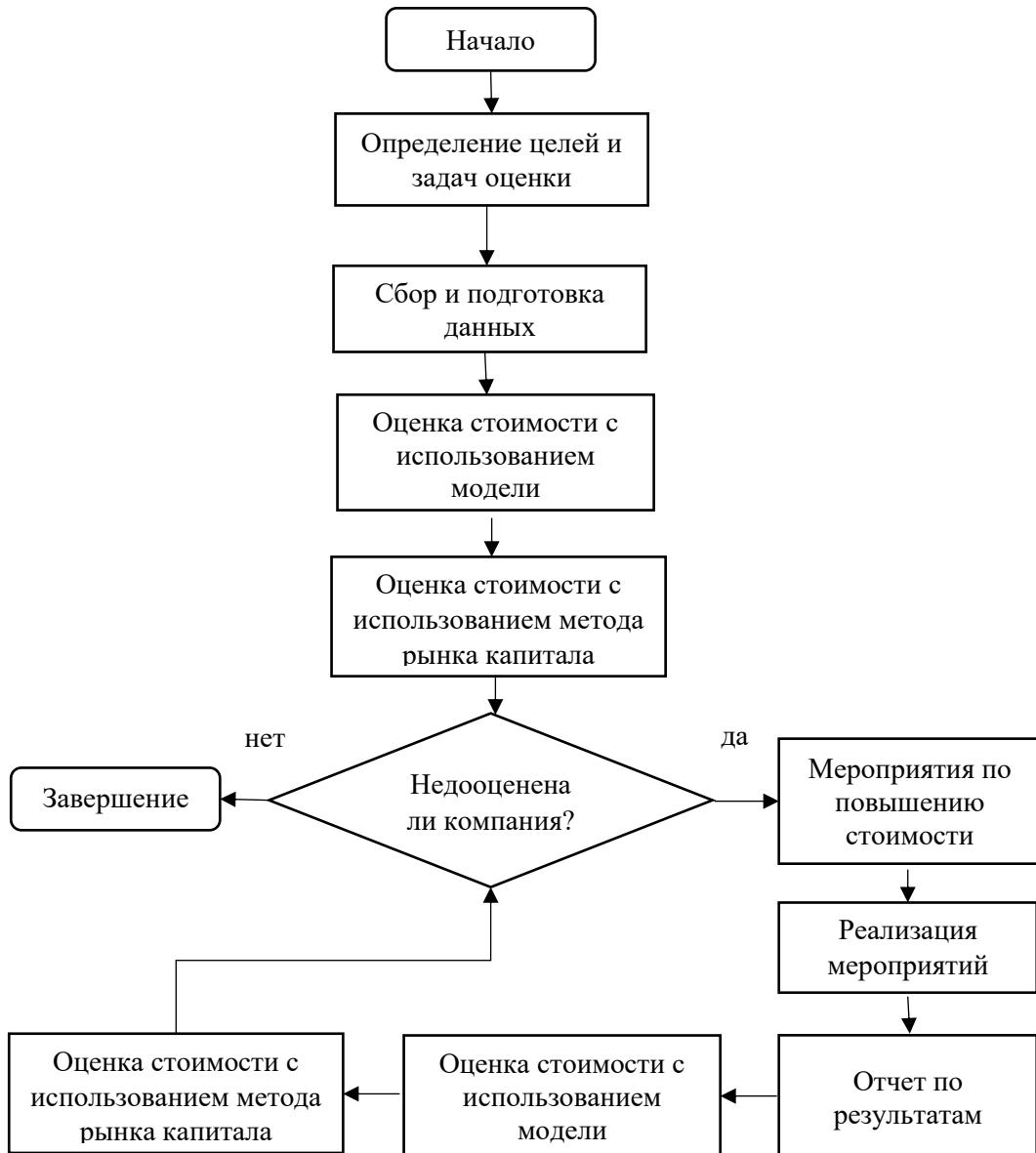
На четвертом – сравнить рыночную стоимость полученной с использованием модели с результатом на основе метода рынка капитала (по ценам акций, имеющих обращение на фондовом рынке).

На пятом этапе осуществляется принятие решения о недооцененности или переоцененности компании на рынке. Том Коупленд называет это как «разрыв восприятий» стоимости компании. При недооценке необходимо зафиксировать расхождение и выработать комплекс мероприятий по работе с факторами стоимости в целях их улучшения.

На шестом этапе разрабатываются мероприятия по повышению стоимости. Мероприятия могут включать не только организационно-экономические и финансовые аспекты, но и должное раскрытие информации, проведение большего количества качественных коммуникаций с рынком, которые позволяют понять стратегию компании.

После реализации мероприятий необходимо зафиксировать полученные значения показателей стоимости и заново выполнить оценку стоимости бизнеса.

При достижении поставленных целей (при отсутствии существенных расхождений с методом рынка капитала) процесс завершается. При наличии существенных расхождений в стоимости необходимо скорректировать мероприятия.



Источник: разработано автором.

Рисунок 3 – Алгоритм применения модели оценки стоимости российских публичных компаний с учетом качества КУ в процессе формирования стоимости

В целях увеличения рыночной стоимости бизнеса и сокращения разрыва восприятий необходимо реализовать *мероприятия, направленные на улучшение показателей модели и стоимости бизнеса по следующим направлениям:*

1. Выручка. Разработка и вывод на рынок новых продуктов или услуг, соответствующих потребностям клиентов. Исследование возможности выхода

на новые географические рынки или сегменты клиентов. Инвестирование в рекламные кампании, цифровой маркетинг и продвижение бренда для увеличения узнаваемости и привлечения новых клиентов. Внедрение программы лояльности, улучшение сервиса, что может привести к повторным покупкам и рекомендациям.

2. Чистая операционная прибыль после налогообложения (NOPAT). Анализ затрат и сокращение неэффективных расходов. Внедрение современных технологий и автоматизации бизнес-процессов. Оптимизация цепочки поставок и управление складскими запасами для снижения издержек. Одним из перспективных направлений по повышению операционной эффективности компании является внедрение прорывных технологий искусственного интеллекта.

3. Свободный денежный поток. Пересмотр капиталовложений, фокусируясь на проектах с высокой отдачей. Улучшение условий оплаты с поставщиками и дебиторами для ускорения оборота денежных средств. Рассмотрение возможности рефинансирования долговых обязательств по более выгодным ставкам.

4. Рейтинг компаний по качеству корпоративного управления УК «Арсагера». Внедрение лучших практик корпоративного управления, обеспечение прозрачности и подотчетности. Регулярная публикация финансовых отчетов, улучшение коммуникаций с инвесторами и стейххолдерами. Все критерии и их балльные оценки, которые необходимо выполнить для получения соответствующего рейтинга, представлены в методике (отражены в первой главе диссертации).

Отдельно стоит отметить возможность интеграции модели оценки стоимости бизнеса с учетом качества корпоративного управления с действующими подходами и методами оценки. Авторская модель может стать основой метода отраслевых коэффициентов для расчета стоимости инвестированного капитала компаний.

III Заключение

Разработанные в диссертации инструменты оценки стоимости бизнеса с учетом фактора качества корпоративного управления, включающие авторскую модель, позволяют обеспечить максимально объективный и наименее трудозатратный процесс формирования и оценки стоимости компаний.

В рамках научно-практических рекомендаций по внедрению представленной модели в процесс формирования стоимости компаний разработан алгоритм

ее применения на основе логики принятия решения о «недооцененности» или «переоцененности» компании.

Полученный инструментарий позволяет сократить «разрыв восприятий стоимости» рынком и решить проблему недооцененности российских публичных компаний.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Салихов, Г.М. Влияние различных аспектов корпоративного управления на финансовые результаты деятельности компаний / Г.М. Салихов // Финансовая экономика. – 2024. – № 1. – С. 272-276. – ISSN 2075-7786.
2. Салихов, Г.М. Эффективность деятельности сталелитейных компаний России: основные показатели и модели / Г.М. Салихов // Финансовая экономика. – 2024. – № 2. – С. 155-159. – ISSN 2075-7786.
3. Салихов, Г.М. Экономическая оценка внедрения технологии искусственного интеллекта в целях повышения стоимости компании / С.Г. Стерник, Г.М. Салихов, Д.И. Пигарева // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия «Экономика и право». – 2024. – № 5. – С. 89-94. – ISSN 2223-2974.
4. Салихов, Г.М. Модель машинного обучения для оценки влияния качества корпоративного управления на стоимость бизнеса / Г.М. Салихов, С.Г. Стерник // Modern Economy Success / Успехи современной экономики. – 2025. – № 2. – С. 81-90. – ISSN 2500-3747. – Текст : электронный. – DOI 10.58224/2500-3747-2025-2. – URL: <https://mes-journal.ru/wp-content/uploads/2025/04/mes-2-2025.pdf> (дата обращения: 15.07.2025).
5. Салихов, Г.М. Критический анализ современного инструментария стоимостной оценки предприятия / Г.М. Салихов // Российский экономический интернет-журнал. – 2025. – № 3. – С. 1-14. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/285/w1g1oacuja7uwwj462p206hrb7dqgkm3.pdf> (дата обращения: 15.06.2025).