

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

На правах рукописи

Косорукова Ольга Дмитриевна

**Влияние корпоративного управления на формирование
стоимости бизнеса**

5.2.4. Финансы

Диссертация на соискание ученой степени кандидата
экономических наук

Научный руководитель –
доктор экономических наук, профессор
Екимова Ксения Валерьевна

Москва – 2021

Содержание

Введение.....	7
Глава 1 Современные системы корпоративного управления и их связь со стоимостью бизнеса	16
1.1 Анализ основных моделей корпоративного управления в России и за рубежом. Проблемы становления российской модели и ее особенности в современных условиях.	16
1.2 Корпоративное управление как фактор формирования стоимости бизнеса. Анализ и классификация финансовых и нефинансовых показателей как факторов формирования стоимости бизнеса.....	40
1.3 Особенности корпоративного управления для различных организационно-правовых форм организаций.....	64
Глава 2 Анализ влияния корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса.....	80
2.1 Анализ показателей качества корпоративного управления и его влияния на стоимость бизнеса	80
2.2 Влияние существенных фактов на стоимость и уровень капитализации бизнеса.....	98
2.3 Влияние факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса	108
Глава 3 Методика оценки влияния корпоративного управления на определение и управление стоимостью бизнеса: разработка и апробация	123
3.1 Разработка методики оценки влияния корпоративного управления на определение и управление стоимостью бизнеса.....	123
3.2 Апробация методики оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления на примере ПАО 1.....	137
3.3 Апробация методики оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления на примере ПАО 2.....	145
Заключение	153
Список литературы	158

Приложение А (рекомендуемое) Анализ определений корпоративного управления	184
Приложение Б (справочное) Основные критерии сложившихся моделей корпоративного управления.....	185
Приложение В (обязательное) Сравнение зарубежных моделей корпоративного управления	186
Приложение Г (обязательное) Российская модель корпоративного управления и ее элементы.....	187
Приложение Д (справочное) Структура собственности средних непубличных организаций в России за период с 2015 по 2019 год	188
Приложение Е (обязательное) Сравнительный анализ сущности подходов и особенностей к оценке стоимости объектов оценки и к оценке стоимости бизнеса.....	189
Приложение Ж (рекомендуемое) Модели оценки стоимости финансовых активов.....	190
Приложение И (справочное) Виды денежных потоков и их расчет.....	191
Приложение К (обязательное) Условия применения и расчет стоимости методом дисконтированных денежных потоков (DCF).....	192
Приложение Л (рекомендуемо) Оценочные мультипликаторы в сравнительном подходе	193
Приложение М (обязательное) Показатели интегрированной отчетности по отраслям в России за 2017 год	194
Приложение Н (обязательное) Анализ взаимосвязи принципов корпоративного управления с уровнем капитализации и стоимостью бизнеса.....	197
Приложение П (справочное) Распределение организаций России по организационно-правовым формам по состоянию на 1 января с 2018 по 2020 года.....	199

Приложение Р (справочное) Сравнительный анализ акционерного общества и общества с ограниченной ответственностью согласно российскому законодательству	201
Приложение С (обязательное) Особенности применения принципов КУ по Кодексу КУ в различных ОПФ	203
Приложение Т (справочное) Доля независимых директоров в составе комитетов за период с 2015 по 2019 год	204
Приложение У (справочное) Раскрытие информации российскими обществами.....	206
Приложение Ф (обязательное) Сравнительный анализ значений рентабельности активов и собственного капитала в различных ОПФ по отраслям за период с 2009 по 2019 год	208
Приложение Х (справочное) Система регулирования качества корпоративного управления в России	210
Приложение Ц (справочное) Национальный индекс корпоративного управления за период с 2015 по 2019 год	212
Приложение Ш (обязательное) Расчет мультипликаторов организаций включенных и не включенных в рейтинг РИД за период с 2017 по 2019 год.....	213
Приложение Щ (справочное) Сравнение уровня соблюдения российских принципов корпоративного управления в зависимости от уровня листинга ценных бумаг за период с 2015 по 2019 год.....	215
Приложение Э (обязательное) Динамика величины перескока капитализации в отсутствие существенных фактов организаций за период с 2017 по 2019 год.....	216
Приложение Ю (обязательное) Влияние принятия решений совета директоров на уровень капитализации организаций за период с 2017 по 2019 год.....	218
Приложение Я (обязательное) Динамика скачков капитализации вследствие направления за пределы Российской Федерации сведений для их раскрытия иностранным инвесторам организаций за период с 2017 по 2019 год	220

Приложение 1 (обязательное) Динамика скачков капитализации вследствие начисления или выплаты дохода по эмитированным ценным бумагам за период с 2017 по 2019 год	222
Приложение 2 (обязательное) Динамика скачков капитализации вследствие раскрытия ежеквартальной отчетности эмитента за период с 2017 по 2019 год ..	224
Приложение 3 (обязательное) Значения уровня капитализации российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год	226
Приложение 4 (обязательное) Расчет стоимости российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год (V1).....	227
Приложение 5 (обязательное) Расчет стоимости российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год (V2).....	231
Приложение 6 (обязательное) Значения переменных факторов российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год (x1-x4)	235
Приложение 7 (обязательное) Результаты регрессионного анализа для выявления связи переменных факторов (x1-x4) и результативных факторов (стоимость и капитализация организации) за период с 2009 по 2019 год.....	239
Приложение 8 (обязательное) Факторы риска	241
Приложение 9 (обязательное) Расчет значения премии за риск «Профильное образование и опыт работы».....	242
Приложение 10 (обязательное) Описание объекта оценки с приведением ссылок на документы, устанавливающие количественные и качественные характеристики объекта оценки ПАО 1	243
Приложение 11 (обязательное) Бухгалтерский баланс и отчет о финансовых результатах ПАО 1 за период с 2017 по 2019 год.....	245
Приложение 12 (обязательное) Расчет показателей ПАО 1 для формирования стоимости доходным подходом.....	248
Приложение 13 (обязательное) Анализ факторов корпоративного управления, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, в ПАО 1.....	251
Приложение 14 (обязательное) Расчет значения премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» ПАО 1	253

Приложение 15 (обязательное) Соблюдение принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления ПАО 1	255
Приложение 16 (обязательное) Описание объекта оценки с приведением ссылок на документы, устанавливающие количественные и качественные характеристики объекта оценки ПАО 2.....	256
Приложение 17 (обязательное) Бухгалтерский баланс и отчет о финансовых результатах ПАО 2 за период с 2017 по 2019 год.....	258
Приложение 18 (обязательное) Расчет показателей ПАО 2 для формирования стоимости бизнеса доходным подходом	261
Приложение 19 Анализ факторов корпоративного управления, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, в ПАО 2.....	263
Приложение 20 (обязательное) Расчет итогового значения премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» ПАО 2.....	266
Приложение 21 (обязательное) Соблюдение принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления ПАО 2	268

Введение

Актуальность темы исследования. Элементом изучения агентской теории в корпоративных финансах, одним из нефинансовых факторов, оказывающих влияние на уровень капитализации и стоимость бизнеса акционерных обществ, является корпоративное управление (ниже – КУ). Банком России в Письме 2014 года «О Кодексе корпоративного управления» подчеркивается, что корпоративное управление влияет на экономические показатели деятельности акционерного общества, оценку стоимости инвесторами и другими заинтересованными сторонами его акций и способность общества привлекать капитал. Согласно имеющимся исследованиям вследствие роста уровня качества корпоративного управления цена акций российских организаций может ожидать получение премии в размере от 20 % до 50%. Уровень качества корпоративного управления отражает степень внедрения, соблюдения его принципов. Кроме акционерных обществ, корпоративное управление существует и в организациях других организационно-правовых форм, однако его влияние на их стоимость изучено недостаточно. Кроме того, недостаточно исследован вопрос влияния корпоративного управления на уровень капитализации и стоимость бизнеса в современных условиях с учетом принципов, изложенных в Кодексе корпоративного управления, принятом в 2014 году Банком России, а также сообщений о существенных фактах. Дискуссионным является и вопрос модели корпоративного управления для российских организаций. В 2015 году на Генеральной ассамблее ООН была отмечена корпоративная социальная ответственность бизнеса, которая является частью корпоративного управления, и определяют ESG-факторы развития общества. Таким образом, данная тема научного исследования актуальна для изучения влияния теории агентских отношений в корпоративных финансах на стоимость бизнеса российских организаций, а также учета влияния ESG-факторов в части корпоративного управления в бизнес-моделях их деятельности.

Состояние научной разработки данной проблематики.

Автором были проанализированы работы по проблемам формирования стоимости бизнеса, влиянию на него корпоративного управления и уровень капитализации обществ. Исследование выявило, что в настоящее время в отечественных работах отсутствует анализ взаимосвязи корпоративного управления и стоимости бизнеса. Имеются работы по изучению влияния корпоративного управления на уровень капитализации организации, но не на их стоимость.

В основе проведенного автором исследования лежат труды отечественных ученых, внесших существенный вклад в изучение корпоративных финансов и корпоративного управления И.В.Беликова, И.Ю.Беляевой, А.В.Бухвалова, В.К.Вербицкого, И.В.Косоруковой, И.В.Никитушкиной, П.Ю.Старюк, Т.В.Тепловой, М.А.Шуклиной, М.А.Эскиндарова, и др. Зарубежными учеными, которыми рассматривают проблемы корпоративных финансов и корпоративного управления, являются Р.Брейли, С.Беннетт, М.Дженсен, С.Майерс, У.Меклинг, Ю.Фама и др.

Основой исследования послужили работы по определению стоимости бизнеса отечественных ученых В.Е.Есипова, И.В.Ивашковской, Т.Г.Касьяненко, Ю.В.Козыря, И.В.Косоруковой, Г.А.Маховиковой, Н.Ю.Пузыня, В.М.Рутгайзера, М.А.Федотовой, Н.М.Якуповой и др.; и зарубежных ученых А.Дамодарана, Т.Коупленда, Т.Коллера, З.Мерсера, Д.Муррина, Ш.Пратта, Т.Хармса, Д.Хитчнера и др.

Однако в изученных работах недостаточно внимание уделяется вопросам влияния корпоративного управления на стоимость организации. Кроме того, последние исследования по изучению влияния корпоративного управления на уровень капитализации российских организаций проводились более 10 лет назад и не учитывали принципы корпоративного управления, изложенные в Кодексе, утвержденном Банком России.

Цель исследования - разработка теоретико-методических положений формирования стоимости бизнеса организации с учетом влияния факторов

корпоративного управления и их апробация на практике.

Задачи исследования:

- 1) Рассмотреть модели корпоративного управления в России и за рубежом, ее становление и особенности современного этапа.
- 2) Определить место и роль корпоративного управления в формировании стоимости бизнеса.
- 3) Выявить и проанализировать особенности применения принципов корпоративного управления для различных организационно-правовых форм организаций.
- 4) Провести анализ показателей качества корпоративного управления как факторов формирования стоимости бизнеса.
- 5) Исследовать влияние существенных фактов и корпоративных действий на стоимость бизнеса.
- 6) Выявить эмпирические закономерности, характерные для российских публичных акционерных обществ, учитывающие влияние выявленных факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса.
- 7) Разработать методику оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом факторов корпоративного управления и провести ее апробацию на конкретных примерах.

Объектом исследования является стоимость российских организаций, в которых применяются принципы корпоративного управления.

Предметом исследования выступают финансово-экономические отношения по формированию стоимости бизнеса с учетом влияния корпоративного управления на его стоимость.

Информационную базу составили данные базы данных «СКРИН», материалы научно-практических конференций, информация, опубликованная в научной литературе и периодической печати, в справочных системах «Консультант плюс», «Гарант», в обзорах Банка России, национальных докладах Национального совета по корпоративному управлению, Российского института директоров (РИД), рейтинговых агентств, данные открытого доступа

официальных источников сети «Интернет», нормативно-правовые акты, регламентирующие оценочную деятельность, в частности определение стоимости бизнеса, и применение принципов корпоративного управления в Российской Федерации, результаты российских и зарубежных научных и методических публикаций и исследований, материалы периодических изданий. В качестве нормативно-правовой базы исследования были использованы законы Российской Федерации, Постановления и Распоряжения Правительства Российской Федерации, нормативно-правовые документы Минэкономразвития России, Минфина России, Росимущества, а также нормативные акты и письма Банка России и другие.

Научная новизна работы состоит в развитии теоретических положений стоимостной оценки бизнеса и разработке методики формирования стоимости бизнеса на основе применения доходного и сравнительного подходов к оценке с учетом влияния факторов корпоративного управления.

Положения, выносимые на защиту:

1) Обосновано применение дополнительных критериев сравнительного анализа моделей корпоративного управления: наличие независимых директоров и иностранных инвесторов, ориентация инвестирования, уровень вознаграждения менеджеров, роль наемного персонала, степень раскрытия информации. Эти дополнительные критерии, в отличие от существующих, позволяют соотнести отличия моделей корпоративного управления с современными принципами корпоративного управления и частично учесть их при анализе ценообразующих факторов бизнеса.

Проанализирована и описана российская модель корпоративного управления и ее основные характеристики: высокая степень вмешательства государства в бизнес, высокая степень концентрированности акционерной собственности обществ, низкая заинтересованность банков и финансовых институтов в приобретении акций организаций, наличие высшего органа управления организаций в виде общего собрания акционеров/участников, высокая роль совета директоров, в том числе независимых директоров, участие

наемных работников в управлении организацией, неразвитость и низкая ликвидность фондового рынка, незначительность роли мелких инвесторов, наличие двухуровневой структуры корпоративного управления, отсутствие четкого разделения обязанностей между менеджментом и собственниками организации, высокая доля иностранных инвесторов в российских организациях. Описание характеристик российской модели КУ позволяет провести анализ их влияния на формирование стоимости российского бизнеса.

2) Обоснована классификация показателей, оказывающих влияние на стоимость бизнеса. Они классифицируются на 4: финансовые, нефинансовые, фундаментальные и нефундаментальные. Классификация представлена в матричном виде, определяет место корпоративного управления в системе факторов, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, позволяет отнести данный фактор к фундаментальным нефинансовым показателям. Это опровергает существующую точку зрения о том, что корпоративное управление относится к нефундаментальным факторам стоимости бизнеса. На основе анализа влияния принципов КУ на формирование стоимости бизнеса определены факторы для проведения корреляционно-регрессионного анализа и построения регрессионных моделей влияния отдельных факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса.

3) Для формирования стоимости бизнеса обосновано использование критериев оценки качества корпоративного управления организаций как факторов ценообразования. Предложено учитывать в рейтингах качества корпоративного управления соблюдение всех принципов корпоративного управления, указанных в Кодексе корпоративного управления. В дополнение к существующим рекомендовано учитывать два принципа корпоративного управления по Кодексу корпоративного управления: система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества; существенные факты.

4) Доказано влияние существенных фактов на уровень капитализации публичных акционерных обществ и выявлено, что их влияние не зависит от

отраслевой деятельности общества, а является индивидуальным для конкретного публичного акционерного общества.

5) На основе выборки из 20 публичных акционерных обществ четырех отраслей за 11 лет (с 2009 по 2019 г.), соблюдающих принципы корпоративного управления, построены регрессионные модели влияния отдельных факторов на стоимость и уровень капитализации указанных обществ. Представленные регрессионные модели выявляют эмпирические закономерности, характерные для российских публичных акционерных обществ (ПАО), учитывающие влияние выявленных факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса, и могут быть использованы в рамках применения сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса, а также для управления уровнем капитализации и стоимости бизнеса публичных обществ указанных отраслей.

6) Обоснованы особенности расчета ставки дисконтирования методом кумулятивного построения для оценки стоимости акционерного общества с учетом влияния деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов организаций. Разработана методика определения величины премии за риск, связанной с ключевой фигурой в руководстве организации, на основе анализа деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов. Доказано влияние корпоративного управления на величину доходности публичных акционерных обществ, что позволяет снизить риски ПАО по сравнению с другими организационно-правовыми формами организаций и учесть их влияние на расчет ставки дисконтирования в доходном подходе.

7) Разработана методика оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом факторов корпоративного управления, которая может применяться, в том числе, оценщиками при расчете стоимости бизнеса для более корректного определения ее величины и для управления стоимостью бизнеса на основе факторов корпоративного управления. Методика позволяет учесть принципы корпоративного управления и его составляющие в расчете стоимости бизнеса в рамках доходного и сравнительного подходов к оценке.

Область исследования. Диссертация выполнена в соответствии с пунктами паспорта специальностей Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации по специальности 5.2.4. Финансы.

Теоретическая значимость исследования состоит в дальнейшем развитии положений теории стоимостной оценки бизнеса, содержит необходимые методологические подходы к определению стоимости бизнеса с учетом влияния на ее формирование факторов корпоративного управления. Результаты исследования, полученные теоретические положения и выводы составляют теоретическую основу и способствуют приращению инструментария оценки стоимости бизнеса на основе принципов корпоративного управления, как элементов повышения качества формирования стоимости бизнеса с учетом факторов корпоративного управления.

Практическая значимость работы заключается в возможности применения положений диссертации и предложенной методики оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления на определение стоимости бизнеса публичными акционерными обществами и другими организационно-правовыми формами организаций.

Разработанная методика оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления может применяться оценщиками и оценочными компаниями, финансовыми и инвестиционными консультантами, менеджментом публичных акционерных обществ и организаций с долей участия государства. Кроме того, отдельные результаты исследования могут использоваться в консультациях частных и институциональных инвесторов по вопросам повышения эффективности инвестиционных портфелей, включающих акции.

Положения диссертации целесообразно использовать при подготовке соответствующих тем лекций и семинарских занятий экономических факультетов образовательных организаций высшего образования в курсах: «Корпоративные финансы», «Корпоративное управление», «Оценка стоимости бизнеса».

Теоретической основой диссертационного исследования являются фундаментальные положения экономической науки в сфере оценки стоимости бизнеса, корпоративных финансов, корпоративного управления, представленные в научных трудах ведущих зарубежных и отечественных ученых.

Методологическая основа исследования базируется на использовании методов сравнительного анализа, индукции и дедукции, факторного анализа, корреляционно-регрессионного анализа, а также подходов и методов оценочной деятельности. Расчеты, осуществляемые в ходе исследования, проведены с помощью программного обеспечения Microsoft Excel.

Степень достоверности результатов работы. Достоверность полученных результатов и обоснованность выводов и рекомендаций, приведенных в диссертации, основаны на комплексном анализе исследуемой проблемы и аргументированы результатами корректного применения корреляционно-регрессионных моделей, построенных на основе эмпирических данных выборки публичных акционерных обществ (объем выборки составил 20 публичных акционерных обществ за 11 лет с 2009 по 2019 г.), осуществляющих свою деятельность на территории Российской Федерации и применяющих принципы корпоративного управления.

Апробация результатов исследования. Основные результаты исследования изложены и получили одобрение в докладах на национальных и международных научно-практических и научно-методических конференциях:

– Международная научно-практическая конференция «Актуальные проблемы корпоративного менеджмента на современном этапе», Хабаровский государственный университет экономики и права, Хабаровск, 2018;

– I Всероссийская научно-практическая конференция «Современные проблемы и перспективы развития туризма и сферы услуг в условиях глобализации», ФГБОУ ВО «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых» (ВлГУ), Владимир, 2018;

- Десятая Международная научно-практическая конференция «25 лет оценочной деятельности в Российской Федерации: траектория развития», Университет «Синергия», Финансовый университет, Москва, 2019;
- Одиннадцатая Международная научно-методическая конференция «Стоимость собственности: оценка и управление», Университет «Синергия», Финансовый университет, Москва, 2019;
- II Всероссийская научно-практическая конференция «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире», Финансовый университет, Москва, 2020;
- XXXIV Международная научно-практическая конференция «Плехановские Чтения» (секция аспирантов и молодых ученых), РЭУ им. Г.В.Плеханова, Москва, 2021;
- XIV-XVI Международный научный конгресс «Роль бизнеса в трансформации российского общества» Университет «Синергия», Москва, 2019-2021.

Материалы диссертации использовались в учебном процессе Университета «Синергия» в рамках преподавания дисциплин «Оценка стоимости бизнеса», а также «Основы корпоративного управления» для бакалавров Экономики.

Выводы диссертационного исследования внедрены в практическую деятельность ЗАО «Российская оценка», НП «Российский институт директоров», АО «Навигационно-информационный центр Омской области». Внедрение и апробация результатов работы подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные научные результаты опубликованы в 12 научных работах общим объемом 12,92 печ. л., в том числе работ в рецензируемых изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации (9,66 печ.л.).

Глава 1 Современные системы корпоративного управления и их связь со стоимостью бизнеса

1.1 Анализ основных моделей корпоративного управления в России и за рубежом. Проблемы становления российской модели и ее особенности в современных условиях

Зарождению корпоративного управления способствовало развитие фондовых рынков и появления так называемых корпораций, в том числе публичных акционерных обществ XIX—XX вв. В этот период начался активный процесс отделения права собственности от управления корпорацией. Ранее данные функции совмещались одним лицом, который, как правило, был собственником, ее главным менеджером, непосредственным исполнителем.

Возникновение теории корпоративного управления во многом было связано с появлением теории корпоративных финансов как теории агентских отношений, суть которой, если кратко, заключалась в формулировании решения проблемы отделения собственности и контроля [62]. Теория агентских отношений, как известно, возникла по причине того, что собственники не всегда были способны управлять организацией самостоятельно вынуждены делегировать свои полномочия по управлению наемным менеджерам (агентам). В их компетенцию, как правило, входило принятие существенных решений по управлению организацией, они обладали достаточным объемом информации об организации. Однако они не всегда действовали с целью максимизации благосостояния собственников (принципалов) и решения проблемы¹⁾.

Основные положения теории корпоративных финансов были разработаны в трудах М. Джессинга, У. Меклинга [177] и Ю. Фамы [175], Р. Брейли, С. Майерса [55] в процессе изучения ими форм и способов сглаживания

¹⁾ В результате стало возможным возникновение «агентских конфликтов» в силу различия интересов принципалов и кредиторов.

конфликтов в интересах принципалов и менеджеров. Эти вопросы также рассматриваются и в работах российских авторов: И.В.Никитушкиной[64], И.В.Косоруковой [63], Т.В.Тепловой [75], М.А.Эскиндарова, М.А.Федотовой [60] и др.Для разрешения подобного рода конфликтов обычно использовались инструменты, которые подталкивали менеджеров действовать в интересах акционеров и кредиторов. Это могли быть различные стимулы, наказания и ограничения. Использование данных механизмов приводило неизбежно к появлению агентских затрат. Они могли быть обусловлены введением в состав совета директоров независимых директоров, работой ревизионной комиссии, созданием системы стимулирования менеджеров, контролем за их деятельностью (например, проведение аудиторских проверок), созданием организационной структуры, которая бы ограничивала нежелательное поведение менеджеров¹⁾.

На наш взгляд, только нормативные документы могут урегулировать различного рода конфликты. Например, в урегулировании и устранении агентских конфликтов огромную роль играют корпоративное законодательство и законодательство в области рынка ценных бумаг.

Для усиления роли системы корпоративного управления и сглаживания агентских конфликтов применялись так называемые кодексы корпоративного поведения[26]. Например, в 2002 году Распоряжением Федеральной комиссии по ценным бумагам в России был принят Кодекс корпоративного поведения. Он был направлен на защиту прав инвесторов и улучшение различных аспектов корпоративного управления. В Кодексе были зафиксированы принятые в мировой практике нормы и правила взаимоотношений между собственниками, менеджментом и акционерами организаций. Стало понятно, что ни государство, ни бизнес не могут в отдельности справиться с такой многоплановой задачей, как формирование практики корпоративного управления в соответствии с лучшими современными образцами. В связи с этим осенью 2002 года по инициативе Правительства Российской Федерации и

¹⁾ Например, можно привлечь внешних инвесторов в состав правления и т. п.

при поддержке Российского союза промышленников и предпринимателей (ниже – РСПП) было принято решение о создании Национального совета по корпоративному управлению (ниже – НСКУ, Совет). Участниками Совета стали главы государственных органов исполнительной и законодательной властей ведущих российских корпораций и ассоциаций предпринимателей. НСКУ был учрежден в 2003 году.

Ранее в различных странах мира (США, Великобритания, Германия и др.) КУ регулировалось с помощью корпоративного законодательства, однако развитие корпоративных отношений привело к пониманию того, что только законодательных актов для построения эффективной системы корпоративного управления недостаточно. Стало необходимо, чтобы участники корпоративных отношений добровольно принимали на себя обязательства для более гибкого построения отношений, что позволяло бы повысить уровень доверия со стороны инвесторов. В связи с этим появились кодексы корпоративного управления как форма регулирования этих отношений.

Следует отметить, что было принято достаточно большое количество Кодексов корпоративного управления. Так, в 40 странах и регионах было подготовлено более 100 кодексов различных уровней¹⁾, а именно, международных и национальных кодексов организаций. С середины 2018 года были пересмотрены национальные кодексы Австралии²⁾, Гонконга, Италии, Норвегии, Бельгии и ряда других [142]. В Великобритании вступил в силу Кодекс корпоративного управления для частных крупных организаций [180]. Все эти изменения были связаны с обеспечением более устойчивого развития организаций. Еще в 1992 году ООН была принята Концепция устойчивого развития, которая помимо защиты окружающей среды и изменения климата, выявила связи бизнес-модели организации с такими показателями как корпоративная социальная

¹⁾ Кальницкая, П.А. Корпоративное управление / Учебный курс. – Москва : Бизнес-школа СИНЕРГИЯ, 2011. – URL: http://www.e-biblio.ru/xbook/new/xbook301/book/index/index.html?go=part-005*page.htm (дата обращения 30.08.2021).

²⁾ Австралийским институтом корпоративных директоров были опубликованы десять принципов корпоративного управления для некоммерческих организаций [181].

ответственность (ниже - КСО), корпоративное управление, вовлечение миноритарных акционеров в управление организацией, раскрытие нефинансовой отчетности и др.

ООН возвращалась в своей деятельности еще не раз к Концепции устойчивого развития: в 2000 году были установлены Цели развития тысячелетия (ЦРТ), которые объединили уже три направления деятельности: экономическую, социальную и экологическую. Указания на данные три вектора развития отражены и в нормативных документах Банка России [39, 40]. В 2015 году ООН приняла концепцию устойчивого развития, которая определила 17 целей в области устойчивого развития, в том числе включала корпоративную социальную ответственность, являющейся частью корпоративного управления организации [143, 151]. Проекцией Целей устойчивого развития стали ESG-инвестиции¹⁾ (или ответственное инвестирование) и ESG-фонды.

ESG-инвестиции в 2020 году возросли с 2015 года с 5 млрд долларов до 51,1 млрд. Банк России в 2020 году дал рекомендации по реализации принципов ответственного инвестирования [38].

При этом под ESG-факторами Банк России понимает факторы, связанные с окружающей средой (в том числе, экологические факторы и факторы, касающиеся изменения климатических условий), обществом (факторы, связанные с изменением социальных условий) и корпоративным управлением²⁾.

¹⁾ ESG-инвестирование — это форма социально ответственного инвестирования, когда решение о вложениях средств в бизнес принимается на основе вклада организации в развитие общества. Положительное влияние организации может быть оценено с точки зрения трех основных факторов: Environmental (E) — окружающая среда; Social (S) — социальное развитие; Governance (G) — управление организацией (прежде всего, корпоративное управление), связанное с гендерным разнообразием в совете директоров, соответствующим вкладом сотрудника в оплату труда, общей прозрачностью бизнеса. Источник информации: РосБизнесКонсалт: [сайт]. — URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/60efd48d9a79477f9b55d91> (дата обращения: 30.08.2022).

²⁾ О рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ: информационное письмо Банка России от 12.07.2021 N ИН-06-28/49 [вступил в силу с 19.07.2021] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. — URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_390868/ (дата обращения: 20.08.2021). — Режим доступа: по подписке.

Впервые сам термин «корпоративное управление» и, непосредственно, проблема отделения функций контроля и собственности в публичных акционерных обществах рассматривались в 1932 г. в книге «Современная корпорация и частная собственность»¹⁾ американскими экономистами А.Берли и Г.Минзом. В их работе продемонстрировано, что подобное отделение приводит к образованию нового социального слоя - профессиональных менеджеров.

Основные современные определения сущности корпоративного управления приведены нами в приложении А.

Они позволяют подчеркнуть, что в настоящее время единого понятия корпоративного управления нет. Определения сводятся в основном к тому, что корпоративное управление - это система взаимоотношений между собственниками, менеджментом и иными заинтересованными лицами, направленная на обеспечение прозрачности решений, справедливое распределение результатов деятельности и повышения инвестиционной привлекательности организации.

Справедливости ради следует отметить, что существует и другая точка зрения о сущности понятия «корпоративное управление». Его основное положение сводится к тому, что инвестору должна быть предоставлена возможность управлять организацией в соответствии с правами, предоставленными ему законодательством, и контролировать действия руководства организации. Цель КУ – создание среды доверия, прозрачности и ответственности для стимулирования долгосрочных отношений с инвесторами. Эта цель существенно коррелирует с целями Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»²⁾.

¹⁾ Дементьева, А. Г. Система корпоративного управления в развитых странах и России // Менеджмент в России и за рубежом. – 2008. – № 3. – С. 124–138. – Текст : непосредственный.

²⁾ О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : федеральный закон от 18.02.1999 N 46 [вступил в силу с 05.03.1999] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22219/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

Можно согласиться с мнением И.Ю.Беляевой¹⁾, что под системой КУ понимается совокупность средств и инструментов использования потенциала корпорации для достижения целей корпоративного управления.

На сегодняшний день роль корпоративного управления для организаций достаточно велика, так как, например, оно влияет на следующие направления ее деятельности:

- взаимоотношения между заинтересованными лицами организации (собственниками (акционерами), инвесторами, органами управления, кредиторами и др. заинтересованными сторонами - стейкхолдерами);
- эффективность управления организацией [97, 117, 122];
- банкротство организации [126];
- качество выпускаемой организацией продукции [124] и др.

Система корпоративного управления в Российской Федерации опирается на международные акты, федеральные законы и другие нормативные документы Российской Федерации [2, 3, 4, 21, 28], а также письма Банка России [30, 31, 34].

Под влиянием всего вышеизложенного, а именно, истории развития КУ, его понятий, нормативных документов в области КУ, способов регулирования корпоративных конфликтов и др., начали формироваться модели КУ, которые в настоящее время являются элементом корпоративных отношений организаций разных странах мира.

Модели КУ начали формироваться, прежде всего, в США в начале XX в. [83] и повлияли на деятельность организаций, в том числе, образовался класс профессиональных менеджеров, а уставный капитал стал менее концентрированным.

Несомненно, в разных странах система КУ функционирует не одинаково. Это отражается, в том числе:

¹⁾ Эскиндаров, М.А., Беляева, И.Ю. Корпоративное управление в схемах и таблицах: учебное пособие / коллектив авторов; под ред. М.А.Эскиндарова, И.Ю.Беляевой. – Москва : КНОРУС, 2019. – 305 с. (С. 106).

- в наличии разделения функций между собственниками, советом директоров и менеджерами;
- в распределении акций между разными группами акционеров;
- в уровне и форме выплате вознаграждений менеджерам;
- в степени участия стейкхолдеров (не представляющих акционеров или менеджеров) в органах управления.

На расхождения в системе корпоративного управления в разных странах влияет совокупность нескольких факторов. К ним относятся, на наш взгляд следующие:

- исторически сложившийся характер отношений между гражданами и государством;
- преобладающие типы экономического поведения населения;
- степень развитости фондового рынка;
- структуру акционерного капитала;
- распределение ресурсов между различными финансовыми институтами;
- способы решения конфликтов.

Таким образом, в мире сложилось несколько моделей корпоративного управления, основной функцией которых является построение системы, способствовавшей реализации задач инвесторов и защите их интересов.

В настоящей работе будут рассмотрены три основные зарубежные модели КУ:

- американская (англо-американская, англосаксонская);
- немецкая (германская, континентальная);
- азиатская (японская).

В приложении Б изложены основные критерии, по которым проводится анализ вышеуказанных сложившихся моделей корпоративного управления.

В приложении В приведено сравнение критериев зарубежных моделей КУ по параметрам, которые представлены в приложении Б.

Опишем зарубежные модели КУ более подробно. Это позволит глубже изучить их особенности. Прежде всего, отметим, что вангло-американской модели государство не является важным участником корпоративных отношений, а ему отводится второстепенная роль, участие которого должно ограничиваться лишь установлением общих правил для всех участников рынка.

При этом в тех странах, где доминирует именно американская модель корпоративного управления, в законодательстве существует целый ряд норм, запрещающих банкам заниматься инвестиционной деятельностью, это ограничивает способность финансовых институтов владеть крупными пакетами акций организации. Например, в США в 1933 г. вступил в силу закон Гласса-Стигалла¹⁾, который ввел несколько запретов для банковских организаций, например, было запрещено иметь в своем распоряжении акционерный капитал, полученный с помощью аффилированных инвестиционных банков, владеть более чем 5% голосующих акций любой несберегательной организации или как-либо осуществлять контроль промышленной организации.

В такой ситуации финансовые институты не обладают достаточными возможностями для вмешательства в текущее состояние организации. Инвесторы, не имеющие возможности такого контроля, крайне чувствительны к доступности информации и определения неблагоприятной ситуации в делах организации.

Необходимо отметить, что для организаций чрезвычайно важны внешние атрибуты эффективного корпоративного управления: открытость информации, наличие такого совета директоров, который отстаивает интересы акционеров и имеет преимущественно независимый состав.

В целом можно отметить, что в американской модели КУ удовлетворение интересов собственников организации является приоритетной задачей, а главной отличительной особенностью - только акционеры имеют право влиять на процесс принятия стратегических решений. Следовательно, интересы корпорации

¹⁾ Закон Гласса-Стигалла был установлен после кризиса 1932 г. как реакция на массовые спекуляции банков с ценными бумагами организаций

тождественны интересам ее собственников, они делегируют менеджерам и иным сотрудникам определенные права по управлению обществом.

Главная обязанность совета директоров, большую часть которого составляют независимые директора, как основного органа корпорации - защита прав и интересов собственников, а также максимизация их материального благосостояния. То есть, одной из функций совета директоров является достижение высокого уровня качества КУ, гарантирующее рост стоимости бизнеса.

США являются лидером в области корпоративного управления, а разработанные ими принципы широко используются в мире. Они приняты почти во всех странах, даже там, где доминируют отличные от американской модели корпоративного управления.

Как правило, выделяют шесть основных принципов¹⁾: справедливое отношение к акционерам; методика голосования на собраниях акционеров (учет голосов по доверенности и др.); прозрачность отчетности; открытость информации о членах совета директоров перед акционерами; стратегическое планирование; выполнение разработанных кодексов принципов взаимоотношений с акционерами. Итак, сущность принципов сводится к максимальной открытости, справедливости, обеспечению равных условий доступа к информации всех участников общества. При этом, как показывает практика, общества, придерживающиеся американской модели, не всегда следуют вышеперечисленным принципам.

В германской модели КУ важным субъектом экономических и корпоративных отношений является государство²⁾. Главное здесь - не успех отдельной личности или организации, а обеспечение стабильности и успешного развития национальной экономики в целом.

Уставным капиталом владеют средние и крупные акционеры, которые, как

¹⁾ Антонова, В.Г. Корпоративное управление // Учебное пособие. – Москва : ИД «Форум»-ИНФРА-М, 2006. – 288 с. (288 с.)

²⁾ Baums T. Corporate Governance in Germany: System and Recent Developments / M. Isaksson, R. Skog (eds.), Aspects of Corporate Governance // Stockholm: Jurist for laget. – 1993. – Pp. 31-54. (Pp. 31-54)

правило, являются юридическими лицами, в том числе банками. Банки через своих представителей в советах директоров реализуют функции мониторинга и контроля, организуют эмиссию ценных бумаг¹⁾, что является главной отличительной чертой этой модели. Широкую практику в организациях с германской моделью получило перекрестное владение акциями.

Предпочтительный способ разрешения конфликтов – достижение согласия между участниками корпоративных отношений.

В азиатской модели главный участник экономических и корпоративных отношениях – государство, которое обеспечивает развитие и соблюдение общих правил, и непосредственно влияет на бизнес. Неудача в бизнесе традиционно рассматривалась как самый серьезный удар по репутации человека в целом, зачастую определяющий всю его дальнейшую судьбу. Совет директоров играет только формальную роль.

Исключительно важную роль в деятельности организаций играют банки. Подавляющая часть личных накоплений населения направляется в банковские депозиты и лишь незначительная — на фондовый рынок. Стратегическая цель развития состоит в увеличении доли рынка, а не в увеличении рентабельности организации.

Основной менеджер в организации не может принимать важнейшие решения без консультации с собственниками и менеджерами организаций — членов группы («кэйрэцу»), которую государство и общественное мнение активно поддерживают и защищают их от посягательств со стороны иностранных инвесторов, поэтому удельный вес иностранных инвесторов в японских организациях минимален. В большинстве японских организаций основными владельцами акций являются инсайдеры. Они играют важную роль, как в отдельных организациях, так и в экономике в целом. Более 70% всего акционерного капитала в Японии находится в руках институциональных

¹⁾О стандартах эмиссии ценных бумаг : положение Банка России от 19.12.2019 N 706-П [вступил в силу с 26.05.2020] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_344933/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

собственников. Судебные процедуры считаются чрезвычайным способом разрешения конфликтов.

В азиатской модели принципами корпоративного управления являются ¹⁾ пересечение интересов организации и сотрудников, высокая степень зависимости последних от своей организации; приоритет коллективизма над индивидуализмом и равенство между всеми сотрудниками; баланс влияния интересов собственников, менеджеров и сотрудников; формирование разнообразных связей между организациями и их деловыми партнерами, прежде всего между потребителями и поставщиками. Эта модель имеет больше преимуществ точки зрения долгосрочного развития. В каждой группе достаточно сильно развита мотивация перспективных взаимоотношений участников. Модель характеризуется достаточной стабильностью внешних и внутренних факторов, низкими рисками банкротств и конфликтов интересов различных участников.

В табл. 1 представлено описание зарубежных моделей корпоративного управления.

При этом мы считаем, что семь, описанные выше параметров, не в полной мере характеризуют особенности корпоративного управления в различных странах. На наш взгляд, необходимо связать описание корпоративного управления стран с принципами КУ, которые подробнее будут рассмотрены в разделе 1.2 настоящего исследования.

Таблица 1 - Положительные и отрицательные стороны зарубежных моделей корпоративного управления

Наименование модели	Преимущество модели	Недостаток модели
Американская модель	<ul style="list-style-type: none"> – Развитый фондовый рынок. – Инвестор без труда может вложить деньги в интересующий его объект. – Основная цель бизнеса – рост стоимости организации. 	<ul style="list-style-type: none"> – Существенное внимание к краткосрочным интересам инвесторов. Этому способствует высокая прозрачность отношений, публикация ежеквартальных отчетов (фондовый рынок ориентирован на краткосрочные выгоды).

¹⁾ Антонова, В.Г. Корпоративное управление // Учебное пособие. – Москва : ИД «Форум»-ИНФРА-М, 2006. – 288 с. (288 с.)

Наименование модели	Преимущество модели	Недостаток модели
	<ul style="list-style-type: none"> - Достаточно высокая информационная прозрачность организаций. 	<ul style="list-style-type: none"> - Фондовый рынок не отражает действительную стоимость активов, поскольку обусловлен действиями крупных организаций на рынке. - Неоправданно быстрый рост различных вознаграждений высшего руководства. - Высокая стоимость привлеченного капитала (высокие дивиденды). - Отсутствие четкого разделения функций управления и контроля.
Германская модель	<ul style="list-style-type: none"> - Меньшая стоимость привлечения капитала, чем в американской модели. - Инвесторы ориентированы на долгосрочные цели. - Высокий уровень устойчивости организаций. - Четкое разграничение функций управления и контроля. 	<ul style="list-style-type: none"> - Сложнее реализовать инвестиции, по сравнению с американской модели. - Низкий уровень защиты прав миноритарных акционеров. - Незначительная роль фондового рынка как внешнего инструмента контроля. - Высокая степень концентрации капитала. - Невысокая степень информационной прозрачности, что обуславливает сложность осуществления инвестиций.
Азиатская модель	<ul style="list-style-type: none"> - Низкая стоимость привлечения капитала. - Инвесторы ориентированы на долгосрочные цели. - Ориентация организаций на высокую конкурентоспособность. - Высокий уровень устойчивости организаций. 	<ul style="list-style-type: none"> - Миноритарные акционеры очень плохо защищены. - Противоречивая роль банков, выступающих одновременно как акционеры и кредиторы. - Доминирование банковского финансирования при недостаточной развитости других форм. - Ограничения конкуренции. - Слабая информационная прозрачность организаций.

Источник: составлено автором с использованием материалов [79, 80].

Первые принципы КУ были разработаны группой ОЭСР и Большой двадцаткой¹⁾. Придерживаться их не является обязательным условием, так как они носят рекомендательный характер, они дают возможность странам (не только участницам ОЭСР) анализировать общепринятые правила при разработке собственных кодексов и инструментов корпоративного управления.

¹⁾ Принципы корпоративного управления G20/ОЭСР // OECD Publishing, Paris. – 2016. - URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264252035-ru> (дата обращения: 30.08.2022)

Однако, как показывает практика, многие страны используют большинство международных принципов. Банком России в апреле 2014 года был принят Кодекс корпоративного управления. В нем содержатся 7 принципов КУ, основанных на принципах группы ОЭСР и Большой двадцатки.

В связи с этим приведем краткий сравнительный анализ зарубежных моделей по следующим дополнительным критериям:

1) Независимые директора. Выбор данного критерия связан с тем, что именно совет директоров играет огромную роль в организации, особенно независимые директора, которые никак не связаны с организацией и ее руководством, действуют в интересах организации, выносят объективные решения и т. д.

Об этом четко указано в Кодексе корпоративного управления (третий принцип). В публичных акционерных обществах отсутствие независимых директоров в совете директоров не дает ей права торговать своими ценными бумагами на мировых биржах.

2) Удельный вес иностранных инвесторов. Корпоративное управление является одним из факторов повышения инвестиционной привлекательности организации¹⁾. Следовательно, важно понимать, какое количество капитала привлекается в каждую организацию и в страну в целом. Этот показатель в свою очередь характеризует открытость страны к иностранному притоку капитала, доверие иностранных инвесторов, их роль в корпоративном управлении, уровень КУ в стране и степень раскрытия информации.

3) Период инвестирования. Как было указано выше (в описании предыдущего параметра) КУ – один из факторов повышения инвестиционной привлекательности организации. Несомненно, доверие инвесторов играет для нее важную роль, от этого зависит будет ли краткосрочным или долгосрочным приток капитала в организацию и страну в целом.

¹⁾ Меликян, К.А. Особенности российской модели корпоративного управления // Экономика и менеджмент инновационных технологий. – 2015. – № 11 (50). – С. 71–74. (С. 71-74)

4) Уровень вознаграждения менеджеров. С этим критерием связан четвертый принцип корпоративного управления по Кодексу.

Этот параметр также характеризует модель КУ, так как корпоративное управление обеспечивает справедливое и равноправное распределение результатов деятельности между всеми менеджерами организации.

5) Роль наемного персонала. Изучив зарубежные модели КУ, стало понятно, что этот параметр необходимо рассматривать самостоятельно. Кроме того, считаем необходимым отметить, что во всемирных принципах КУ рассматривается и роль различных заинтересованных сторон организации.

6) Степень раскрытия информации. С этим критерием связан шестой принцип корпоративного управления (по Кодексу).

Несомненно, степень раскрытия информации играет роль при ведении бизнеса, так как деятельность общества должна быть прозрачна для всех стейкхолдеров организации. От этого зависит ориентация инвестирования, то есть уровень доверия инвесторов, размер вложения средств и др.

Данные дополнительные критерии, описанные в табл. 2, более четко описывают отличия различных моделей корпоративного управления.

Таблица 2 - Описание дополнительных критериев зарубежных моделей корпоративного управления и их сравнительная характеристика

Наименование критерия	Американская модель	Германская модель	Азиатская модель
Независимые директора	Число независимых директоров регулярно растет	Независимые директора практически не оказывают влияния на корпорацию	В около 80% публичных акционерных обществ отсутствуют независимые директора
Иностранные инвесторы ¹⁾	Высокий процент	Значительный процент	Минимальный процент
Период инвестирования ²⁾	Краткосрочная	Долгосрочная	Долгосрочная

¹⁾ Градация процентного на основе Шуклина, М.А. Основы корпоративного управления: учебник / М.А.Шуклина. – Москва : Университет «Синергия», 2019. – 304 с. (С. 25-34)

²⁾ Период инвестирования на основе Эскиндаров, М.А., Беляева, И.Ю. Корпоративное управление в схемах и таблицах: учебное пособие / коллектив авторов; под ред. М.А.Эскиндарова, И.Ю.Беляевой. – Москва : КНОРУС, 2019. – 305 с. (С. 105-127)

Наименование критерия	Американская модель	Германская модель	Азиатская модель
Уровень вознаграждения менеджеров	Может быть в 150 и более чем в 200 раз выше среднего уровня оплаты труда	Превышает средний уровень заработной платы примерно в 15-20 раз	Низкий уровень вознаграждения
Роль наемного персонала в управлении организацией	Пассивная	Закон 1976 года, принятый в Германии, гласит, что сотрудники имеют право выбирать своих представителей на 1/3 всех мест в совете директоров, если в организации более 500 работников	Активная сопричастность
Степень раскрытия информации	Высокая	Средняя	Низкая

Источник: составлено автором с использованием материалов [79, 80].

Результаты проведенного анализа позволяют сделать следующие выводы:

- 1) Основными характеристиками американской модели являются:
 - разделение прав собственности и контроля над организацией;
 - в состав совета директоров входит не менее 2/3 независимых директоров;
 - главная цель бизнеса – получение прибыли (рост стоимости бизнеса);
 - приоритетность конкурентоспособности;
 - большой удельный вес иностранных инвесторов;
 - крайне высокий уровень вознаграждения менеджеров;
 - достаточно высокая степень раскрытия информации об организации.
- 2) Характерными чертами германской модели являются:
 - ориентированность на партнерство и сотрудничество. Должны учитываться не только интересы акционеров, но и других участников корпоративных отношений;
 - банки принимают активное участие не только в финансировании организации, но и в процессе управления;
 - незначительный удельный вес иностранных инвесторов;

- средний уровень вознаграждения менеджеров;
 - средняя степень раскрытия информации.
- 3) Основными характеристиками азиатской модели являются:
- прибыль - не основная цель бизнеса;
 - ориентированность на социальную сплоченность, партнерство и сотрудничество, в том числе с государством и главным банком;
 - незначительный удельный вес иностранных инвесторов;
 - низкий уровень вознаграждения менеджеров;
 - низкая степень раскрытия информации.
- 4) Наиболее близкими по своим характеристикам являются германская и азиатская модели корпоративного управления.

Представленный сравнительный анализ базируется на опубликованных исследованиях таких авторов как М.А.Шуклина, М.А.Эскиндаров, И.Ю.Беляева, А.Г.Дементьева, С.В.Орехова, Л.Ш.Кудини др.

Таким образом, при рассмотрении российской модели корпоративного управления будем анализировать 13 критериев в связи с тем, что общепринятые сравнительные критерии не в полной мере раскрывают суть моделей КУ.

Выбор модели корпоративного управления зависит от структуры организации, его задач в хозяйственно-экономической деятельности. В рамках одной организации чаще всего преобладает одна модель корпоративного управления. В случае неэффективного внедрения модели или ее отсутствия организация может столкнуться с двумя существенными трудностями. Первая – это потеря своей позиции на рынке в условиях высокой степени конкуренции. Вторая – недостаточно организованная производственная деятельность.

Как уже отмечалось, проблема формирования российской модели КУ подробно анализируется в работах М.А.Шуклиной¹⁾, А.Г.Дементьевой^{2), 1)},

¹⁾ Шуклина, М.А. Основы корпоративного управления: учебник / М.А.Шуклина. – Москва : Университет «Синергия», 2019. – 304 с. (С. 25-34)

²⁾ Дементьева, А.Г. Развитие корпоративного управления в условиях глобализации: специальности 08.00.14 «Мировая экономика» и 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук

С.В.Ореховой и Л.Ш.Кудина [112], К.А.Меликян [110] и др. В их работах описаны предпосылки формирования и раскрыты основные черты российской модели корпоративного управления.

На практике в корпоративном управлении российских организаций присутствуют элементы американской, германской и японской моделей [79]. Российская модель корпоративного управления на текущий момент представлена нами в приложении Г.

Рассмотрим подробнее каждый параметр моделей корпоративного управления для их более детального анализа:

1) Страна распространения. Конечно, российская модель КУ будет подходить главным образом для российских организаций, так как ее функционирование зависит от специфики российского рынка, экономики и иных факторов.

2) Культурно-исторические особенности. Данный параметр раскрывается в рамках нескольких аспектов.

– Высокая степень вмешательства государства. В большинстве научных трудов [110], большое влияние государства на бизнес являются существенными чертами российской и германской моделей КУ. По данному параметру российская модель КУ аналогична немецкой модели.

– В российской модели преобладает индивидуализм²⁾. Индивидуализм – характерная черта американской модели КУ.

Как известно, акционерным обществом является коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций,

наук / Дементьева Алла Геннадиевна; Московский государственный институт международных отношений (Университет) МИД России. – Москва, 2012. – 53 с. (С. 1-53)

¹⁾ Дементьева, А.Г. Модели корпоративного управления: опыт зарубежных стран и России // Право и управление. XXI век. – 2008. – № 3 (8). – С. 74–82. (С. 74 – 82)

²⁾ Это доказано в работе Телегин, А.М. Коллективизм и индивидуализм современной России // Символ науки. – 2016. – № 4. – С. 169–170. (С. 169-170)

удостоверяющих обязательственные права собственников по отношению к обществу¹⁾.

Исходя из требований ст. 50 ГК РФ, акционерные общества - коммерческие организации, их основная цель - получение прибыли²⁾.

Поэтому, если рассматривать акционерные общества, то по данному параметру российская модель аналогична американской, где извлечение прибыли для организаций является основной целью.

Таким образом, по параметру «культурно-исторические особенности» российская модель схожа с американской и германской моделями КУ.

3) Участники реализации. Незаинтересованность банков и финансовых институтов в приобретении акций организаций в силу их низкой прибыльности и раскрытия информации [110]. Структура корпоративного управления в России двухуровневая и состоит из совета директоров и исполнительного органа [93].

Акционеры – собственники также являются участниками реализации корпоративного управления, так как высшим органом управления в обществе является общее собрание ее акционеров [46]. Отметим, что наемные работники принимают участие в управлении организацией. Это утверждение доказано в параметре «роль наемного персонала».

Следовательно, характеристика данного параметра схожа с американской и германской моделями.

4) Экономические особенности. На наш взгляд, российская модель характеризуется следующим:

– Банки не играют роли акционеров¹⁾. По данному аспекту российская модель аналогична американской.

¹⁾ Об акционерных обществах : федеральный закон от 24.11.1995 N 208 [вступил в силу с 26.12.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

²⁾ Гражданский Кодекс Российской Федерации. Часть первая : федеральный закон от 30.11.1994 N 51 [вступил в силу с 01.01.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

– Структура акционерного капитала. Согласно агентской теории, структура собственности — один из ключевых механизмов КУ, позволяющий разрешить конфликт разделения собственности и контроля, что в конечном итоге приводит к улучшению финансового состояния компании. По степени концентрации собственности российская модель схожа с немецкой и азиатской моделями.

Это утверждение доказывает результат исследования, объектами которого стали 1096 российских организаций различных отраслей за период с 2004 по 2013 год: более 80% анализируемой выборки характеризуется высоким уровнем концентрации²⁾. Акционерный капитал организаций металлургической отрасли является самым высококонцентрированным³⁾. То есть, чаще всего акционерная собственность российских организаций принадлежит узкому кругу акционеров-собственников.

– Российский фондовый рынок развит слабо, является мало ликвидным, что свидетельствует об аналогии данного параметра с немецкой моделью.

– Роль мелких инвесторов незначительна. На практике, на российском фондовом рынке обращаются акции только крупных российских организаций, не появляется возможность привлечения средств мелких инвесторов [110].

Таким образом, по данному параметру российская модель корпоративного управления ближе к немецкой и азиатской.

Итак, по параметру «экономические особенности» российская модель схожа со всеми моделями КУ: американской, германской и азиатской.

5) Структура владения акциями. В настоящее время в российских организациях роль миноритарных акционеров незначительна, однако ожидается ее

¹⁾ Меликян, К.А. Особенности российской модели корпоративного управления // Экономика и менеджмент инновационных технологий. – 2015. – № 11 (50). – С. 71–74. (С. 71-74)

²⁾ Быкова, А.А., Молодчик, М.А., Шамилова, Е.Г. Концентрация собственности как механизм корпоративного управления в российских публичных компаниях: влияние на финансовые результаты деятельности // Прикладная эконометрика. – 2017. – Т. 45, – № 1. – С. 50–74. (С. 50-74)

³⁾ Национальный доклад по корпоративному управлению в 2020 году. - Выпуск XII/Национальный совет по корпоративному управлению. – 2020. – URL:https://nokc.org.ru/wp-content/uploads/2021/05/nsku_2020_final1.pdf (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

увеличение¹⁾. Структура собственности средних непубличных организаций России за период с 2015 по 2019 год представлена в приложении Д. Диаграмма была представлена в исследовании на презентации предварительных итогов на тему «Корпоративное управление в российских средних непубличных организациях: что изменилось за 4 года» представителями РИД, Деловой России и факультета экономики МГУ им. Ломоносова.

Данные приложения Д свидетельствуют, что структура собственности за анализируемый период меняется: снижается доля организаций с одним контролирующим собственником, растет доля организаций без контролирующего собственника. То есть, уровень концентрации собственности в России снижается. Большинство опрошенных организаций принадлежат своим основателям. В исследовании не участвовали организации, ставшие публичными или дочерними подразделениями крупных холдингов.

Отметим, что тенденция к снижению концентрации собственности является стимулом для развития системы КУ и усиления роли совета директоров. И так, российская модель по данному параметру не соответствует ни одной зарубежной модели корпоративного управления, что является ее специфической чертой.

б) Стиль управления. Стиль управления в российских организациях как и в германских двухуровневый²⁾, т. е. состоит из совета директоров и исполнительного органа. Однако, несмотря на это, российская модель более соответствует американской из-за нечеткого разделения функций управления и контроля³⁾.

¹⁾ Кальницкая, П.А. Корпоративное управление / Учебный курс. – Москва : Бизнес-школа СИНЕРГИЯ, 2011. – URL: http://www.e-biblio.ru/xbook/new/xbook301/book/index/index.html?go=part-005*page.htm (дата обращения 30.08.2021).

²⁾ Дементьева, А.Г. Модели корпоративного управления: опыт зарубежных стран и России // Право и управление. XXI век. – 2008. – № 3 (8). – С. 74–82. (С. 81)

³⁾ Национальный доклад по корпоративному управлению в 2019 году. - Выпуск XI/ Национальный совет по корпоративному управлению. – 2019. – URL: <https://corpshark.ru/wp-content/uploads/2019/11/Doklad-NSKU-XI.pdf> (дата обращения 30.08.2021).

7) Особенности взаимодействия с акционерами. По данному параметру российская модель не аналогична ни азиатской (в российских акционерных обществах общее собрание акционеров имеет неформальный характер) ни германской (в российских организациях банки не выступают в качестве акционеров).

Решение общего собрания акционеров может быть одобрено без его проведения (совместного присутствия акционеров для обсуждения вопросов повестки дня и принятия решений по вопросам, поставленным на голосование), или при заочном голосовании¹⁾.

Следовательно, по данному параметру можно утверждать об ее сходстве с американской моделью.

8) Независимые директора. Рекомендации Кодекса КУ сводятся к тому, что независимые директора общества должны составлять не менее 1/3 всего состава совета директоров [30], имеются и другие требования к численному составу совета директоров [45].

В практике российских организаций в состав совета директоров входит около 10,3 человека [138]. В этих советах только 1/3 являются независимыми, что соответствует Кодексу КУ.

Итак, по данному параметру российская модель не аналогична ни германской, ни азиатской, так как в последних независимые директора не играют существенной роли. Следовательно, по параметру «независимые директора» отечественная модель в настоящее время аналогична американской.

9) Удельный вес иностранных инвесторов. Он в российских организациях достаточно высок. На это, в том числе, оказывает влияние и соблюдение принципов КУ. Согласно статистике приток иностранных вложений в российские активы в 2019 году возрос практически на 50% по сравнению с предыдущим годом [133], а объемы инвестиций превысили 20 млрд

¹⁾ Об акционерных обществах : федеральный закон от 24.11.1995 N 208 [вступил в силу с 26.12.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

долларов. Таким образом, по данному параметру российская модель близка с американской.

10) Ориентация инвестирования. Ориентация на краткосрочное инвестирование и быструю прибыль являются схожими чертами российской и американской моделей¹⁾.

11) Уровень вознаграждения менеджеров. На формирование практики вознаграждения топ-менеджмента влияют в основном 5 групп факторов, среди которых и модель КУ²⁾. В российской практике до сих пор наиболее популярными остаются программы, предусматривающие денежное вознаграждение. Согласно Кодексу, фиксированное годовое вознаграждение - предпочтительная форма денежного вознаграждения. Уровень вознаграждения менеджеров в России высокий, что близко к американской модели КУ.

12) Роль наемного персонала. В настоящее время наемный персонал в российских акционерных обществах может участвовать в управлении организацией.

Согласно российскому законодательству в акционерном обществе к органам управления относятся:

– общее собрание акционеров. Законодательством Российской Федерации не запрещено, чтобы акционером был наемный сотрудник организации;

– совет директоров, членом которого является только физическое лицо, необязательно являющееся акционером. Также имеются требования к председателю совета директоров³⁾;

¹⁾ Меликян, К.А. Особенности российской модели корпоративного управления // Экономика и менеджмент инновационных технологий. – 2015. – № 11 (50). – С. 71–74. (С. 71-74)

²⁾ Национальный доклад по корпоративному управлению в 2019 году. - Выпуск XI/ Национальный совет по корпоративному управлению. – 2019. – URL: <https://corpshark.ru/wp-content/uploads/2019/11/Doklad-NSKU-XI.pdf> (дата обращения 30.08.2021).

³⁾ Об акционерных обществах : федеральный закон от 24.11.1995 N 208 [вступил в силу с 26.12.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

– единоличный исполнительный орган, являющийся наемным сотрудником;

– коллегиальный исполнительный орган. Лицо имеет право совмещать функции единоличного и коллегиального исполнительного органа в органах управления других обществ исключительно с согласия совета директоров общества¹⁾;

– ревизионная комиссия. Члены ревизионной комиссии не могут одновременно занимать иные должности в органах его управления²⁾.

Итак, наемный персонал в российских организациях активно участвует в принятии решений и контроле за организацией. Следовательно, параметр российской модели достаточно аналогичен с германской и азиатской моделями.

13) Степень раскрытия информации. В России относительно низкая степень раскрытия информации; существует непрозрачность отношений собственности и информации о деятельности организации, которой она не понятна для инвесторов. По нашему мнению, данному параметру российская модель КУ схожа с германской.

Итак, в приложении Г мы раскрыли, что в российской модели КУ имеются элементы всех трех зарубежных моделей. Это позволяет сделать следующие выводы:

1) Корпоративное управление – это система взаимоотношений между всеми стейкхолдерами организации.

2) На основе рассмотрения основных зарубежных моделей корпоративного управления (американская, германская и азиатская) был обоснован вывод, что каждая из моделей КУ имеет свою специфику, обладает своими сильными и слабыми сторонами. Близкими к российской по своим

¹⁾ Об акционерных обществах : федеральный закон от 24.11.1995 N 208 [вступил в силу с 26.12.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

²⁾ Там же

характеристикам являются германская и азиатская модели корпоративного управления.

3) Общепринятых критериев сравнения моделей КУ недостаточно для детального анализа их отличительных черт. В связи с этим нами было предложено 6 дополнительных критериев, которые дают возможность качественнее провести сравнительный анализ: наличие независимых директоров, иностранных инвесторов, ориентация инвестирования, уровень вознаграждения менеджеров, роль наемного персонала, степень раскрытия информации.

4) Четкие границы каждого анализируемого параметра достаточно трудно определить, так как в некоторых случаях российская модель КУ одновременно схожа с несколькими моделями и более всего с американской и германской. Тем не менее, российская модель корпоративного управления более схожа с германской по следующим основным причинам:

- высокое влияние государства на российский бизнес, что противоречит американской модели КУ;
- высокая концентрация капитала в руках незначительного количества акционеров, фондовый рынок не сильно развит;
- в управлении организацией принимают участие наемный персонал. Это не может быть признаком американской модели.

Несмотря на то, что соотношение близости критериев в этом случае следующее: 69 % (9 из 13) схожих критериев с американской моделью, 31 % (4 из 13) схожих критериев с германской моделью, 15 % (2 из 13) - с азиатской моделью¹⁾, все равно наиболее близкой по своим характеристикам является к российской модели германская модель КУ, поскольку один из критериев - наемный персонал принимает участие в управлении организацией - не реализуется в американской практике, в отличие от российской практики.

5) По некоторым критериям характеристики для российских организаций не подходят ни к одной из иностранных моделей, что указывает на

¹⁾ В сумме процент схожести не дает 100 %, поскольку некоторые критерии имеют одинаковые черты в разных моделях.

своеобразие развития российской модели КУ. К таким характеристикам относятся: страна распространения модели, структура владения акциями.

При этом нужно учитывать, что ситуация с характеристикой критериев корпоративного управления в России не статична, меняется законодательство и, соответственно, ситуация в бизнесе и во внешней его среде, поэтому данный вывод является промежуточным исследованием, которое требует дальнейшего уточнения в ходе меняющейся внешней среды бизнеса в России.

1.2 Корпоративное управление как фактор формирования стоимости бизнеса. Анализ и классификация финансовых и нефинансовых показателей как факторов формирования стоимости бизнеса

Поскольку КУ направлено на контроль за корпоративными действиями, снижение рисков, улучшение инвестиционной привлекательности организаций, обеспечение устойчивости, долговременное эффективное развитие, то корпоративное управление и уровень капитализации и, следовательно, стоимость бизнеса неразрывно связаны [102, 103]. Бизнес – это предпринимательская деятельность организации, которая направлена на извлечение экономических выгод [17]. В международной практике принято считать, что бизнесом является хозяйствующий субъект¹⁾ (т. е. действующее предприятие), осуществляющее определенную коммерческую деятельность. Стоимость бизнеса выше стоимости предприятия, как имущественного комплекса на величину так называемых неосязаемых активов, неотделимых от кадрового потенциала организации (налаженные связи и взаимоотношения с клиентами, связи в государственных органах и другие нерегистрируемые (внебалансовые) активы, включая ценность доброго имени (гудвилл)).

¹⁾ Оценочная деятельность: учебник/коллектив авторов; под ред. И.В. Косоруковой. – Москва : КНОРУС, 2021. – 334 с. – ISBN 978-5-406-06897-7. – Текст : непосредственный.

Так как в работедоказывается влияние КУ на формирование стоимости бизнеса, проанализируем прежде всего само понятие стоимости. Как известно, в трудах классиков политэкономии (У.Петти, А.Смита, Д.Рикардо, К.Маркса) представлена концепция трудовой теории стоимости, где стоимость рассматривается как мера овеществленного труда¹⁾. В трудах маржиналистов (Л.Вальрас, О.Бём-Баверк и др.) стоимость представляется как мера полезности вещи. А.Маршалл[171]доказывает, что стоимость зависит от многих факторов.

В профессиональной оценочной деятельности стоимость, в первую очередь, определяет меру полезности вещи. То есть ценность вещей определяется их «предельной полезностью» на базе субъективных оценок человеческих потребностей. Редкость вещи – это тоже фактор формирования стоимости. Также стоимость отражает меру затрат труда и относительной редкости вещей.

С экономической точки зрения в оценочной деятельности согласно под стоимостью понимается наиболее вероятная расчетная величина, определенная на дату оценки в соответствии с выбранным видом стоимости[14]. Стоимость – это расчетная величина ценности конкретных товаров и услуг в конкретный момент времени в соответствии с выбранным толкованием стоимости.

Различают несколько видов стоимости, которые указаны в международных, европейских и российских (федеральных) стандартах оценки. Основными являются виды стоимости, указанные в ФСО 2²⁾, и сущность которых раскрывается в Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [5]:

- рыночная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- ликвидационная стоимость;

¹⁾ Оценочная деятельность: учебник/коллектив авторов; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : КНОРУС, 2021. – 334 с. – ISBN978-5-406-06897-7. – Текст : непосредственный.

²⁾ Об утверждении Федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО N 2)» : приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 298 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180061/cb79bf0adb561730b5a291bfc6be4a94f0f44eaf/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

– кадастровая стоимость.

В рамках определения стоимости акций и бизнеса ¹⁾ могут быть использованы только три вида стоимости, а именно: рыночная, инвестиционная и ликвидационная; кадастровая стоимость не может быть использована для целей оценки всего имущественного комплекса или бизнеса, в связи с тем, что она определяется только в отношении недвижимого имущества.

Рассмотрим подходы и методы к оценке стоимости объекта оценки. Анализ понятий «подход» и «метод» к оценке объектов оценки в целом представлен в ФСО 1, в котором указано, что подход к оценке представляет собой совокупность методов оценки, объединенных общей методологией.

ФСО 1 указывает, что «Основными подходами, используемыми при проведении оценки, являются сравнительный, доходный и затратный подходы. При выборе используемых при проведении оценки подходов следует учитывать не только возможность применения каждого из подходов, но и цели и задачи оценки, предполагаемое использование результатов оценки, допущения, полноту и достоверность исходной информации.

На основе анализа указанных факторов обосновывается выбор подходов, используемых оценщиком»²⁾.

Базовые понятия подходов к оценке всех видов объектов оценки даются в пунктах 11-20 ФСО 1. В специализированном ФСО 8³⁾ изложены основные этапы реализации общепринятых подходов и методов оценки стоимости бизнеса, а также этапы анализа оценки каждого из подходов.

¹⁾Применение видов стоимости для целей оценки бизнеса (см., например[95])

²⁾ Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО N 1)» : приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 297 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180064/cb825704b9ed4d9241337d2a9184055c47c06864/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

³⁾ Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО N 8)» : приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 326 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180654/45ed846e59587aa360f7eddd475dd01ea88f468d/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

В приложении Е кратко представлен сравнительный анализ сущности подходов к оценке, изложенной в ФСО 1 и в ФСО 8. В ФСО 1 дан общий понятийный аппарат к оценке любых объектов оценки, а в ФСО 8 представлена непосредственно методология оценки стоимости бизнеса. Таким образом, в ФСО 1 и в ФСО 8 совпадает только содержание доходного подхода, а сущность и возможности применения сравнительного и затратного подходов существенно отличны. В табл. 3 показаны подходы к оценке, а также условия их применения при формировании стоимости бизнеса.

Таблица 3 - Подходы к оценке стоимости бизнеса

Подход к оценке	Описание подхода к оценке	Условие применение подхода к оценке
Доходный подход	<ul style="list-style-type: none"> – Полагается, что стоимость оцениваемого объекта обусловлена его способностью в будущем генерировать потоки доходов. – Оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе ожидаемых будущих денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (в частности, прибыли). 	<ul style="list-style-type: none"> – Если объект приносит доходный имеет достоверная информация, которая позволит спрогнозировать будущие доходы и расходы объекта оценки.
Сравнительный подход	<ul style="list-style-type: none"> – Базируется на сравнении объекта оценки с аналогичными бизнесами, схожими между собой по различным характеристикам (например, экономическим, техническим и др.), о которых известна цена сделки. – Оценщик определяет стоимость акций, паев, долей в уставном (складочном) капитале, имущественного комплекса на основе информации о ценах сделок с акциями, паями, долями в уставном (складочном) капитале, имущественными комплексами организаций-аналогов с учетом сравнения финансовых и производственных показателей деятельности организаций-аналогов и соответствующих показателей организации, ведущей бизнес, а также на основе ценовой информации о предыдущих сделках с акциями, паями, долями в уставном (складочном) 	<ul style="list-style-type: none"> – Имеется достоверная информация об аналогах, которой достаточно для анализа цен сделок и их характеристиках. – Используется принцип замещения: чтобы сравнить объект оценки с аналогами, оценщик выбирает бизнесы, с которыми тот конкурирует, т.е. оценщик подбирает организации по таким критериям, как: принадлежность к отрасли, ее размеры, вид выпускаемой продукции или предоставляемых услуг, стадия жизненного цикла, финансовые характеристики и др.

Подход к оценке	Описание подхода к оценке	Условие применение подхода к оценке
	капитале, имущественным комплексом организации, ведущей бизнес.	
Затратный подход	– Оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе стоимости принадлежащих организации, ведущей бизнес, активов и принятых обязательств.	– Носит ограниченный характер, как правило, применяется, когда прибыль и (или) денежный поток не могут быть достоверно определены, но при этом доступна достоверная информация об активах и обязательствах организации, ведущей бизнес.

Источник: составлено автором с использованием материалов [17, 114].

Естественно, при каждом подходе используются те или иные методы оценки.

Согласно пункту 24 ФСО 1 оценщик имеет право самостоятельно определять конкретные методы оценки в рамках каждого из подходов.

Чаще всего для оценки стоимости бизнеса применяется доходный подход. На основе исследования работ А.Дамодарана [56], Дж.Р.Хитчнера [77], Т.Коупленда, Т.Коллера, Д.Муррина [64], В.М.Рутгайзера [74], М.А.Эскиндарова и М.А.Федотовой [69], И.В.Косоруковой, М.А.Шуклиной и С.А.Секачева [70], В.Е.Есипова, Г.А.Маховиковой [68] и других можно выделить следующие методы доходного, сравнительного и затратного подходов к оценке стоимости бизнеса и условия их применения (табл. 4-7).

С учетом того, что вся методология оценки бизнеса, и методы доходного подхода в частности, основаны на теориях и моделях корпоративных финансов, рассмотрим их применение в методах доходного подхода (табл. 4).

Таблица 4 - Методы доходного подхода и условия их применения

Подход к оценке	Метод оценки	Характеристика и условие применения метода
Доходный подход	Метод капитализации дохода (модель нулевого роста)	– Ожидается, что будущие уровни денежных потоков (прибылей) не будут существенно отличаться от текущих. – Можно обоснованно оценить нормализованную величину денежного

Подход к оценке	Метод оценки	Характеристика и условие применения метода
		потока (прибыли). – Прогнозируемый будущий денежный поток (прибыль) является большой положительной величиной. – Ожидаемые темпы роста умеренны и предсказуемы
	Метод дисконтирования будущих денежных потоков (модель переменного роста)	– Применяется в случаи, когда предполагается, что ожидаемые уровни денежных потоков будут существенно отличаться от текущих. – Можно обоснованно оценить будущие денежные потоки. – Прогнозируемые будущие денежные потоки являются большими положительными величинами для большинства прогнозных лет. – Организация является новой.

Источник: составлено автором с использованием материалов[14, 70].

Описание моделей оценки стоимости финансовых активов изложено в приложении Ж.

Для расчета стоимости бизнеса методом капитализации дохода используется следующая формула¹⁾

$$V = \frac{CF(\text{или}NI)}{R}, \quad (1)$$

где V- стоимость объекта оценки;

CF- денежный поток;

NI - чистая прибыль;

R - ставка капитализации.

Рассмотрим метод дисконтирования будущих денежных потоков. Понятие и виды денежных потоков продемонстрированы в приложении И. Описание формул модели Гордона и формирования стоимости методом дисконтированных денежных потоков представлены в приложении К.

¹⁾ Более подробное описание этапов метода капитализации дохода и расчетные формулы приведены в учебнике Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В.Косорукова, С.А.Секачев, М.А.Шуклина; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. – 904 с. (С. 580-582)

Ниже необходимо рассмотреть сущность и методы расчета ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования - это ожидаемая ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки. Расчет ставки дисконтирования зависит от вида денежного потока, на который она применяется: денежный поток собственного капитала или инвестированного капитала.

Модели расчета ставки дисконтирования представлены на рисунке 1. Они различаются в зависимости от вида денежного потока, для которого рассчитывается ставка дисконтирования.



Рисунок 1 - Модели расчета ставки дисконтирования

Источник: [70].

Рассмотрим методы для расчета ставки дисконтирования более подробно (табл. 5) в связи с тем, что в работах главах 2 и 3 будет применена одна из моделей для расчета стоимости.

Таблица 5 - Методы определения ставки дисконтирования

Вид денежного потока	Название метода расчета	Формула расчета	Обозначение
Денежный поток на собственный капитал	Модель оценки капитальных	Для публичных организаций $r = r_f + \beta(r_m - r_f)$	– r - ставка дисконтирования или ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

Вид денежного потока	Название метода расчета	Формула расчета	Обозначение
капитал	активов (CAPM)		<ul style="list-style-type: none"> – r_f – безрисковая ставка доходности; – β – бета-коэффициент; – r_m – среднерыночная ставка доходности; – $r_m - r_f$ – рыночная премия за вложения в рискованный инвестиционный актив
		Для закрытых организаций $r = r_f(r_m - r_f) + S_1 + S_2$	<ul style="list-style-type: none"> – S_1 – премия для малых компаний; – S_2 – премия за риск, характерный для отдельной компании
	Кумулятивный метод	$r = r_f + \sum r_i$	– r_i – i -ая премия за риск вложения в объект оценки
Денежный поток инвестированного капитала	Модель средневзвешенной стоимости (цены) капитала (WACC)	$WACC = k_d(1 - t_c)w_d + k_e w_e$	<ul style="list-style-type: none"> – k_d и k_e – цена (стоимость) привлечения, соответственно, заемного и собственного капитала; – t_c – ставка налога на прибыль организации; – w_d и w_e – доля, соответственно, заемного и собственного капитала в структуре капитала компании.

Источник: [70].

Таким образом, модель расчета ставки дисконтирования зависит от вида денежного потока. В главах 2 и 3 при расчете стоимости бизнеса при определении ставки дисконтирования будет использована модель CAPM, так как она является наиболее объективной, поскольку основана на реальной рыночной информации, а не на экспертной оценке. Для оценки стоимости бизнеса оценщик имеет возможность кроме доходного подхода применить сравнительный подход. Рассмотрим методы сравнительного подхода и условия их применения (табл. 6).

Таблица 6 - Методы сравнительного подхода и условия их применения

Подход к оценке	Метод оценки	Характеристика и условие применения метода
Сравнительный подход	Метод рынка капитала	<ul style="list-style-type: none"> – Использование в качестве базы для сравнения реальные цены, выплаченные за акции аналогичных организаций на фондовых рынках. – Использование фактической информации, а не прогнозных данных, имеющих известную неопределенность. – Необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых организаций.

Подход к оценке	Метод оценки	Характеристика и условие применения метода
		– Оценивает стоимость организации на уровне неконтрольного (миноритарного) пакета акций.
	Метод сделок	– Частный случай метода рынка капитала. – Основан на ценах приобретения аналогичных организаций целиком или их контрольных пакетов. – Определяет уровень стоимости контрольного (мажоритарного) пакета акций, позволяющего управлять организацией.
	Метод отраслевых коэффициентов	– Основан на рекомендуемых соотношениях между ценой и определенными финансовыми параметрами (отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений). – Метод применяется с ограничениями.

Источник: составлено автором с использованием материалов[14].

Этапы сравнительного подхода включают[70]:

- Сбор информации о проданных аналогах.
- Отбор аналогичных организаций по определенным критериям (например, отраслевое сходство, размеры организации (определяются объемом выручки), структура капитала (финансовый риск[128])).
- С целью сопоставления и выявления аналогов, наиболее близких к объекту оценки осуществляется анализ финансового состояния оцениваемой организации и организаций-аналогов.
- Проводится отбор и расчет оценочных (ценовых) мультипликаторов¹⁾ (перечень представлен в приложении Л).
- Выбор величины мультипликатора и применение его к оцениваемой организации.

Аналитик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднее и медианное значения мультипликатора по группе аналогов. Затем усредненное

¹⁾ Ценовой мультипликатор в оценочной деятельности - это коэффициент, показывающий отношение рыночной цены акций (P) (ниже - PЦА) (рыночной капитализации компании) или стоимость всего инвестированного капитала (EV) (полной стоимости компании) компании-аналога к какому-либо финансовому или нефинансовому показателю этой компании. Иногда в числителе мультипликатора может использоваться показатель стоимости всего инвестированного капитала (стоимость компании) [70].

значение умножается на величину базового показателя оцениваемой организации и формируется ее стоимость.

1) Анализ полученного результата стоимости: на уровне контроля и неконтроля (стоимости акций миноритарного пакета).

В случае получения результата на уровне неконтроля делается поправка на контроль.

2) Внесение итоговых корректировок в расчет стоимости объекта оценки¹⁾. Выбор их внесения зависит от размера оцениваемого пакета акций. В качестве корректировок, как правило, используются премия за контрольный характер пакета, а также скидки за неконтрольный характер пакета и за низкую ликвидность [130].

Необходимо отметить, что в настоящее время согласно ФСО 8 при определении стоимости объекта оценки в рамках применения каждого из использованных методов проведения оценки оценщик должен установить и обосновать необходимость внесения использованных в расчетах корректировок и их величину. То есть применение премий и скидок за контроль и ликвидность осуществляется не только в сравнительном подходе, но и во всех применяемых подходах, в случае если объектом оценки выступает не 100% доля владения. А в сравнительном подходе необходимость применения таких корректировок продиктована методологией применения методов сравнительного подхода: в методе сделок это необходимо, поскольку полученная информация с рынка имеет результат разного уровня контроля по проданным аналогам; в методе рынка капитала информация по аналогам с фондового рынка всегда имеет цену неконтрольной доли владения (поскольку на фондовом рынке всегда продаются акции в неконтрольных пакетах).

В затратном подходе, как известно, существует два метода оценки, описание которых представлено в табл. 7.

¹⁾ Оценочная деятельность: учебник/коллектив авторов; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : КНОРУС, 2021. – 334 с. (С. 298 – 307)

Данные таблиц 4 - 7 позволяют сделать вывод о том, что выбор метода в рамках каждого подхода зависит от качества и наличия информации, задачи оценки и предполагаемого использования результата оценки.

Анализ подходов и методов к оценке бизнеса позволил сделать выводы об их достоинствах и недостатках.

В табл. 8 перечислены преимущества и недостатки доходного, сравнительного и затратного подходов к оценке.

Таблица 7 - Методы затратного подхода и условия их применения

Подход к оценке	Метод оценки ¹⁾	Характеристика и условие применения метода
Затратный подход	Метод чистых активов	<ul style="list-style-type: none"> – Используется при определении рыночной стоимости действующей организации. – Организация обладает значительными материальными и/или финансовыми активами. – Организация является действующей и имеются основания полагать, что в перспективе останется таковой. – Организация является вновь созданной. – Оцениваемая организация является холдингом или инвестиционной компанией. – У организации отсутствует постоянная предсказуемая клиентура.
	Метод ликвидационной стоимости	<ul style="list-style-type: none"> – Используется при определении ликвидационной стоимости организации. – Организация не является действующим или имеются основания считать, что оно прекратит свое существование в ближайшем будущем. – Оцениваемая доля является контрольной или такой, которая способна вызвать продажу активов. – Когда стоимость организации при ликвидации выше, чем при продолжении деятельности.

Источник: составлено автором с использованием материалов [14].

Таблица 8 - Преимущества и недостатки подходов при формировании стоимости бизнеса

Подход к оценке	Преимущество подхода	Недостаток подхода

¹⁾ Метод накопления чистых активов описывается в учебном пособии Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В.Косорукова, С.А.Секачев, М.А.Шуклина; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. – 904 с. (С. 604-609). Особенности оценки стоимости специализированных активов изложены в этом же пособии в приложении 19. Описание метода ликвидационной стоимости содержится там же, С. 609-610.

Подход к оценке	Преимущество подхода	Недостаток подхода
Доходный подход	<ul style="list-style-type: none"> – В большей степени отражает представления инвестора о бизнесе, как источнике дохода. – Через ставку дисконтирования учитывается влияние рыночной среды. 	<ul style="list-style-type: none"> – Сложность составления прогноза. – Относительная субъективность расчета ставки дисконтирования.
Сравнительный подход	<ul style="list-style-type: none"> – Оценщик руководствуется фактическими ценами купли-продажи похожих организаций. – Действительное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактической сделки отражает рыночную ситуацию. 	<ul style="list-style-type: none"> – Подход игнорирует перспективы развития организации, т.к. основой для расчета служат достигнутые в прошлом финансовые результаты организации. – Получение дополнительной информации от аналоговой организации является сложным и дорогостоящим процессом; применение сравнительного подхода возможно лишь при наличии исчерпывающей финансовой информации как об объекте оценки, так и о большом количестве аналогичных объектов, отобранных в качестве аналогов. – Сложность применения в случае использования цен прошлых сделок по объекту оценки для непубличных организаций.
Затратный подход	<ul style="list-style-type: none"> – Принимается во внимание воздействие производственно-хозяйственных факторов и технологий на формирование стоимости активов и их износа и устареваний. – Результаты оценки более аргументированы, поскольку расчеты опираются на финансовые и учетные документы оцениваемой организации. 	<ul style="list-style-type: none"> – Отражает предыдущую стоимость организации. – Не принимает во внимание рыночную ситуацию на дату оценки. – Не учитывает перспективы развития организации, ведущей бизнес. – Не учитывает различные риски. – Отсутствуют связи с настоящими и дальнейшими результатами деятельности объекта оценки.

Источник: составлено автором.

При этом нужно отметить, что в рамках применения каждого метода оценки

определяется стоимость сразу всего бизнеса (100% долей владения бизнесом), и только потом проводится расчет стоимости не 100% доли владения в случае, если именно доля выступает объектом оценки. И на этом этапе возникает необходимость применения премий и скидок за контроль и ликвидность. Как отмечалось выше, применение таких премий и скидок в случае оценки стоимости не 100% доли владения бизнесом осуществляется при применении всех подходов к оценке. При этом размер премий и скидок за контроль зависит от величины оцениваемой доли - чем больше доля владения бизнесом, тем выше премия. Это обусловлено набором прав собственника соответствующей доли^{1), 2)}.

Основной документ, который определяет методологию оценки стоимости бизнеса на практике, ФСО 8 определяет стоимость бизнеса как «денежное выражение экономических выгод от предпринимательской деятельности организации», то есть на основе применения, в первую очередь, доходного подхода к оценке. При этом денежные выгоды от предпринимательской деятельности - это денежные потоки организации, формирующихся в рамках трех видов ее деятельности: операционной, инвестиционной, финансовой. В рамках финансовой (стоимостной) модели принятия решений стоимость бизнеса выступает критерием оценки эффективности принятых решений менеджментом организации. Стоимость бизнеса является целью долгосрочной финансовой политики организации³⁾.

При этом в Информационном письме Банка России отмечается, что при использовании концепции ответственного инвестирования «фокус внимания инвесторов направлен на те активы, которые обеспечивают вклад в достижение целей устойчивого развития, принятых ООН (ЦУР). Такое внимание со стороны инвесторов способствует рассмотрению связанных с устойчивым развитием

¹⁾ Федотова, М. А., Булычева, Г. В., Евстафьева, Е. М. Оценка пакетов акций предприятий: поправки на контроль и ликвидность. – Москва : Финакадемия, 2008. – 103 с. : ил., табл.; 21 см.; ISBN 978-5-7942-0584-8. – Текст : непосредственный.

²⁾ Шеннон, П. П. Оценка бизнеса. Скидки и премии. Пер. с англ. – Москва : Маросейка, 2011. – 413 с. – ISBN 978-5-903271-76-4. – Текст : непосредственный.

³⁾ Екимова, К.В. Финансовая политика компании: учебное пособие / Екимова К.В., Громова Е.И., Кери И.Т. – Москва : КноРус, 2020. – 330 с. (330 с.)

вопросов на заседаниях совета директоров, интеграции указанных вопросов в стратегию, систему корпоративного управления, бизнес-модель организаций» [38]. Данное утверждение еще раз указывает на необходимость учета влияния корпоративного управления на стоимость бизнеса через формируемую бизнес-модель развития организации в доходном подходе в методе дисконтированных денежных потоков.

Анализ и классификация финансовых и нефинансовых показателей как факторов формирования стоимости бизнеса

Исторически сложилось так, что критериями эффективности деятельности организации явились финансовые показатели.

В настоящее время одной из наиболее известных классификаций факторов, влияющих на стоимость бизнеса, является деление их на финансовые и нефинансовые, в числе которых, рассматривается и влияние корпоративного управления.

Данную классификацию в своих работах рассматривали И.Ю.Беляева и М.М.Пухова¹⁾, Н.М.Бутакова, А.С.Карканица, С.А.Удалова²⁾, А.Б.Кознов и В.Г.Макеева [96], коллектив авторов под руководством И.В.Косоруковой [117], Т.В.Лесина [106], Н.П.Мацелюк [109], М.Д.Парфенова [113], Е.Г.Ширяев [127] др. Мнение авторов сводится к следующему: для того, чтобы выявить и продемонстрировать ситуацию, происходящую в организации, необходимо учитывать систему ее показателей, включающую финансовые и нефинансовые факторы. Благодаря такой системе становится легче принимать управленческие решения для повышения эффективности ее деятельности.

Анализ финансовых показателей основывается на данных бухгалтерской

¹⁾ Беляева, И.Ю., Пухова, М.М. Интеграция корпоративной социальной ответственности в систему корпоративного управления в России // Экономические системы. – 2017. – Т. 10, – № 2 (37). – С. 20–23. (С. 20-23)

²⁾ Бутакова, Н.М., Карканица, А.С., Удалова, С.А. Особенности аудита и экономического анализа интегрированной отчетности // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. – 2018. – № 12-1. – С. 192–195. (С. 192–195)

отчетности, а измерители финансовой информации -денежные показатели.

В процессе финансового анализа оцениваются следующие показатели¹⁾:

- изменение важнейших абсолютных показателей организации (например, прибыли, выручки, издержек и др.);
- динамика относительных показателей эффективности общества (такие как показатели деловой активности и рентабельности, эффективности использования трудовых, материальных и других ресурсов);
- рыночная устойчивость, ликвидность и платежеспособность общества(характеризуются показателями ликвидности, платежеспособности, финансовой устойчивости);
- эффективность использования собственного и заемного капитала (показатели цены и структуры капитала);
- эффективность авансирования капитала (осуществление инвестиционного анализа).

Основной задачей финансовых показателей является демонстрация состояния бизнеса общества в стоимостных величинах и значениях и их соотношение. Они включают базовые и производные показатели, которые носят финансовый характер и (или) используют денежные значения в качестве единицы измерения, их применение является важной частью традиционного способа ведения и управления бизнесом организации, традиционной модели принятия управленческих решений. Бухгалтерская модель управления с точки зрения оценки и управления стоимостью бизнеса недостаточно эффективна. И не все традиционные финансовые коэффициенты имеют существенную связь с ценой и стоимостью бизнеса²⁾: только показатели структуры капитала и рентабельности имеют значимые связи.

¹⁾ Ионова, А. Ф., Селезнева, Н. Н. Финансовый анализ: учеб. 2-е изд. – Москва : Проспект, 2009. – 624 с. : ил., табл.; 21 см.; – ISBN978-5-392-00501-7. – Текст : непосредственный.

²⁾ Совершенствование критериев принятия решений на базе стоимостно-ориентированного менеджмента как основа роста конкурентоспособности экономики России. Монография / Под ред. И.В.Косоруковой / И.В.Косорукова, Н.В.Мирзоян, Н.А.Бондарева, А.Ю.Родин, М.А.Шуклина, И.А.Ягодкина. – Москва : Университет «Синергия», 2019. – 206 с. (С. 110 – 146)

Наиболее эффективной считается финансовая (стоимостная) модель принятия решений, на которой базируется концепция стоимостно-ориентированного менеджмента (value based management (VBM))¹⁾.

К нефинансовым показателям деятельности организации относятся²⁾ :

- 1) показатели по персоналу (критериями оценивания, например, являются условия труда, текучесть кадров и т.д.);
- 2) показатели по производству материальных ресурсов (например, объем выпуск продукции и т.д.);
- 3) показатели по потреблению и использованию материальных ресурсов (например, размер заказа и т.д.);
- 4) показатели системы управления (критериями оценивания, например, являются количество подразделений, количество уровней иерархии управления и т. д.).

В работе И.Ю.Беляевой и М.М.Пуховой к нефинансовым показателям относятся имидж и деловая репутация [88]. Подробнее информация о деловой репутации рассмотрена в разделе 2.3.

Традиционная финансовая отчетность содержит необходимой информацией о корпоративном управлении, охране окружающей среды, качестве взаимодействия с клиентами и поставщиками, то есть о социально-экологических аспектах ведения бизнеса, которые лежат в основе концепции устойчивого развития. Традиционная финансовая отчетность содержит только финансовые показатели деятельности общества, что явилось одной из причин развития нефинансовой (корпоративной социальной) отчетности³⁾.

Тенденции в развитии современной корпоративной отчетности направлены

¹⁾См. например, работу Теплова, Т.В. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата / Т.В.Теплова. – Москва : Издательство Юрайт, 2013. – 655 с. (С. 162-165)

²⁾ Ширяев, Е.Г. Роль нефинансовых показателей деятельности в оптимизации бизнес-процессов предприятия // Управленческий учет и финансы. – 2010. – № 2. – С. 115. (С. 115)

³⁾ Мирзоева, Е. В. Нефинансовая отчетность как источник информации о деятельности компании // Международный бухгалтерский учет. – 2014. – № 22 (316). – С. 25–37. – Текст : непосредственный.

на объединение финансовой и нефинансовой¹⁾ отчетности под комплексным названием «интегрированная отчетность», которая в настоящее время является одним из основных направлений эффективного управления организацией [121] и представляет перечень нефинансовых показателей деятельности организаций.

Крупные российские организации в различных отраслях в настоящее время уделяют все больше внимания публикации нефинансовой отчетности, которая неразрывно связана с общим развитием концепции корпоративной ответственности или устойчивого развития.

Информация о нефинансовых показателях организаций публикуется на сайте российского союза промышленников и предпринимателей (ниже – РСПП). По состоянию на апрель 2019 года в Национальный Регистр нефинансовых отчетов внесены 176 обществ, которые зарегистрировали 924 отчета, выпущенные в период с 2000 по 2017 год [141]. Общее количество отчетов включает социальные (СО), экологические (ЭО), интегрированные (ИО), отраслевые, а также отчеты в области устойчивого развития (ОУР). Содержание показателей в отчете зависит от отраслевой принадлежности общества и вида отчета.

Показатели интегрированной отчетности в зависимости от отраслевой принадлежности организации представлены в приложении М, объектами исследования для которого послужили организации из таких отраслей, как нефтегазовая; энергетика; металлургическая и горнодобывающая; производство машин и оборудования; химическая, нефтехимическая, парфюмерная; деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная; производство пищевых и других потребительских товаров; телекоммуникационная; финансы и страхование; жилищно-коммунальное хозяйство; цементное производство и строительство; образование, здравоохранение; транспорт; ритейл; прочие виды услуг.

Все исследуемые организации соблюдают принципы КУ и принципы

¹⁾ Об утверждении Концепции развития публичной нефинансовой отчетности и плана мероприятий по ее реализации: распоряжение Правительства Российской Федерации от 05.05.2017 N 876-р [вступил в силу с 22.05.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: [URL:http://www.consultant.ru/law/hotdocs/49565.html/](http://www.consultant.ru/law/hotdocs/49565.html/) (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

устойчивого развития, что отражено в их отчетности.

В приложении М также рассмотрены нефинансовые показатели различной нефинансовой отчетности таких объектов исследования как ПАО «Газпром», ПАО «ФСК ЕЭС», АО «СХК», ПАО «СИБУР-Холдинг», ПАО «Татнефть», «Coca-Cola HBC Россия», ООО «Нестле Россия», ПАО «Ростелеком», ПАО «Банк ВТБ», ПАО «Сбербанк России». Информационное письмо Банка России N ИН-06-28/111 рекомендует акционерным обществам раскрывать нефинансовую информацию в годовом отчете, однако они имеют право самостоятельно определить документ, в котором будет отражаться такая информация. Например, это могут быть отчет о корпоративной социальной ответственности, отчет об устойчивом развитии, экологический отчет, и другие формы отчетов, которые будут включать информацию об ESG-факторах^{1), 2)}.

Таким образом, в зависимости от отраслевой принадлежности общества и вида ее нефинансовой отчетности выделяются различные нефинансовые показатели. Наиболее часто встречающиеся из них соблюдение нормативно-правовых документов, стандартов; соблюдение прав человека; охрана труда; воздействие на окружающую среду; уровень выбросов и отходов; корпоративная социальная ответственность (ниже - КСО); выстроенные доверительные отношения со всеми заинтересованными сторонами организации; обучение и профессиональное развитие сотрудников общества; охрана здоровья сотрудников организации и потребителей. Обобщая результаты, представленные в приложении М, можно классифицировать нефинансовые показатели организации с выделением следующих групп факторов:

- Корпоративное управление: КСО, структура собственников, дивидендная политика, взаимоотношения со стейкхолдерами (наличие конфликта интересов, доверие, готовность сотрудничать), мотивация сотрудников и др.
- Социальная ответственность: соблюдение законодательных норм,

¹⁾Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee. Business sustainability performance and cost of equity capital // Journal of Corporate Finance. – 2015. – № 34. – Pp. 128–149. (Pp.128–149)

²⁾ Hamdi Ben-Nasr, Hatem Ghouma. Employee welfare and stock price crash risk // Journal of Corporate Finance. – 2018. – № 48. – Pp. 700–725. (Pp.700–725)

общественное мнение, обучение и профессиональное развитие работников, вовлеченность сотрудников в управление и развитие общества, медицинское обслуживание, репутация и др.

– Экологическая ответственность: соблюдение законодательных норм, воздействие на окружающую среду, ее охрана, рациональное использование ресурсов и др.

– Производственно-хозяйственная деятельность: качество и объем произведенной продукции, клиентоориентированность, производственный капитал и др.

По нашему мнению, главными целями разделения показателей на финансовые и нефинансовые факторы формирования стоимости бизнеса являются:

– выбор финансовых факторов заключается в анализе возможности решения поставленных задач в отрасли, представленных в стоимостном выражении;

– выбор нефинансовых факторов заключается в анализе способности менеджмента обеспечить реализацию финансовых факторов при достижении количественных показателей, от которых зависит уровень этих показателей.

В рамках оценки стоимости бизнеса довольно часто принято делить показатели на фундаментальные и нефундаментальные. Истоки такой классификации исходят из понятия фундаментальной (внутренней) стоимости бизнеса. Как известно, фундаментальный анализ основан на прогнозе показателей доходов от объекта инвестирования. При оценке стоимости бизнеса это сводится к применению метода дисконтированных денежных потоков в доходном подходе и к применению концепции стоимостно-ориентированного менеджмента (VBM)¹⁾.

Деление показателей на фундаментальные и нефундаментальные факторы анализировалось, например, в работах авторов П.Ю.Старюка²⁾, В.Е.Удальцова¹⁾ и

¹⁾ Бухвалов, А.В., Бандалюк, О.В., Березинец, И.В., Волков, Д.Л., Гаранина, Т.А., Ильина, Ю.Б. Корпоративное управление: вопросы практики и оценки российских компаний : монография. – Санкт-Петербург: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2012. – 328 с. (С. 159)

²⁾ Старюк, П.Ю. Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний:

др. При этом П.Ю.Старюк делит фундаментальные факторы на четыре группы показателей выручки, рентабельности, дивидендных выплат и отраслевые дамии переменных (индустриальные переменные)и утверждает, что внутренние показатели можно приравнять к финансовымпоскольку они оказывают влияние на стоимость организации.

Однако работа И.В.Косоруковой и коллектива авторов под ее редакцией[117] свидетельствует об отсутствии влияния на величину стоимости и уровень капитализации (цену) российских публичных акционерных обществ таких традиционных показателей финансового анализа, как показателей ликвидности, платежеспособности и оборачиваемости. В то же время было доказано наличие влияния на стоимость и уровень капитализации показателей структуры капитала и рентабельности продаж, собственного капитала и активов. Следовательно, не все финансовые показатели можно назвать фундаментальными факторами стоимости бизнеса. При этом следуетотметить, несмотря на то, что группа показателей корпоративного управления отражается в нефинансовой отчетности обществ, в исследовании И.В.Косоруковой и Н.Н.Прокимова ²) доказано влияние некоторых существенных фактов на изменение цен на акции российских организаций. То есть корпоративное управление является фундаментальным фактором.

При этом считаем некорректнымотождествление финансовых и фундаментальных факторов, поэтому необходимо выделение групп показателей по отношению к стоимости бизнеса это:

- 1) Финансовые и нефинансовые.

эмпирический анализ: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Старюк Павел Юрьевич; Государственный университет Высшая школа экономики. – Москва, 2008. – 184 с. (184 С.)

¹) Удальцов, В. Е. Влияние нефундаментальных факторов создания стоимости на инвестиционное поведение компаний российского рынка // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – № 2. – С. 315–322. – Текст : непосредственный.

²)Косорукова, И.В., Прокимов, Н.Н. Влияние раскрытия эмитентом существенных фактов на цену акций // Прикладная информатика. – 2014. – № 1 (49). – С. 16–31. (С. 16-31)

2) Фундаментальные и нефундаментальные.

Как отмечалось ранее в работе, основным подходом к оценке бизнеса, является доходный подход. Из его арсенала в подавляющем большинстве случаев используется на практике метод дисконтированных денежных потоков, которые, в свою очередь, формируются от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности общества. В связи с этим, рассмотрим фундаментальные и нефундаментальные показатели стоимости бизнеса в разрезе трех видов деятельности общества (табл. 9).

В современной научной литературе активно анализируются факторы корпоративного управления, влияющие на стоимость бизнеса.

Таблица 9 - Фундаментальные и нефундаментальные факторы формирования стоимости бизнеса в разрезе видов деятельности организации

Вид деятельности	Фундаментальный фактор	Нефундаментальный фактор
Операционная	<ul style="list-style-type: none"> – Выручка – Издержки – Темпы роста – Показатели рентабельности 	<ul style="list-style-type: none"> – Структура собственности – Внутренние агентские конфликты между собственниками и менеджментом (риски принятия решений и контроля за менеджментом) – Система мотивации (система KPI)
Инвестиционная	<ul style="list-style-type: none"> – Капитальные вложения – Изменение чистого оборотного капитала (ЧОК) 	<ul style="list-style-type: none"> – Структура собственности – Внутренние агентские конфликты между собственниками и менеджментом (риски принятия решений и контроля за менеджментом) – Система мотивации (система KPI) – Существенные факты
Финансовая	<ul style="list-style-type: none"> – Структура капитала – Цена капитала – Изменение обязательств 	<ul style="list-style-type: none"> – Структура собственности – Агентские конфликты (конфликты с кредиторами) – Система мотивации (система KPI) – Существенные факты – Дивидендная политика – Организации

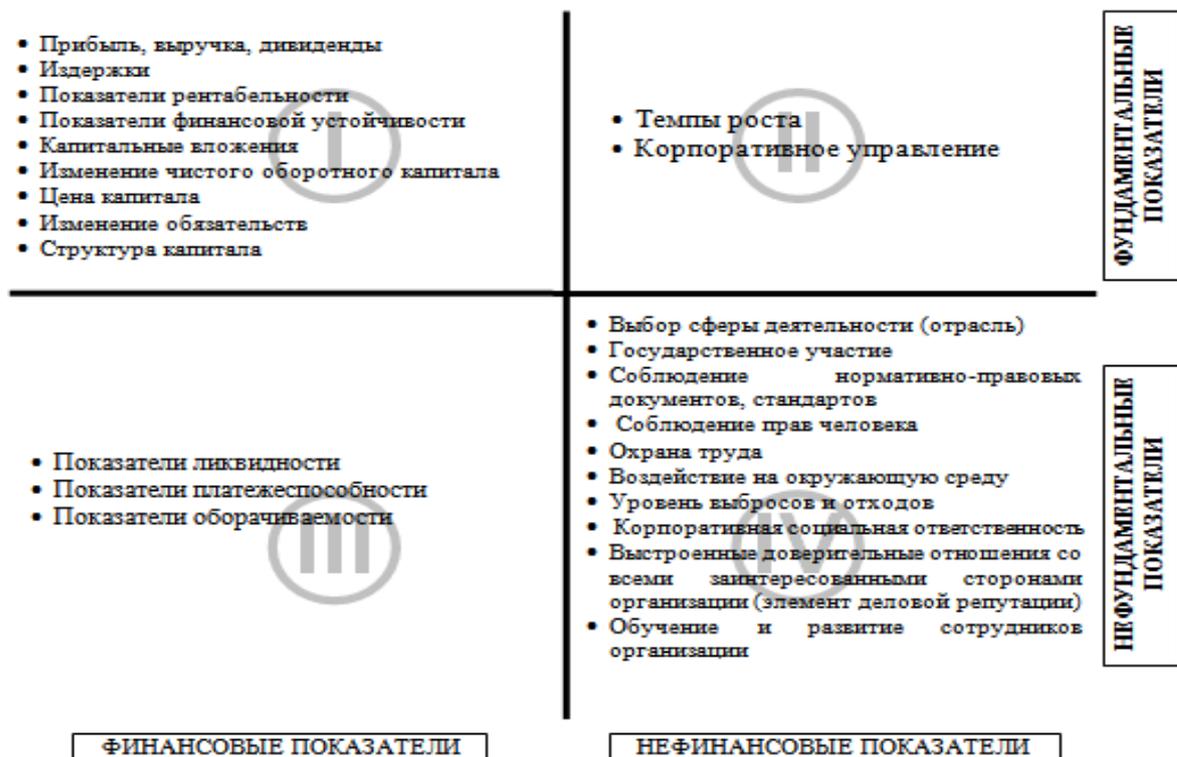
Источник: составлено автором.

Так, П.Ю.Старюк, кроме фундаментальных факторов, выделил корпоративное управление, как фактор, который определяет способность

организации принимать управленческие решения, приближенные к идеальной среде, а наличие ошибок в принятии таких решений обосновать исключительно внешними неконтролируемыми факторами¹⁾. В рамках корпоративного управления он выделил внешние и внутренние переменные, которые оказывают влияние на стоимость бизнеса.

Систематизировав все вышеизложенное, можно сформировать матрицу, в которой отразятся все 4 вида показателей в разрезе влияния на формирование стоимости бизнеса (рис. 2).

Отметим, что в 3 и 4 квадрантах отражены показатели, которые не оказывают влияние на стоимость бизнеса, а корпоративное управление является нефинансовым фундаментальным показателем, который оказывает влияние на стоимость бизнеса.



¹⁾ Старюк, П. Ю. Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний: эмпирический анализ: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Старюк Павел Юрьевич; Государственный университет Высшая школа экономики. – Москва, 2008. – 184 с. – Текст : непосредственный.

Рисунок 2 - Матрица классификации показателей вразрезе влияния на формирование стоимости бизнеса

Источник: составлено автором.

Опишем каждый квадрант матрицы:

1) Квадрант «финансовых - фундаментальных» показателей включает показатели, которые являются финансовыми и оказывают влияние на стоимость бизнеса организации. Этот квадрант отражает факторы формирования стоимости бизнеса. Влияние таких показателей изучено и применяется на практике.

2) Квадрант «нефинансовые – фундаментальные» показатели включает показатели, не являющиеся финансовыми, но оказывающие влияние на стоимость бизнеса общества. То есть этот квадрант также отражает факторы формирования стоимости бизнеса.

3) Квадрант «финансовые – нефундаментальные» показатели включает показатели, которые являются финансовыми, но не оказывают влияние на стоимость бизнеса¹⁾.

4) Квадрант «нефинансовых – нефундаментальных» показателей включает показатели, не являющиеся финансовыми показателями и не оказывающие влияние на стоимость бизнеса.

В свою очередь, корпоративное управление, как уже указывалось выше, представлено несколькими принципами его реализации в конкретных организациях. На наш взгляд, анализ влияния корпоративного управления на стоимость бизнеса необходимо рассматривать через призму этих принципов. Как уже указывалось, соблюдение или несоблюдение принципов КУ влияет на экономические показатели деятельности общества, оценку стоимости его акций

¹⁾ Исследования по этому вопросу проведено в источниках: Косорукова, И.В. Цена и стоимость бизнеса в России: анализ, влияние факторов и взаимодействие: монография. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2013. – 157 с. (С. 69-113); Kosorukova I., Plyasova S., Prokimnov N., Rodin A. Value and Price of Russian Business: The Entity, the Relationship and Impact of Financial Indicators // Journal of Reviews on Global Economics. – 2018. – № 7. – Pp. 682-695. (P. 682-695), которые доказывают, что показатели ликвидности, платежеспособности и оборачиваемости не коррелируют со стоимостью и уровнем капитализации российских публичных акционерных обществ, и соответственно, не являются фундаментальными факторами

инвесторами и на его способность привлекать капитал, необходимый для развития бизнеса.

Кодекс КУ на территории России является существенным инструментом управления деятельностью акционерных обществ¹⁾, что указывает на необходимость определения взаимосвязи принципов Кодекса со стоимостью и уровнем капитализации организаций. Взаимосвязь принципов корпоративного управления с формированием стоимости и уровнем капитализации организации представлена в приложении Н. Данный анализ позволяет определить факторы, связанные с российскими принципами КУ, которые и будут использоваться для проведения корреляционно-регрессионного анализа влияния корпоративного управления на уровень капитализации и стоимость бизнеса.

Таким образом, проведенный анализ позволяет выделить следующие факторы, связанные с принципами корпоративного управления, которые будут применяться для проведения корреляционно-регрессионного анализа: структура капитала, наличие государственного участия, выбор сферы деятельности (отрасль), выплаченные дивиденды, элементы деловой репутации, выручка, показатели рентабельности, существенные факты.

Обобщим полученные результаты в данном разделе:

1) В оценочной деятельности стоимость объекта оценки определяется с помощью доходного, сравнительного и затратного подходов. В каждом подходе используются различные методы в процессе оценки стоимости бизнеса. Подходы и методы к оценке имеют свои преимущества и недостатки. Основным в оценке стоимости бизнеса является метод дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода.

2) Существует несколько видов стоимости. При оценке стоимости акций и бизнеса согласно российскому законодательству могут быть использованы только три вида стоимости, а именно: рыночная, инвестиционная и ликвидационная.

¹⁾ Эскиндаров, М.А., Беляева, И.Ю. Корпоративное управление в схемах и таблицах: учебное пособие / коллектив авторов; под ред. М.А.Эскиндарова, И.Ю.Беляевой. – Москва : КНОРУС, 2019. – 305 с. (С. 95)

3) Проведенный анализ сущностей и условий применения подходов к оценке на основе ФСО 1 и ФСО 8 позволяет сделать вывод, что в данных стандартах совпадает только содержание доходного подхода.

4) Для расчета и управления стоимостью бизнеса организации оценщику в настоящее время недостаточно учитывать только финансовые показатели. Возрастающее внимание уделяется нефинансовым, фундаментальным и нефундаментальным показателям. Все четыре вида показателей систематизированы в виде матрицы (рис. 2), которая отражает авторский подход к их классификации. В частности, автором обосновывается вывод об отнесении корпоративного управления к фундаментальным показателям стоимости бизнеса.

5) Проведенный анализ позволяет выделить следующие факторы, связанные с принципами корпоративного управления, которые будут применяться для проведения корреляционно-регрессионного анализа в настоящей работе: структура капитала, наличие государственного участия, выбор сферы деятельности (отрасль), выплаченные дивиденды, элементы деловой репутации, выручка, показатели рентабельности, существенные факты(приложение Н).

1.3 Особенности корпоративного управления для различных организационно-правовых форм организаций

Согласно ст. 50.1 Гражданского Кодекса Российской Федерации¹⁾(ниже - ГК РФ) юридическими лицами могут быть организации, преследующие извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности (коммерческие организации) либо не имеющие извлечение прибыли в качестве такой цели и не распределяющие полученную прибыль между участниками (некоммерческие организации).

¹⁾Гражданский Кодекс Российской Федерации. Часть первая : федеральный закон от 30.11.1994 N 51 [вступил в силу с 01.01.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

В ГК РФ указаны такие организационно-правовые формы (ниже - ОПФ) могут создаваться коммерческие и некоммерческие организации.

Наибольшее количество коммерческих организаций в России сформировано в двух организационно-правовых формах: акционерные общества (ниже - АО) и общества с ограниченной ответственностью (ниже - ООО) (приложение П)¹⁾.

Как указывалось выше, российские принципы КУ рекомендуются к внедрению и соблюдению акционерным обществам, торгующими ценными бумагами на открытых торгах. Однако на открытом рынке сегодня размещаются ценные бумаги не только АО, но и ООО. И поэтому в настоящее время, как показывает практика, в обществах с ограниченной ответственностью тоже соблюдается корпоративное управление. Например, кодексы в области корпоративного управления имеют:

- ООО «Инбанк»²⁾ (основной внутренний нормативно-правовой документ, определяющий принципы и общие правила КУ);
- ООО «Микрокредитная компания «СРОЧНОДЕНЬГИ» [168];
- ООО «ЧОП «САФЕТИ-ТЭК» [169] и др.

Поэтому в работе мы будем рассматривать такие ОПФ как АО и ООО с точки зрения особенностей соблюдения ими принципов КУ. Сущность АО и ООО раскрыта в приложении Р. Акционерное общество может быть публичным и непубличным.

Публичное акционерное общество (ниже – ПАО) – это общество, акции и ценные бумаги которого, конвертируемые в его акции, публично размещаются или публично обращаются на условиях, установленных законами о ценных бумагах. При этом правила о публичных обществах относятся к акционерным обществам, устав и фирменное наименование которых содержат указание на то,

¹⁾ Индивидуальные предприниматели не являются организациями, они не входят в перечень ОПФ согласно ст. 50 ГК РФ.

²⁾ ООО «Инбанк» : [сайт]. – URL: https://in-bank.ru/upload/docs/Kodex_corp_uprav_05_12_2019.pdf (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

что оно является публичным¹⁾. Общество с ограниченной ответственностью тоже может быть публичным, если оно публично размещает ценные бумаги (например, облигации).

Сравнительная характеристика публичного и непубличного акционерных обществ, а также общества с ограниченной ответственностью представлена в приложении Р, сведения которого показывают различия организаций в зависимости от их организационно-правовой формы.

Поэтому целесообразно более подробно рассмотреть отличия между АО и ООО для целей принятия решений с точки зрения КУ.

Проанализируем каждый принцип КУ с точки зрения его применения в этих организационно-правовых формах (приложение С).

Первый принцип КУ. Для более детального рассмотрения первого принципа КУ, указанного в Кодексе КУ Банка России, необходимо подробнее раскрыть, а также представить сравнение распорядительных функций одинакового объема долей в уставном капитале прав акционеров в ПАО, АО и участников в ООО, так как права зависят от числа акций акционеров или долей участников обществ.

Проведенный сравнительный анализ показал²⁾, что имеются различия между объемом прав акционеров, владеющих блокирующим (более 25 % голосующих акций) и контрольным (более 50 % голосующих акций) пакетом. При этом требования акционеров о получении той или иной информации играют значительную роль в управлении общества. Объем прав владельцев аналогичных долей варьируется в зависимости от вида общества, что непосредственно влияет на реализацию принципов КУ в различных ОПФ. Объем прав владельцев одинаковых долей в АО и ООО отличаются.

Владелец акции обладает обязательными правами (безусловные и

¹⁾ Гражданский Кодекс Российской Федерации. Часть первая : федеральный закон от 30.11.1994 N 51 [вступил в силу с 01.01.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

²⁾ Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В.Косорукова, С.А.Секачев, М.А.Шуклина; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. – 904 с. (С. 530 – 535)

обусловленные), которые установлены законодательно и которых общество его ни при каких условиях не может лишить своим решением, а также специфическими правами (рис. 3).

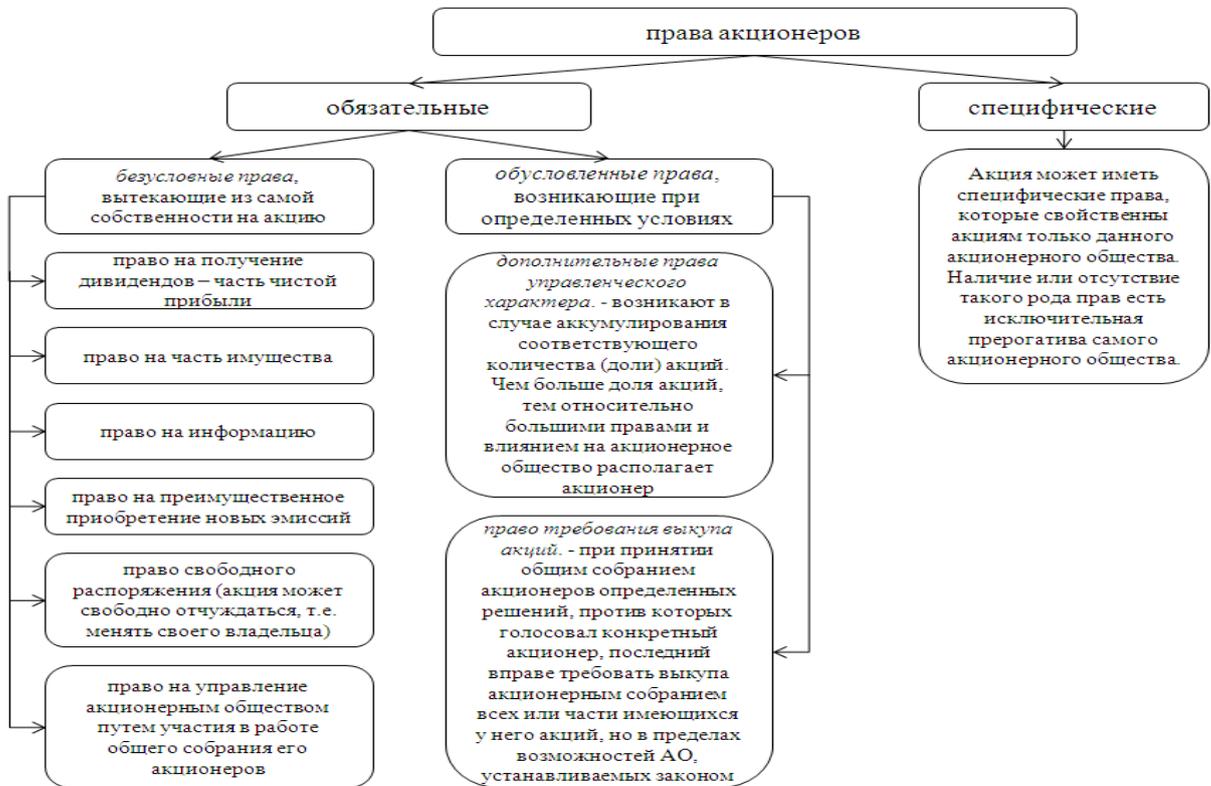


Рисунок 3 - Права акционеров

Источник: составлено автором.

Второй принцип КУ. Совет директоров как ключевой элемент корпоративных отношений определяет стратегические направления деятельности общества и выступает гарантом баланса интересов собственников, органов управления и иных заинтересованных лиц и групп. Количественный состав совета директоров определяется Федеральным законом «Об акционерных обществах».

Роль совета директоров в системе корпоративного управления раскрывается в Кодексе корпоративного управления, в котором отражаются его основные функции:

- осуществляет стратегическое управление обществом;
- выявляет приоритетные направления деятельности общества;
- определяет и урегулирует внутренние конфликты между участниками

корпоративных отношений;

- мониторит и контролирует работу исполнительных органов (генерального директора, правления), а также внедрение и соблюдение принципов КУ в обществе;

- утверждает основные принципы и подходы к организации системы УРиВК;

- обеспечивает прозрачность и соблюдение политики по раскрытию информации общества;

- формирует политику общества по вознаграждению и (или) возмещению расходов (компенсаций) ключевых руководящих сотрудников общества;

- играет ключевую роль в определении и осуществлении существенных фактов общества;

- создает различные комитеты (управлению рисками, аудиту, корпоративному управлению и другие).

В совете директоров представлены независимые директора, исполнительные и неисполнительные директора.

В качестве исполнительных директоров в организации выступают генеральный директор, финансовый директор, коммерческий директор и др. В качестве неисполнительных директоров в организации выступают акционеры или инвесторы.

Критерии независимости директора определяются на основе положений Кодекса КУ и заключаются в квалификации и самостоятельности для формирования собственной позиции, умения выносить объективные суждения, независимости от влияния стейкхолдеров при утверждении решений. Количественный состав совета директоров был рассмотрен ранее в работе.

Советы директоров и комитеты все чаще привлекают к своей работе независимых директоров. В приложении Г показана их доля в составе комитетов по аудиту, вознаграждениям и номинациям в период с 2015 по 2019 год. В организациях совет директоров возглавляет его председатель, избираемый

большинством голосов от его общего числа.Его избрание необходимо для эффективной работы совета директоров и его комитетов.

Банк России для улучшения российской практики в области КУ в финансовых организациях рекомендовал применять руководство о положениях совета и комитетов публичного акционерного общества[37]. Кроме рекомендаций Кодекса КУ, существуют рекомендации Росимущества по организации работы совета директоров^{1), 2)}.

Третий принцип КУ.Корпоративный секретарь общества –это наемный сотрудник АО, в функции которого входят взаимодействие собственников, органов управления, координация действий общества по защите прав и интересов владельцев организации. В годовом отчете общества должно быть указано его наличие и подотчетность акционерам.

Существуют также рекомендации по организации работы корпоративного секретаря в организации с государственным участием³⁾.

Четвертый принцип КУ.Система мотивации является важнейшим фактором, оказывающим влияние на эффективность работы сотрудников.Наиболее часто используемой формой вознаграждения членов совета директоров является фиксированное годовое вознаграждение, а для исполнительного органа и других лиц, занимающих руководящие должности, Кодексом рекомендуется установить фиксированное и переменное вознаграждение, которое зависит от личного вклада работника в работу общества.

Кроме разработанной эффективной политики по вознаграждению рекомендуется утвердить политику по выплате компенсаций общества

¹⁾ Об утверждении Методических рекомендаций по организации работы Совета директоров в акционерном обществе : приказ Росимущества от 21.11.2013 N 357 [вступил в силу с 21.11.2013] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_155942/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

²⁾ Там же

³⁾ Об утверждении Методических рекомендаций по организации работы корпоративного секретаря в акционерных обществах с государственным участием : приказ Росимущества от 27.03.2014 N 94 [вступил в силу с 27.03.2014] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_161162/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

сотрудникам.

Данные о вознаграждениях и выплате компенсаций указывается обществами в годовых отчетах¹⁾. Размер такого вознаграждения и компенсации определяется решением общего собрания акционеров²⁾.

Динамика среднего годового вознаграждения членов совета директоров и правления представлена на рис.4.



Рисунок 4 - Среднее годовое вознаграждение за период с 2015 по 2019 г., млн р.

Источник:[137].

Пятый принцип КУ. Совет директоров, в том числе, отвечает за определение принципов и подходов к организации системы управления рисками и внутреннего контроля в обществе, оценивает ее, утверждает величину риск-аппетита на плановый период, карт критических рисков и планов мероприятий по управлению критическими рисками. За создание и функционирование системы внутреннего

¹⁾ О рекомендациях по раскрытию в годовом отчете публичного акционерного общества информации о вознаграждении членов совета директоров (наблюдательного совета), членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников публичного акционерного общества: информационное письмо Банка России от 11.12.2017 N ИН-06-28/57 [вступил в силу с 18.12.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_285647/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

²⁾ Об источниках выплаты вознаграждения членам совета директоров (наблюдательного совета) акционерного общества: информационное письмо Банка России от 04.08.2017 N ИН-015-28/41 [вступил в силу с 08.08.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_222148/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

контроля несут ответственность исполнительные органы.

Кодексом КУ рекомендуется проводить внутренний аудит общества для систематической независимой оценки надежности и эффективности системы УР и ВК и практики корпоративного управления.

Существуют также иные нормативные документы в области системы управления рисками и внутреннего контроля^{1), 2)}.

Шестой принцип КУ. Согласно ст. 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» раскрытие информации означает обеспечение ее доступности всем заинтересованным лицам, независимо от цели получения этой информации³⁾.

Имеются и другие нормативно-правовые документы в области системы раскрытия информации [13, 33, 49].

Раскрытие информации является одним из основных способов взаимодействия общества со всеми стейкхолдерами и реализуется на следующих принципах [30]:

- доступность: доступность информации, например, на сайте организации или информационных агентств всем стейкхолдерам независимо от целей ее получения;
- достоверность: раскрытая информация не должна противоречить действительности;
- полнота: объем раскрытой информации должен быть полным для принятия общим собранием акционеров управленческих решения и для других

¹⁾ Об утверждении Методических рекомендаций по организации управления рисками и внутреннего контроля в области предупреждения и противодействия коррупции : приказ Росимущества от 02.03.2016 N 80 [вступил в силу с 02.03.2016] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_253639/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

²⁾ Там же

³⁾ О форме (формате), требованиях к содержанию и порядке рассмотрения заявления эмитента, являющегося акционерным обществом, об освобождении его от обязанности осуществлять раскрытие информации в соответствии со статьей 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», а также о перечне документов, прилагаемых к такому заявлению: указание Банка России от 12.09.2019 N 5254-У [вступил в силу с 23.10.2019] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_335831/251f7ac207ca304c6331640eb36b162351c24684/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

целей стейкхолдеров;

– оперативность: сроки раскрытия информации установлены различными нормативно-правовыми документами (Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Положение Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» и др.);

– регулярность: раскрытие информации обществами должно проводиться на регулярной основе;

– последовательность: раскрытые эмитентом информации должно быть последовательным для удобства поиска информации и без затрат времени на ее поиски;

– сравнимость: эмитентом должна быть предоставлена заинтересованным лицам возможность сравнения информации за несколько лет / период, различных показателей.

Объем раскрытия информации естественно, не может не зависеть от организационно-правовой формы общества¹⁾. Наибольший объем информации о себе раскрывает публичное акционерное общество. Согласно Национальному Индексу корпоративного управления по состоянию на конец 2019 года все организации опубликовали Устав. Кроме того организация публикует обычно в сети Интернет различные Положения («О совете директоров», «О дивидендной политике», «О комитете по аудиту» и др.) (приложение У). Более того, согласно Кодексу корпоративного управления обществу рекомендуется раскрывать информацию о соблюдении принципов и практике КУ. Такая информация раскрывается в годовых отчетах общества. Представление степени раскрытия информации о соблюдении принципов КУ можно получить, обратившись к приложению У. По состоянию на 2019 год лидерами по качеству раскрываемой

¹⁾ Составлено автором на основе О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: положение Банка России от 30.12.2014 N 454-П [вступил в силу с 06.03.2015 (документ утратил силу)] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_175536/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке; Об обществах с ограниченной ответственностью : федеральный закон от 28.01.1998 N 14 [вступил в силу с 08.02.1998] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

информации о соблюдаемых принципах корпоративного управления стали такие общества как ПАО «Сбербанк», ПАО «Московская Биржа», АО «НК «АЛРОСА», ПАО «МТС», ПАО «НК «Роснефть» и др.

Эмитент обязан публиковать информацию о себе в информационном ресурсе Интернет и информационном агентстве. Последние аккредитовывает Банк России¹⁾. В настоящее время им уполномочены раскрывать информацию эмитентов на фондовом рынке 5 агентств²⁾:

- 1) Общество с ограниченной ответственностью «Система комплексного раскрытия информации и новостей».
- 2) Общество с ограниченной ответственностью «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации».
- 3) Автономная некоммерческая организация «Ассоциация защиты информационных прав инвесторов».
- 4) Закрытое акционерное общество «Анализ, Консультации и Маркетинг».
- 5) Акционерное общество «Агентство экономической информации «ПРАЙМ».

Благодаря информационным агентствам организации могут информировать акционеров, государственные органы и других участников рынка ценных бумаг об изменениях (например, о дополнительной эмиссии ценных бумаг), происходящих в организации, что укрепляет доверие инвесторов к эмитенту.

Для эффективного взаимодействия заинтересованных сторон организации, в ней должна быть разработана и внедрена политика по раскрытию информации. Исполнительные органы осуществляют ее реализацию, а совета директоров

¹⁾ Об аккредитации информационных агентств, которые проводят действия по раскрытию информации о ценных бумагах и об иных финансовых инструментах: положение Банка России от 13.10.2014 N 435-П [вступил в силу с 29.01.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_140926/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

²⁾ Информационные агентства, аккредитованные на проведение действий по раскрытию информации о ценных бумагах и об иных финансовых инструментах по состоянию на 15.09.2021/ Банк России – URL: Режим доступа: <https://cbr.ru/> (дата обращения: 20.08.2021).

контролирует соблюдение ее положений.

Седьмой принцип КУ. Существенные корпоративные действия – это действия, которые существенным образом могут повлиять на структуру капитала организации и ее финансовое состояние. Они должны совершаться на справедливых условиях, обеспечивающих соблюдение прав и интересов акционеров, а также иных заинтересованных сторон¹⁾. Кодекс рекомендует совету директоров, и в большей степени независимым, играть главную роль при разработке рекомендаций по совершению таких действий, а раскрывать информацию об их совершении рекомендуется в уставе и внутренних документах.

В разделе 2.2 диссертации информация о существенных корпоративных действиях представлена более подробно, так как они являются одним из факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса.

Еще одним важным аспектом, связанным с влиянием КУ на стоимость бизнеса в разрезе различных организационно-правовых форм, является учет уровня риска и формирования премии за риск, обусловленный раскрытием информации об эмитенте.

Нами был проведен анализ уровня рентабельности активов и собственного капитала для ПАО, АО и ООО (приложение Ф). Анализ был проведен за период с 2009 по 2019 г., количество организаций в каждой группе от 500 до 10000, исходные данные взяты из базы данных «СКРИН»²⁾.

Отклонение рентабельности активов за анализируемый период между ПАО и АО по отраслям составляет в среднем от 1,9% до 6,3%, между ООО и АО – от минус 3,7% (в отрасли «Транспорт и связь») до 1,9%, между ООО и ПАО – от 0,9% до 2,5%.

При этом результаты анализа свидетельствуют о том, что величина отклонений в период с 2013 по 2019 г. стала менее существенной, чем в период с 2009 по 2012 г., что свидетельствует о снижении величин премий за риск для

¹⁾ О Кодексе корпоративного управления: письмо Банка России от 10.04.2014 N 06-52/2463 [вступил в силу с 18.04.2014] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_162007/e356c0653f8c9f1d1998ebf14ed3532c3f639c/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

²⁾ База данных «СКРИН» : [сайт]. – URL: <https://skrin.ru/> (дата обращения: 30.08.2022).

непубличных обществ в последние годы, по сравнению с публичными. В отдельных случаях наблюдается наличие отрицательных премий за риск.

Отклонение рентабельности собственного капитала по отраслям между ПАО и АО составляет в среднем от 6,8% до 9,8%, между ООО и АО составляет от 10,1% до 16,8% по отраслям, между ООО и ПАО – от 18,6% до 25,3%.

То есть результаты анализа показателей рентабельности активов и собственного капитала указывают на то, что вложение средств в ПАО является менее рискованным, чем в АО или ООО, и, в первую очередь, это обусловлено раскрытием информации для инвесторов и всех заинтересованных лиц в ПАО, что напрямую связано с наличием требований в рамках корпоративного управления. Отклонения по рентабельности активов могут быть использованы при формировании премий за риск в ставке дисконтирования, рассчитанной по модели WACC, поскольку расчет рентабельности активов связан со всем инвестированным капиталом в бизнес, а отклонения по рентабельности собственного капитала могут быть использованы при формировании премий за риск в ставке дисконтирования, рассчитанной по модели CAPM, поскольку расчет рентабельности собственного капитала связан только с собственным капиталом, вложенным в бизнес.

Таким образом, можно сделать следующие выводы:

1) В связи с тем, что Кодекс КУ рекомендуется применять организациям, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам, то в работе были рассмотрены особенности корпоративного управления для акционерных обществ (публичного и непубличного общества, осуществляющие публичное размещение ценных бумаг). В работе подчеркивается, что корпоративное управление также применимо для общества с ограниченной ответственностью. На этом основании были рассмотрены особенности принципов Кодекса КУ в АО и ООО.

2) Было выявлено, что для различных организационно-правовых форм корпоративное управление имеет свои особенности. Были определены отличия и отсутствие отличий по всем 7 принципам КУ, указанным в российском Кодексе КУ.

Например, при соблюдении шестого принципа корпоративного управления (раскрытие информации, информационная политика общества) в зависимости от вида акционерного общества раскрывается разный объем информации. Существуют также различия в реализации прав собственников с равной долей в публичном и в непубличном акционерном обществе и прав участников общества с ограниченной ответственностью, что в свою очередь будет влиять на величины применяемых премии за контроль и скидки за неконтрольный характер оцениваемой доли. Так, если, например, для оценки стоимости долей свыше 25% в акционерном обществе применяется премия за контроль в размере от 31% до 59%¹⁾, то такой уровень премии для ООО может быть только при оценке долей свыше 1/3, поскольку в ООО такая доля является блокирующей в отличие от АО. Кроме того, при применении премий и скидок нужно учитывать распределение долей между участниками общества. Эти аспекты формирования стоимости бизнеса напрямую связаны с корпоративным управлением в обществах.

3) Проведенный анализ рентабельности собственного капитала и активов для различных организационно-правовых форм организаций выявил отклонения, свидетельствующие о менее рискованных вложениях средств в ПАО по сравнению с АО и ООО, что указывает на влияние корпоративного управления на уровень доходности ПАО, и соответственно, на величину ставки дисконтирования при расчете стоимости бизнеса. Менее рискованные бизнесы имеют меньшие ставки дисконтирования, что при прочих равных условиях ведет к росту стоимости бизнеса в рамках применения доходного подхода к оценке.

Итак, сформулируем общие выводы по главе 1:

1) Была охарактеризована российская модель корпоративного управления, которая в настоящее время не сформирована. Практика сочетает в себе характеристики зарубежных моделей КУ: американской, германской и азиатской. Российская модель КУ по характеристике более близка к германской

¹⁾ Федотова, М.А., Булычева, Г.В., Евстафьева, Е.М. Оценка пакетов акций предприятий: поправки на контроль и ликвидность. – Москва : Финакадемия, 2008. – 103 с. (С. 88)

модели. Однако она обладает характеристиками не схожими ни с одной моделью. В частности, страна распространения модели КУ и структура владения акциями.

2) В современной литературе указано на семь основных критериев сравнения моделей КУ, которых, на наш взгляд, недостаточно для детального анализа зарубежных и российской моделей корпоративного управления. В связи с этим, было предложено 6 дополнительных критериев анализа, которые дают возможность более качественно провести сравнительный анализ моделей КУ, а именно: наличие независимых директоров, наличие иностранных инвесторов, ориентация инвестирования, уровень вознаграждения менеджеров, роль наемного персонала, степень раскрытия информации.

Проанализировав российскую модель КУ по 13 критериям, было выявлено, что сложность вызывает определение четких границ каждого анализируемого параметра, поскольку в некоторых случаях российская модель одновременно схожа с несколькими моделями КУ и в большей степени американской и германской. Раскрыто, что в этом случае отечественная модель имеет больше сходств с германской моделью КУ, поскольку государство существенным образом влияет на российский бизнес (критерий полностью противоречит американской модели); наемный персонал принимает участие в управлении обществом (критерий полностью противоречит американской модели); акционерный капитал российских обществ сконцентрирован в руках незначительного числа акционеров; российский фондовый рынок развит недостаточно.

Несмотря на то, что соотношение близости критериев в этом случае следующее: 69 % (9 из 13) критериев, аналогичных с американской моделью, 31 % (4 из 13) таких критериев с германской, 15 % (2 из 13) - с азиатской моделью¹⁾, наиболее близка к российской модели по своим характеристикам является германская модель КУ, поскольку один из важных критериев - наемный персонал принимает участие в управлении организацией - не реализуется в

¹⁾ В сумме процент схожести не дает 100 %, поскольку некоторые критерии имеют одинаковые черты в разных моделях.

американской практике КУ, в отличие от российской. Кроме того данная ситуация не стабильна, так как влияние внешних факторов (состояние экономики, законодательство и др.) также не стабильно.

3) Принципы корпоративного управления в зависимости от вида акционерного общества реализуются по-разному. Однако, корпоративное управление необходимо рассматривать и для обществ с ограниченной ответственностью в связи с тем, что на организованных торгах чаще всего именно они размещают ценные бумаги и являются непубличными, согласно требованиям ч. 1 ст. 66.3 ГК РФ¹⁾. Были выявлены сходства и отличия между реализацией принципов корпоративного управления Кодекса КУ в АО и ООО.

4) В оценочной деятельности для оценки стоимости объекта оценки оценщик имеет право применить три подхода к оценке: доходный, сравнительный, затратный. В рамках каждого подхода применяются различные методы для оценки. Было определено, что для оценки стоимости бизнеса целесообразнее применять доходный подход, в частности, метод дисконтированных денежных потоков, основанный на существенном отличии денежных потоков организации в динамике, которые являются значительными положительными величинами на протяжении длительного отрезка времени.

5) В настоящее время для расчета и управления стоимостью бизнеса организации внимание уделяется не только финансовым, но и нефинансовым, фундаментальным и нефундаментальным показателям. Авторский подход к систематизированию данных показателей представлен в разделе 2.1, в котором также обоснован и вывод об отнесении корпоративного управления к фундаментальным показателям формирования стоимости бизнеса.

6) Определены факторы, связанные с принципами корпоративного управления, которые будут применяться для проведения корреляционно-регрессионного анализа: существенные факты, деловая репутация, отраслевая принадлежность организации, структура капитала и наличие государственного

¹⁾ Общество с ограниченной ответственностью и акционерное общество, которое не отвечает признакам, указанным в пункте 1 настоящей статьи, признаются непубличными.

участия в организации, размер выручки и выплаченных дивидендов, а также показатели рентабельности, в том числе рентабельности продаж и собственного капитала.

7) Анализ особенностей корпоративного управления рассмотрен для различных ОПФ: АО и ООО. Оценены отличия применения принципов КУ для указанных организационно-правовых форм, отмечены особенности применения величин премий и скидок для АО и ООО, а также оценены отклонения в величинах рентабельности собственного капитала и активов для различных организационно-правовых форм организаций (за период с 2009 по 2019 г.), которые свидетельствуют о менее рискованных инвестициях в ПАО по сравнению с АО и ООО, и что, в свою очередь, ведет к росту стоимости бизнеса ПАО при прочих равных условиях.

Глава 2 Анализ влияния корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса

2.1 Анализ показателей качества корпоративного управления и его влияния на стоимость бизнеса

Поскольку корпоративное управление – важная составляющая в любой организации, им необходимо обратить внимание на его качество. Тем более, что именно повышая качество корпоративного управления, общества могут рассчитывать на получение значительных премий к цене их акций¹⁾. Работы И.В.Беликова указывают, что более 80% инвесторов выражают готовность платить больше за акции обществ с высоким уровнем качества корпоративного управления²⁾. Улучшение качества КУ позволяет реализовать потенциал роста стоимости организации³⁾. Качество КУ влияет на ее издержки, необходимые при привлечении капитала для развития; качественное КУ предоставляет акционерам и другим заинтересованным лицам уверенность в защите их прав [105]. В нормативных документах в настоящее время отсутствует понятие качества корпоративного управления. Данное понятие раскрывается в некоторых научных работах. Так, П.Ю.Старюк под качеством КУ понимают интегральную эффективность внутренних механизмов (структура собственности, структура капитала, совет директоров и др.) конкретной организации, с точки зрения ее способности оптимизировать агентские конфликты и повышать стоимость [81]. В диссертации под этой категорией автор понимает степень

¹⁾ Беликов, И.В. Совет директоров в системе корпоративного управления компании. – Москва : Имперіум Пресс, 2005. – 606 с. (600 с.)

²⁾ Беликов, И.В. Эффективный совет директоров // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2017. – № 3 (154). – С. 28–34. (С. 28–34)

³⁾ Старюк, П.Ю. Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний: эмпирический анализ: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Старюк Павел Юрьевич; Государственный университет Высшая школа экономики. – Москва, 2008. – 184 с. (С. 12)

(уровень) внедрения и соблюдения принципов КУ в организации. Внутренние механизмы, которые указаны в работе П.Ю.Старюка, отнесены нами к принципам КУ.

Практически во всем мире именно правительства остаются основным регулятором и разработчиком законов в области корпоративного управления, то есть базовых нормативно-правовых документов в этой области. Государство, являясь участником корпоративных отношений наряду с собственниками, органами управления общества и другими заинтересованными группами, регулирует корпоративное управление. На рисунке 5 отображено регулирование КУ в России.



Рисунок 5 - Органы регулирования корпоративного управления в России

Источник: составлено автором.

Корпоративное управление в России регулируется государственными органами и негосударственными институтами, также Банком России, у которого особый конституционно—правовой статус, что установлено Конституцией Российской Федерации.

Исходя из структуры органов регулирования корпоративного управления в России, в приложении X представлена система регулирования качества корпоративного управления более подробно.

Показателями корпоративного управления, которые отражают уровень его качества в организации, выступают его принципы. Существуют международные и российские принципы корпоративного управления. Вначале были утверждены международные принципы корпоративного управления. Их одобрили страны-члены ОЭСР в 1999 году. С тех пор они стали международным ориентиром для лиц, формирующих политику, инвесторов и других заинтересованных лиц по всему миру. Принципы известны под названием «Принципы корпоративного управления ОЭСР»¹⁾ и были обновлены в 2015 году. Они носят лишь рекомендательный характер и предоставляют возможность разным странам анализировать общепринятые правила при разработке собственных кодексов и инструментов корпоративного управления. Но, как показывает практика, многие страны придерживаются большинства этих принципов.

Основываясь на международных принципах КУ Банк России в 2014 г. разработал Кодекс корпоративного управления²⁾ (ниже — Кодекс), в котором утвердил российские принципы. Его положения рекомендованы к соблюдению акционерными обществами, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам [9], а также организациям, имеющим государственное участие. Кодекс корпоративного управления разделен на главы:

- 1) Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав.
- 2) Совет директоров общества.
- 3) Корпоративный секретарь общества.

¹⁾ Принципы корпоративного управления G20/ОЭСР // OECD Publishing, Paris. – 2016. - URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264252035-ru> (дата обращения: 30.08.2022).

²⁾ О Кодексе корпоративного управления: письмо Банка России от 10.04.2014 N 06-52/2463 [вступил в силу с 18.04.2014] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_162007/e356c0653f8c9f1d1998ebf14ed3532c3f639c/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

- 4) Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества.
- 5) Система управления рисками и внутреннего контроля.
- 6) Раскрытие информации об обществе, информационная политика общества.
- 7) Существенные корпоративные действия.

Многие российские ПАО, а также компании с госучастием¹⁾ придерживаются большинства принципов Кодекса, о чем свидетельствуют их отчеты, которые находятся в общем доступе. Согласно данным Банка России²⁾ по результатам анализа отчетов о внедрении и соблюдении принципов, а также рекомендаций Кодекса за 2018 год выявлена положительная динамика степени внедрения и качества объяснений причин частичного или полного несоблюдения принципов и рекомендаций Кодекса организациями, акции которых включены в котировальные списки КС1 и КС2. Так, в 2018 году в 16 обществах степень соблюдения российских принципов составила более 90%, а в 2017 году таких обществ было всего 7, что свидетельствует о росте понимания важности внедрения принципов корпоративного управления³⁾. Почти 3/4 организаций, входящих в КС1, используют более 75% всех принципов Кодекса КУ. Данные Банка России свидетельствуют о положительной динамике и в 2018 году. Организациями наименее соблюдаемыми остаются только принципы главы 2 «Совет директоров общества». На протяжении анализируемого периода ни одно общество не раскрыло информацию о полном соблюдении принципов этой главы Кодекса.

Оценка качества корпоративного управления осуществляется рейтинговыми агентствами⁴⁾.

¹⁾ Якупова, Н.М., Левачкова, С.Ю. Управляющая компания в системе государственной акционерной собственности: монография. – Казань : Изд-во Казан.ун-та, 2017. – 188 с. (188 с.)

²⁾ Обзор практики корпоративного управления в российских публичных обществах по итогам 2018 года / Банк России. – URL: https://cbr.ru/collection/collection/file/25363/review_29112019.pdf (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

³⁾ Там же

⁴⁾ Необходимо иметь в виду, что существуют российские рейтинговые агентства, которые присваивают различные рейтинги, в том числе и рейтинги корпоративного управления.

Создание рейтингов призвано увеличить прозрачность деятельности организации, тем самым повысив уровень доверия и снизив риски инвесторов и других участников корпоративных отношений. Рейтингование корпоративного управления позволяет организациям проводить сравнение с конкурентами и совершенствоваться в этой области.

Таким образом, участвуя в рейтинговании, собственники организации и иные участники корпоративных отношений могут проанализировать уровень качества корпоративного управления.

Аккредитацией рейтинговых агентств на территории Российской Федерации занимается Банк России. В стране аккредитовано всего 4 рейтинговых агентств; все они входят в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России¹⁾:

1) Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА) (акционерное общество) –рейтинговое агентство, созданное по инициативе Банка России 25 августа 2016 года²⁾, присваивает кредитные рейтинги.

2) Рейтинговое агентство «Эксперт РА»(АО «Эксперта РА») - занимается присвоением рейтингов, а также исследовательско-коммуникационной деятельностью с 6 декабря 2016 года [159].

3) Общество с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА») – кроме присвоения рейтингов, публикует рэнкинги организаций в финансовой сфере, отраслевые и макроэкономические обзоры[162]. Агентство аккредитовано Банком России 12 сентября 2019 года.

4) Общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» (ООО «НКР») - регулярно публикует аналитические исследования. Агентством утверждены методологии присвоения рейтингов банкам и страховщикам, нефинансовым организациями любого размера³⁾. Агентство аккредитовано Банком России 12 сентября 2019 года.

¹⁾ Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).

²⁾ Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА) : [сайт]. – URL: <https://www.acra-ratings.ru/> (дата обращения: 30.08.2022).

³⁾ Национальный кредитный рейтинг (НКР) : [сайт]. – URL: <https://ratings.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

Рейтинговые оценки вышеуказанных агентств влияют на допуск финансовых организаций и эмитентов к тем или иным видам деятельности. Однако некоторые из них присваивают не только кредитные, но и некредитные (специализированные) рейтинги. Рейтинги в области корпоративного управления (некредитный рейтинг) осуществляют только два рейтинговых агентства:

- 1) Рейтинговое агентство «Эксперт РА».
- 2) Национальное рейтинговое агентство (НРА).

Рассмотрим более подробно Национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ) и рейтинг качества корпоративного управления Национального рейтингового агентства¹⁾, так как результаты рейтингов раскрывают уровень качества КУ обществ.

При составлении рейтингов РИД и НРА используются документы, представленные в табл. 10.

Таблица 10 - Документы, на которых основаны рейтинги РИД и НРА

Национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ)	Рейтинг качества корпоративного управления Национального рейтингового агентства
Российский Кодекс КУ (2014г.)	Российский Кодекс КУ (2014г.)
Принципы КУ ОЭСР (2015 г.)	Принципы КУ ОЭСР (2015 г.)
Принципы КУ для организаций с участием ОЭСР (2015 г.)	Методология оценки КУ IFC (Международной финансовой корпорации)

Источник: составлено автором с использованием материалов [162, 165].

Под покровительством Национального совета по корпоративному управлению консорциум Российского института директоров (РИД) и рейтингового агентства «Эксперт РА» предпринял попытку создания национального рейтинга по корпоративному управлению. Методику составляли на основе существующего отечественного законодательства, рекомендаций Кодекса корпоративного поведения, утратившего силу в 2014 году, и с учетом

¹⁾ Национальное рейтинговое агентство (НРА) : [сайт]. – URL: <http://www.ra-national.ru/> (дата обращения: 30.08.2022).

лучших образцов мировой практики делового оборота. Уже на первом этапе в рейтинге консорциума «РИД – Эксперт РА» были представлены 137 акционерных обществ (абсолютное большинство), ценные бумаги которых обращаются на фондовом рынке.

Как было указано выше, только Российский институт директоров присваивает национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ). Он является исключительным правообладателем данного рейтинга. Содержание данного рейтинга кратко заключается в следующем¹⁾:

1) Представляет индикатор качества корпоративного управления, позволяет сопоставить степень его развития и связанных с ним рисков в различных организациях.

2) Является инструментом совершенствования практики корпоративного управления в организации и улучшения ее взаимоотношений с инвесторами и иными участниками корпоративных отношений.

3) Отражает мнение независимых экспертов о степени развития корпоративного управления в организации и соблюдении ею принципов международной и российской передовой практики.

Участники рейтингования имеют ряд существенных преимуществ. Это:

– получение внешнего независимого экспертного заключения, которое является инструментом улучшения практики корпоративного управления организации (внутренний эффект);

– приобретение организацией информационной поддержки усилий по выстраиванию развитой системы корпоративного управления (внешний эффект);

– возможность сравнения степени развития корпоративного управления организации с другими российскими обществами (бенчмаркинг).

Практика корпоративного управления организаций, как правило, оценивается по четырём компонентам:

¹⁾ Российский институт директоров (РИД) : [сайт]. – URL: <http://rid.ru/nacionalnyj-rejting/o-nrku> (дата обращения: 30.08.2022).

- 1) права акционеров (включает 45 критериев);
- 2) деятельность органов управления и контроля (включает 66 критериев);
- 3) раскрытие информации (включает 36 критериев);
- 4) корпоративная социальная ответственность и устойчивое развитие (включает 13 критериев).

Таким образом, можно подсчитать, что для оценки качества корпоративного управления РИД использует 4 компонента и 160 критериев, а также учитывать, что критерии оценки взаимосвязаны с принципами корпоративного управления. Необходимо отметить, что данный рейтинг учитывает только соблюдение двух принципов КУ, указанных в Кодексе. Другие два компонента рейтинга не указаны ни в международных, ни в российских принципах КУ. Данный факт, на наш взгляд, противоречит понятию и принципам качества корпоративного управления. Для определения уровня качества КУ организации, необходимо учитывать степень соблюдения всех российских принципов КУ.

Рейтинг РИД имеет шкалу от НРКУ 1 до НРКУ 10. Чем выше НРКУ, тем ниже риски КУ в оцениваемом обществе. Рейтинговая шкала РИД включает 7 качественных уровней и 10 рейтинговых классов практики КУ, в каждом из классов имеются два подкласса: если в оцениваемой организации показатели качества КУ имеют средние значения для конкретного класса, то к его рейтинговому классу добавляется «+», если в организации эти показатели выше средних и близки к показателям следующего рейтингового класса, то к нему добавляется знак «++» [165].

Рейтинговая шкала показывает также уровень качества КУ организации. В табл. 11 представлена рейтинговая шкала НРКУ.

Таблица 11 – Рейтинговая шкала НРКУ

Шкала	Уровень качества корпоративного управления
НРКУ 10	Наилучшая практика КУ
НРКУ 9 – НРКУ 9 ++	Лучшая практика КУ

Шкала	Уровень качества корпоративного управления
НРКУ 8 - НРКУ 8 ++	Передовая практика КУ
НРКУ 7 – НРКУ 7 ++	Развитая практика КУ
НРКУ 6 – НРКУ 6 ++	Хорошая практика КУ
НРКУ 4 – НРКУ 5 ++	Средняя практика КУ
НРКУ 1 – НРКУ 3 ++	Низкая практика КУ

Источник: [165].

Следовательно, исходя из рейтинговой шкалы НРКУ, можно утверждать, что наилучшую практику КУ имеют, которым присвоен рейтинг 10, а низкий уровень КУ у организации, которым присвоен рейтинг от 1 до 3++. Результаты Национального рейтинга корпоративного управления, который проводит РИД, представлены в табл. 12.

Таблица 12 - Результаты НРКУ за период с 2017 по 2019 год

Наименование организации	Рейтинг и дата его присвоения		
	2017	2018	2019
ПАО «Сбербанк»	-	8	8+
АК «АЛРОСА» (ПАО)	-	8	8
ПАО «РусГидро»	-	8	8
ПАО АФК «Система»	-	8	8
ПАО «ТрансКонтейнер»	8	-	7+
ПАО «Аэрофлот»	-	7++	7++
Банк ВТБ (ПАО)	-	7++	-
ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат»	-	7++	7++
ПАО «Россети»	-	7++	7++
ПАО «Ростелеком»	-	7++	7++
ПАО «ФСК ЕЭС»	-	7++	7++
ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»	-	7+	7+
ПАО «МРСК Волги»	-	7+	7+
ПАО «МРСК Центра»	-	7+	7+

Наименование организации	Рейтинг и дата его присвоения		
	2017	2018	2019
ПАО «МРСК Центра и Приволжья»	-	7+	7+
ПАО «МРСК Юга»	6++	-	-
ОАО «Сетевая компания»	-	6+	6+

Источник: [165].

Рейтинг проводился по публичным акционерным обществам ¹). Максимальный рейтинг – уровень 8+. С 2018 года улучшилась ситуация у ПАО «Сбербанк». С 2017 ухудшилась ситуация у ПАО «ТрансКонтейнер». У остальных ситуация осталась неизменной.

Проанализируем более подробно рейтинг качества корпоративного управления Национального рейтингового агентства ²), рассмотрим, какие компоненты учитываются в рейтинге в качестве показателей для определения уровня качества КУ. Рейтинг представляет собой оценку рисков существующей в организации системы и практики корпоративного управления. Критериями оценки качества корпоративного управления указанного рейтинга являются пять компонентов:

- 1) Приверженность организации принципам КУ (включает 4 критерия, в том числе эффективность работы корпоративного секретаря).
- 2) Соблюдение прав акционеров (включает 5 критериев).
- 3) Совет директоров и исполнительные органы (включает 9 критериев).
- 4) Система управления рисками и внутреннего контроля (включает 4 критерия).
- 5) Уровень информационной открытости (включает 5 критериев).

Таким образом, компоненты оценки Национального рейтингового агентства тесно связаны с принципами корпоративного управления. В отличие от

¹) Большинство российских публичных акционерных обществ указывают присвоенный им рейтинг корпоративного управления РИД в годовых отчетах.

²) Национальное рейтинговое агентство (НРА) : [сайт]. – URL: <http://www.ra-national.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

компонентов рейтинга РИД. НРА учитывает соблюдение организациям 4 российских принципов КУ (компоненты 2-5); в первом компоненте учитывается еще один принцип КУ – корпоративный секретарь общества, то есть всего 5 из 7 принципов российского Кодекса КУ учтены НРА. В табл. 13 представлена рейтинговая шкала оценки качества корпоративного управления НРА. Табл. 13 иллюстрирует, что согласно НРА наилучшую практику корпоративного управления имеют организации, которым присвоен рейтинг «А», а низкий уровень имеют те, которым присвоен рейтинг от «С»¹⁾.

Таблица 13 - Рейтинговая шкала качества корпоративного управления НРА

Уровень	Категория	Характеристика категории
А Развитый	A1	Организация демонстрирует лидерство в развитии практики корпоративного управления
	A2	
	A3	
В Развивающийся	B1	Организация в значительной степени соответствует рекомендациям лучшей практики корпоративного управления, показывает положительную динамику
	B2	
	B3	
С Начальный	C1	В организации созданы базовые институты и механизмы корпоративного управления
	C2	
	C3	

Источник: [162].

Таким образом, можно сделать вывод, что рейтинги РИД и НРА не показывают соблюдение организациями всех российских принципов КУ. Для определения уровня качества корпоративного управления организации необходимо оценить внедрение и соблюдение всех российских принципов КУ. Иначе необходимо изучить 7 компонентов, а критерии могут быть специфичны у каждого рейтинга; в противном случае рейтинги будут идентичными. Также возможно включение и в рейтинги других компонентов, например, уже существующие специфические компоненты у каждого рейтинга.

¹⁾ По состоянию на январь 2020 года НРА не составило рейтинг корпоративного управления.

С учетом того, что в существующих рейтингах РИД и НРА учтенные принципы КУ в основном раскрываются исходя из требований Кодекса КУ, то и в оставшихся двух компонентах, которые мы предлагаем также включить в рейтинг, их раскрытие должно базироваться на требованиях Кодекса КУ. При этом дополнительно необходимо учесть критерии, которые существенно влияют на соответствующий принцип КУ. Итак, мы предлагаем учесть в рейтинге принципы «Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества» и «Существенные корпоративные действия». Для раскрытия этих принципов предлагается учесть несколько критериев (табл. 14).

Таблица 14 - Дополнительные компоненты и их критерии для учета в рейтингах качества корпоративного управления

Дополнительный компонент рейтинга	Критерий компонента
Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества	В обществе утверждена политика по вознаграждению
	Наличие политики по выплате компенсаций, отражающей перечень расходов, подлежащих возмещению, уровень обслуживания, на который могут претендовать сотрудники
	Наличие комитета по вознаграждению и его состав
	Транспарентность механизмов определения размера вознаграждения и компенсации
	Размер выплачиваемого обществом вознаграждения и компенсации
Существенные корпоративные действия	Определен состав (список/перечень) существенных корпоративных действий в организации
	Определен порядок их совершения
	Правила и процедуры совершения обществом таких действий изложены во внутренних документах
	Транспарентность о совершении существенных корпоративных действий с указанием причин, условий и последствий их совершения

Источник: составлено автором.

Подробнее компонент «Существенные корпоративные действия» будет рассмотрен ниже.

Предложенные изменения позволят, на наш взгляд, более эффективно оценить качество КУ организаций с учетом важнейших факторов КУ.

Помимо рейтингов качества корпоративного управления существуют рейтинги ESG, которые нацелены на оценку и прогнозирование экологических, социальных и корпоративных рисков. Рейтинг ESG проводят зарубежные независимые исследовательские агентства, такие как Bloomberg, S&P DowJonesIndices, JUST Capital и другие¹⁾, а также российские рейтинговые агентства «Эксперт РА» и Национальное рейтинговое агентство.

Шкала рейтинга ESG «Эксперт РА» имеет значения от ESG-W до ESG-I, где ESG-I – максимальная оценка качества ESG-факторов [159].

Результаты рейтинга ESG «Эксперт РА», в который вошли 6 организаций, представлены в табл. 15.

Таблица 15 - Результаты рейтинга ESG рейтингового агентства «Эксперт РА»

Наименование организации	Присвоенный рейтинг	Дата присвоения рейтинга
ПАО «ПИК СЗ»	ESG-II	март 2021
АО «ГТЛК»	ESG-III	сентябрь 2021
ООО «ГЛАВСТРОЙ»	ESG-IV	октябрь 2021
ПАО «АК БАРС» БАНК	ESG-III	ноябрь 2021
ПАО «МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК»	ESG-II	ноябрь 2021
АО «НИИНЕФТЕПРОМХИМ»	ESG-IV	декабрь 2021

Источник: [159].

Шкала Национального рейтингового агентства имеет значения от C.esg до A1.esg, где A1.esg - максимальная оценка уровня качества ESG-факторов²⁾. Результаты рейтинга НРА, в который вошли 4 организации, представлены в табл. 16.

Таблица 16 - Результаты рейтинга ESG рейтингового агентства НРА

¹⁾ РосБизнесКонсалт: [сайт]. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/60efd48d9a79477f9b55d91> (дата обращения: 30.08.2022).

²⁾ Национальное рейтинговое агентство (НРА) : [сайт]. – URL: <http://www.ra-national.ru/> (дата обращения: 30.08.2022).

Наименование организации	Присвоенный рейтинг	Дата присвоения рейтинга
ООО «АК БАРС СТРАХОВАНИЕ»	B1.esg	июнь 2021
ВТБ Капитал Управление активами	A2.esg	октябрь 2021
ТРИНФИКО	A2.esg	ноябрь 2021
ООО «ЭКОЛАЙН-ВТОРПЛАСТ»	-	ноябрь 2021

Источник: [162].

Таким образом, можно сделать вывод о том, что кроме соблюдения принципов корпоративного управления, организации все больше внимания будут уделять соблюдению принципов ответственного инвестирования, сформулированные генеральным секретарем ООН¹⁾, так как популярность ESG-инвестиций растет, как мы видим, зарубежные и российские агентства оценивают организации в этой области.

Кроме рейтингов ESGи КУ существует Методика самооценки качества корпоративного управления в организациях с государственным участием²⁾. Ее разработало Росимущество³⁾ в августе 2014 года, после утверждения в апреле этого же года Кодекса корпоративного управления в целях исполнения государственной программы «Управление федеральным имуществом» и оказания помощи организациям с государственным участием в проведении комплексной самооценки качества корпоративного управления, в том числе с точки зрения соблюдения принципов и рекомендаций, указанных в Кодексе.

¹⁾ РосБизнесКонсалт: [сайт]. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/60efd48d9a79477f9b55d91> (дата обращения: 30.08.2022).

²⁾ Об утверждении Методики самооценки качества корпоративного управления в компаниях с государственным участием : приказ Минфина России от 22.08.2014 N 306 [вступил в силу с 22.08.2014] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_168788/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

³⁾ О Федеральном агентстве по управлению государственным имуществом : постановление Правительства Российской Федерации от 05.06.2008 N 432 [вступил в силу с 09.06.2008] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_77490/4197a985ddbc35a48ed895cb62bc5ea590759992/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

Методика включает 6 разделов: права акционеров; совет директоров; исполнительное руководство; раскрытие информации; система УРиВК и внутренний аудит; КСО, деловая этика и комплайенс.

Проанализировав компоненты Методики и рейтинговых агентств нетрудно заметить, что их оценочные компоненты пересекаются и тесно связаны с принципами КУ, представленными в Кодексе.

Методика Росимущества может применяться организациями со 100 % государственным участием и обществами, в уставном капитале которых доля Российской Федерации составляет менее 100 % [21]. При этом компоненты в указанных случаях не меняются, меняется только состав и количество критериев в компонентах.

Результаты Методики выражаются в процентах: 100 % - отличное качество корпоративного управления, а 0 % - низкое качество. Росимущество рекомендует утвердить совету директоров акционерного общества минимальное допустимое значение качества корпоративного управления не ниже 65%. Результаты самооценки качества корпоративного управления указываются эмитентами в годовых отчетах.

Необходимо отметить, что Национальный рейтинг КУ Российского института директоров, рейтинг качества корпоративного управления Национального рейтингового агентства и Методика Росимущества показывают уровень качества корпоративного управления на микроуровне (на уровне конкретной организации).

Однако существует показатель, который показывает динамику корпоративного управления на макро- и микро- уровнях - Национальный индекс корпоративного управления (ниже – Индекс). Индекс корпоративного управления – это ежегодное исследование, основанное на комплексной методике количественной и качественной оценки корпоративного управления в российских организациях. Методика Индекса была разработана Национальной ассоциацией корпоративных директоров (НАКД) совместно с Центром корпоративного

развития TopCompetence. Критерии оценки организаций разработаны с учетом следующих компонентов¹⁾:

- степень соответствия деятельности организаций принципам и рекомендациям Кодекса корпоративного управления;
- международные принципы корпоративного управления ОЭСР;
- правила листинга Московской биржи.

Критериями оценки являются права акционеров, органы управления и их вознаграждение, раскрытие информации, система УРиВК, аудит и внутренний контроль, существенные корпоративные действия, устойчивое развитие²⁾.

Индекс показывает не только лидеров корпоративного управления, но и отражает взаимосвязь между корпоративным управлением и биржевым индексом. В выборку исследования входят 100 крупнейших по капитализации публичных российских организаций различных отраслей, акции которых котируются на Московской бирже; среди них ПАО «Газпром», ПАО «КАМАЗ», ПАО «Детский мир», ПАО «Ростелеком», ПАО «М.видео», ПАО «Магнит», ПАО «МОЭСК» и другие [136]. Условиями исключения из Индекса являются их банкротство и делистинг.

В 2017 году, благодаря проведённой верификации Центром системных трансформаций Экономического факультета МГУ им. Ломоносова, а также ежегодному бенчмаркингу корпоративного управления в исследуемых организациях, методология Индекса была обновлена и дополнена.

В приложении Ц показано значение Национального индекса корпоративного управления за период с 2015 по 2019 год. Используя представленные значения Индекса в приложении Ц, можно утверждать, что наблюдается его положительная динамика, что, в свою очередь, раскрывает успехи корпоративного управления в нашей стране.

¹⁾ Национальный индекс корпоративного управления / Национальная ассоциация корпоративных директоров. – 2017. – URL: http://www.corpdir.ru/upload/Corporate_governance_Index_Russia2017_Rus.pdf (дата обращения 30.08.2021).

²⁾ Там же

Для сравнения уровня рыночной капитализации в относительном выражении с участием финансовых результатов деятельности организаций, входящих (табл. 13) и не входящих в рейтинг НРКУ, проведем анализ их оценочных мультипликаторов.

В приложении III представлен сравнительный анализ мультипликаторов указанных групп организаций. Проводился расчет двух мультипликаторов:

- 1) P/S (Price/SalesRatio) - отношение рыночной цены акции к выручке.
- 2) P/BVE (Price/BookValue) - отношение рыночной цены акции к балансовой стоимости активов.

Для проведения анализа были использованы данные по предприятиям энергетической отрасли, поскольку в рейтинге НРКУ в каждой из групп их наибольшее количество – (по 4-5), тогда как по остальным отраслям представлены 1 или 2¹⁾.

Исходя из данных приложения III, можно сделать следующие выводы:

1) В целом, значения мультипликаторов за анализируемые периоды исследуемых организаций являются относительно стабильными, отсутствует существенная волатильность.

2) Очевидно, что чем больше значения мультипликатора P/S, тем выше уровень капитализации по отношению к выручке организации. Отметим, что значения мультипликатора у организаций с высоким рейтингом (8+ - 7++) больше 2 в среднем, тогда как у организаций с рейтингом 7+ - 6++ он составляет 0,21-0,24, а у не имеющих рейтинга 0,17-0,18, то есть чем выше у организации рейтинг НРКУ, тем выше уровень капитализации по отношению к выручке. Качество корпоративного управления влияет на уровень капитализации организации и ее стоимость в сравнительном подходе.

Вышеизложенное позволяет сформулировать следующие выводы:

1) В условиях реализации целей устойчивого развития ООН дальнейшее развитие организации во многом определяется качеством КУ и соблюдением

¹⁾ Всего в рейтинге участвуют компании шести отраслей: финансовые посредники, энергетика, транспорт, связь, металлургия, добыча полезных ископаемых.

принципов ESG-инвестирования. Появилась необходимость рейтинговать организации, в том числе в области оценки качества КУ и ESG-факторов. Они являются объективными показателями состояния организации в области КУ и ESG-инвестирования, дают представление о них инвесторам и другим заинтересованным лицам.

В России подобные рейтинги на микроэкономическом уровне проводят рейтинговое агентство «Эксперта РА» совместно сРИД и присваивают Национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ), агентство «Эксперта РА» также проводит рейтинг оценки ESG-факторов, Национальное рейтинговое агентство присваивает рейтинг качества корпоративного управления и ESG-факторов. Компоненты оценки рейтингов корпоративного управления имеют совпадения и тесно связаны с принципами корпоративного управления.

Нами предложено дополнить данные рейтинги двумя компонентами: существенные корпоративные действия и система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества, которые, на наш взгляд, необходимо также анализировать и учитывать для более детального исследования уровня качества КУ.

2) Для организаций с государственным участием, желающим провести всестороннюю самооценку качества корпоративного управления, существует Методика самооценки качества корпоративного управления в организациях с государственным участием, утвержденная Росимуществом в 2014 году. Она дает возможность выявить сильные и слабые стороны в отношении соответствия принципам и рекомендациям Кодекса корпоративного управления.

3) На макро- и микроэкономическом уровнях существует показатель - Национальный индекс корпоративного управления. Он показывает, как меняется корпоративное управление в России. Индекс – это ежегодное исследование, которое проводит Национальная ассоциация корпоративных директоров при поддержке Московской биржи. Он составляется с 2015 года после утверждения Банком России Кодекса корпоративного управления. Индекс позволяет получать информацию о степени развития корпоративного управления в стране, динамике

его внедрения в организации, посмотреть на российских лидеров в этой области. Он также показывает взаимосвязь между корпоративным управлением и биржевым индексом.

Для составления данного Индекса исследуется деятельность 100 организаций. Его положительная динамика наблюдается в период с 2015 по 2019 год.

4) Качество корпоративного управления влияет на уровень капитализации и стоимость организаций в сравнительном подходе.

Проведенный нами анализ на примере энергетической отрасли показал, что значения мультипликатора P/S у организаций с высоким рейтингом НРКУ (8+ - 7++) больше 2 в среднем, тогда как у организаций с рейтингом 7+ - 6++ он составляет 0,21-0,24, а у не имеющих рейтинга 0,17-0,18, то есть чем выше рейтинг НРКУ у организации, тем выше уровень капитализации по отношению к выручке.

2.2 Влияние существенных фактов на стоимость и уровень капитализации бизнеса

Как было показано в разделе 1.2, к нефундаментальным факторам формирования стоимости бизнеса относятся и существенные факты.

При этом нужно отметить, что понятие существенных фактов тесно связано с понятием существенных корпоративных действий. Перечень и сущность существенных фактов приводится в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» и Письме Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», а сущность и перечень существенных корпоративных действий приведено в Кодексе КУ (табл. 17).

Таблица 17 - Анализ понятий существенных фактов и существенных корпоративных действий

Понятие		Источник информации
существенные факты	факты, которые в случае их раскрытия или предоставления, могут оказать значительное влияние на котировки эмиссионных ценных бумаг и на их стоимость	ФЗ «О рынке ценных бумаг»
	сведения, которые в случае раскрытия могут оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг или на их котировки	Письмо Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» ¹⁾
существенные корпоративные действия	действия, которые существенно влияют или могут повлиять на структуру уставного капитала, финансовое состояние общества и, тем самым, на положение акционеров	Кодекс корпоративного управления

Проанализируем далее перечень существенных фактов и существенных корпоративных действий. Так в Письме Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» определено 52 существенных факта, среди которых проведение реорганизации и ликвидации общества, проведение существенных сделок, крупных сделок и сделок с заинтересованностью^{2), 3)}, изменение уставного капитала организации, включение ценных бумаг на различные биржи и их исключение и др.

В соответствии с Кодексомк существенным корпоративным действиям относятся реорганизация и ликвидация организации, совершение обществом существенных сделок, осуществление процедуры листинга или делистинга,

¹⁾ Положение утратит силу с 01.10.2021. В новом Положении Банка России будет утверждено 37 существенных фактов (О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: положение Банка России от 27.03.2020 N 714-П [вступил в силу с 27.05.2020] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_352306/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.)

²⁾ Об установлении предельных значений размера сделок акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью, при превышении которых такие сделки могут признаваться сделками, в совершении которых имеется заинтересованность: указание Банка России от 31.03.2017 N 4335-У [вступил в силу с 04.05.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_215928/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

³⁾ Об оспаривании крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность: постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 26.06.2018 N 27 [вступил в силу с 06.07.2018] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_301033/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

изменение размера уставного капитала и какие-либо другие действия, которые могут привести к значительному изменению прав собственников или не соблюдению их интересов. То есть, проведенный анализ перечней существенных корпоративных действий и существенных фактов показывает, что их состав очень близок и отличается не существенно.

В работе использован термин «существенные факты», так как Кодекс носит рекомендательный характер для соблюдения его положений, а Письмо Банка России обязательно к исполнению. При этом, несмотря на то, что с 01 октября 2021 года перечень существенных фактов меняется, их состав по-прежнему не существенно отличается от перечня существенных корпоративных действий.

В современной научной литературе активно рассматривается анализ факторов корпоративного управления, влияющих на капитализацию и стоимость бизнеса. Данный вопрос в своих работах рассматривали А.В.Бухвалов¹⁾, И.В.Косорукова [98], А.Ломакина [108], Н.Н.Прокимнов [99], П.Ю.Старюк [81, 118], С.А.Цай [125] и другие. Одним из таких факторов является раскрытие информации о существенных фактах.

Раскрытие информации о существенных фактах общества осуществляется в форме сообщения о них²⁾, а их транспарентность отражается в уставе организации. Кодексом рассмотрение таких действий в обществе относится к компетенции совета директоров.

К существенным фактам относятся в том числе:

- 1) Принятые решения высшим органом управления и советом директоров.
- 2) Несоблюдение эмитентом обязанностей перед акционерами общества.
- 3) Раскрытие ежеквартального отчета и консолидированной финансовой отчетности.

¹⁾ Бухвалов, А.В., Бандалюк, О.В., Березинец, И.В., Волков, Д.Л., Гаранина, Т.А., Ильина, Ю.Б. Корпоративное управление: вопросы практики и оценки российских компаний : монография. – Санкт-Петербург: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2012. – 328 с. (328 с.)

²⁾ Шуклина, М. А. Основы корпоративного управления: учебник / М.А.Шуклина. – Москва : Университет «Синергия», 2019. – 304 с. – ISBN978-5-4257-0381-1. – Текст : непосредственный.

4) Осуществление листинга¹⁾ и делистинга ценных бумаг.

В приложении Щ показана динамика степени соблюдения ключевых принципов корпоративного управления в зависимости от уровня листинга за период с 2015 по 2019 год.

1) Осуществление существенной сделки, крупной сделки и сделки с заинтересованностью.

Существенные сделки – это те сделки, которые могут привести к фундаментальным изменениям в организации, а также повлиять на реализацию прав акционеров. К ним отнесены²⁾:

- крупные сделки (их понятие; регулирование их совершения содержится в Федеральном законе «Об акционерных обществах»);
- сделки, в совершении которых есть заинтересованность, членом органов управления общества, крупных акционеров или связанных с ними лиц;
- сделки по приобретению контроля (сделки, в ходе которых лицо или группа аффилированных лиц приобретает пакет более 30% акций, предоставляющих право голоса)³⁾. Сделки по приобретению контроля в практике называются поглощениями.

Влияние существенных фактов на стоимость бизнеса было доказано в работе И.В.Косоруковой [98], где было исследовано влияние некоторых эмитентов раскрытия информации о существенных фактах на уровень капитализации. В данном исследовании все 50 существенных фактов были объединены в 6 групп, событиями, касающимися структуры уставного капитала и корпоративной структуры

¹⁾ Кальницкая, П. А. Корпоративное управление / Учебный курс. – Москва : Бизнес-школа СИНЕРГИЯ, 2011. – URL: http://www.e-biblio.ru/xbook/new/xbook301/book/index/index.html?go=part-005*page.htm (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

²⁾ Косорукова, И.В. Цена и стоимость бизнеса в России: анализ, влияние факторов и взаимодействие: монография. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2013. – 157 с. (160 с.)

³⁾ О требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций акционерного общества и об осуществлении государственного контроля за приобретением акций акционерного общества: положение Банка России от 05.07.2015 N 477-П [вступил в силу с 05.06.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_185229/eeb5679e3c5c5cae487c71b3bcf35b0463a558df9/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

управления, порядка одобрения сделок общества и информационной прозрачности общества, системы ведения реестра акционерного общества и компетенции органов управления. В указанной работе было выявлено, что данные показатели оказывают влияние на изменение цен акций и стоимости бизнеса российских эмитентов, показано, что совокупность показателей для конкретного эмитента специфична и определяется обществами самостоятельно.

Для анализа влияния существенных фактов на уровень капитализации бизнеса было отобрано двадцать российских публичных акционерных обществ четырех различных отраслей (табл. 18).

Таблица 18 - Анализируемые организации для исследования по отраслям

Исследуемая отрасль	Наименование организации
Нефтегазовая	1) ПАО «Газпром нефть»
	2) ПАО «Лукойл»
	3) ПАО «Новатэк»
	4) ПАО «НК «РуссНефть»
	5) ПАО «Транснефть»
Энергетическая	6) ПАО «Мосэнерго»
	7) ПАО «ТНС энерго Кубань»
	8) ПАО «Россети»
	9) ПАО «ДЭК»
	10) ПАО «Волгоградэнерго»
	11) ПАО «РусГидро»
Химическая	12) ПАО «Казаньоргсинтез»
	13) ПАО «Акрон»
	14) ПАО «КуйбышевАзот»
	15) ПАО «ДОРОГОБУЖ»
Металлургия	16) ПАО «Северсталь»
	17) ПАО «ММК»
	18) ПАО «НЛМК»

Исследуемая отрасль	Наименование организации
	19) ПАО «ТМК»
	20) ПАО «ЧТПЗ»

Источник: составлено автором.

Данные для проведения анализа: ежедневная капитализация и существенные факты обществ были взяты из базы данных «СКРИН»¹⁾ за период с 2017 по 2019 год. Проведенный акционерными обществами анализ опубликованных существенных фактов показал, что не все они относятся к пятидесяти двум, представленным в Положении Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». В связи с этим было принято решение о необходимости добавления еще 4 фактов, которые встречаются в перечне существенных фактов организаций, но не содержатся в перечне Банка России. К ним относятся:

- 1) Факт № 53 – Сообщение о раскрытии списка аффилированных лиц.
- 2) Факт № 54 – Сообщение о раскрытии годового отчета публичного акционерного общества.
- 3) Факт № 55 – Решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг публичного акционерного общества.
- 4) Факт № 56 – Иное сообщение.

В ходе предварительного анализа было выявлено, что состав публикуемых существенных фактов для конкретного эмитента специфичен и определяются они организациями самостоятельно, то есть, не все 52 факта обществами раскрывается.

Выявим, какие существенные факты в исследуемых отраслях чаще других публиковались в период с 2017 по 2019 год (рис. 6).

¹⁾ База данных «СКРИН» : [сайт]. – URL: <https://skrin.ru/> (дата обращения: 30.08.2022).

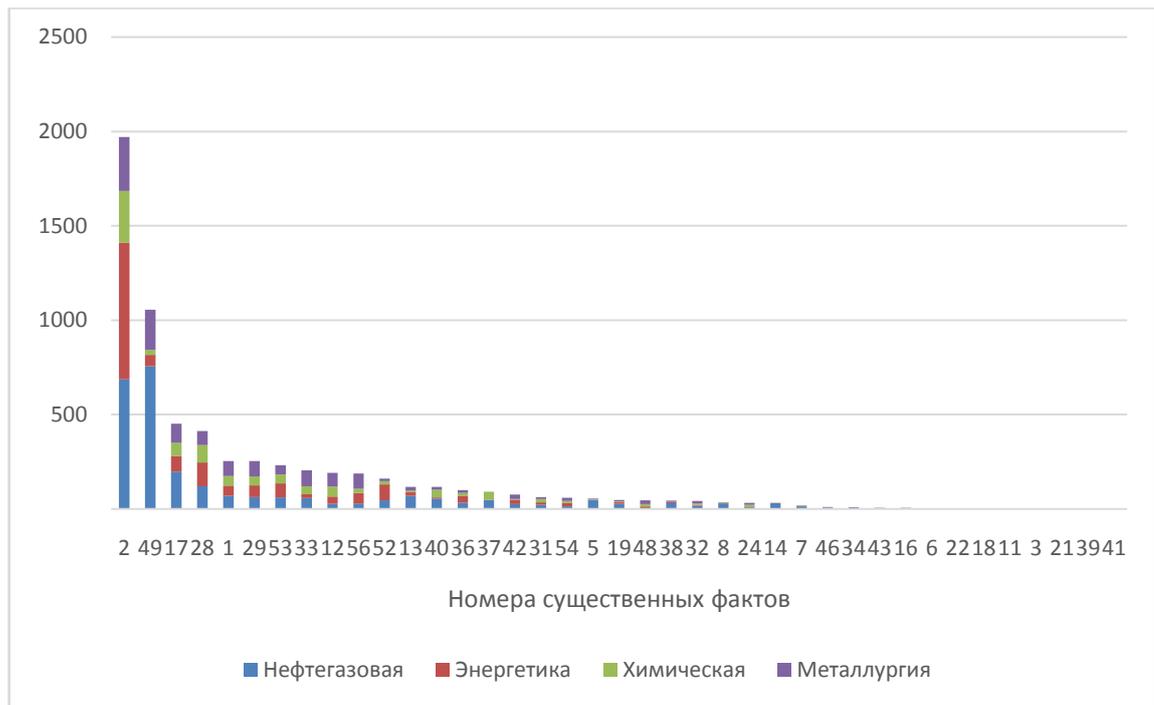


Рисунок 6 - Анализ частоты использования существенных фактов (по отраслям за период с 2017 по 2019 г.)

Источник: составлено автором.

Данный рисунок демонстрирует, что наиболее часто встречающимися за анализируемый период в исследуемых отраслях стали 4 факта, которые согласно Положению Банка России именуются, как:

- 1) Существенный факт 2 – проведение заседания совета директоров(наблюдательного совета) эмитента и его повестке дня, также об отдельных решениях, принятых советом директоров (наблюдательным советом) эмитента.
- 2) Существенный факт 49 – сведения, направляемые или предоставляемые эмитентом соответствующему органу / организации иностранного государства, иностранной бирже и (или) иным организациям в соответствии с иностранным правом для целей их раскрытия или предоставления иностранным инвесторам в связи с размещением или обращением ценных бумаг эмитента за пределами Российской Федерации.
- 3) Существенный факт 17 – начисленные и (или) выплаченные доходы по эмиссионным ценным бумагам эмитента.

4) Существенный факт 28 – раскрытие эмитентом ежеквартального отчета.

Ниже приведен анализ влияния существенных фактов, а именно факты 2, 49, 28, 17, отдельно по каждой отрасли (нефтегазовой, энергетической, химической, металлургической) на уровень капитализации 20 организаций сравнение данных с уровнем капитализации в отсутствие существенных (приложение Э) фактов у данных обществ за период с 2017 по 2019 год.

В приложении Ю рассмотрено влияние существенного факта № 2 на уровень капитализации публичных акционерных обществ нефтегазовой, энергетической, химической и металлургической отрасли.

Данные приложения Ю свидетельствуют о следующем:

1) в нефтегазовой отрасли:

- уровень капитализации явно растет у ПАО «Газпром нефть»;
- уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Лукойл».

2) в энергетической отрасли:

- уровень капитализации явно растет у ПАО «Россети» и ПАО «ДЭК»;
- уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Мосэнерго».

3) в химической отрасли:

- уровень капитализации явно растет у ПАО «Куйбышевазот»;
- уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Казаньоргсинтез»,

ПАО «Акрон», ПАО «Дорогобуж».

4) в металлургической отрасли:

- уровень капитализации явно растет у ПАО «ТМК»;
- уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Северсталь», ПАО

«ММК», ПАО «НЛМК».

В приложении Я рассмотрено влияние существенного факта № 49 на уровень капитализации публичных акционерных обществ нефтегазовой, энергетической, химической и металлургической отрасли.

Данные приложения Я свидетельствуют о следующем:

1) в нефтегазовой отрасли:

– уровень капитализации явно растет у ПАО «Лукойл» и ПАО «Новотэк».

2) в энергетической отрасли:

– уровень капитализации явно растет у ПАО «Россети».

3) в химической отрасли:

– уровень капитализации остается стабильным у ПАО «Акрон».

4) в металлургической отрасли:

– уровень капитализации явно растет у ПАО «ММК»;

– уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Северсталь» и ПАО «НЛМК».

В приложении 1 рассмотрено влияние существенного факта № 17 на уровень капитализации публичных акционерных обществ нефтегазовой, энергетической, химической и металлургической отрасли.

Данные приложения 1 свидетельствуют о следующем:

1) в нефтегазовой отрасли:

– уровень капитализации явно растет у ПАО «Газпром нефть»;

– уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Транснефть».

2) в энергетической отрасли:

– уровень капитализации явно растет у ПАО «Россети»;

– уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Мосэнерго».

3) в химической отрасли:

– уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Акрон».

4) в металлургической отрасли:

– уровень капитализации явно растет у ПАО «ММК»;

– уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Северсталь»;

– уровень капитализации существенно не меняется у ПАО «ТМК».

В приложении 2 рассмотрено влияние существенного факта № 28 на уровень капитализации публичных акционерных обществ нефтегазовой, а также энергетической, химической и металлургической отрасли.

Данные приложения 2 свидетельствуют о следующем:

- 1) в нефтегазовой отрасли:
 - уровень капитализации явно растет у ПАО «НК «РуссНефть» и ПАО «Транснефть»;
 - уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Газпром нефть».
- 2) в энергетической отрасли:
 - уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Россети».
- 3) в химической отрасли:
 - уровень капитализации явно растет у ПАО «Акрон».
- 4) в металлургической отрасли:
 - уровень капитализации явно уменьшается у ПАО «Северсталь».

Таким образом, проанализировав существенные факты публичных акционерных обществ и их уровни ежедневной капитализации за период с 2017 по 2019 год, сделаны следующие выводы:

1) Влияние существенных фактов на уровень капитализации организации не зависит от отраслевой принадлежности общества, а является индивидуальным для конкретного публичного акционерного общества.

2) Наиболее часто встречающимися существенными фактами являются факты: № 2, № 49, № 17 и № 28.

3) К сожалению, значимых статистических связей выявлено не было, но исходя из графиков, показывающих динамику уровня капитализации публичных акционерных обществ в отсутствие существенных фактов, и графиков, которые показывают влияние на уровень капитализации конкретных часто встречаемых существенных фактов, выявлено их влияние на уровень капитализации отдельных организаций.

2.3 Влияние факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса

В разделе 1.2 настоящей работы определен перечень 8 факторов, взаимосвязь которых рассмотрена на основе анализа российских принципов КУ и факторов ценообразования бизнеса. В данном разделе проанализируем влияние на стоимость бизнеса указанных факторов. Выборка организаций, участвующих в анализе, сформирован исходя из доступности фактических данных.

Факторы ценообразования стоимости бизнеса, связанные с корпоративным управлением, можно классифицировать по двум группам показателей (рис. 7).



Рисунок 7 - Факторы ценообразования стоимости бизнеса, связанные с корпоративным управлением

Источник: составлено автором.

Автором был проведен анализ 20 российских публичных акционерных обществ нефтегазовой, энергетической, химической и металлургической отраслей за период с 2009 по 2019 год (табл. 18). Источником информации по указанной выборке послужила база данных «СКРИН».

Для проведения анализа использовалась методология корреляционно-регрессионного анализа, который показывает влияния одной или нескольких

независимых переменных на зависимую переменную. Уравнение линейной регрессии представлено ниже

$$y=a+bx,(2)$$

где y - зависимая переменная;

a - свободный член (пересечение) линии оценки (значение Y , когда $x=0$);

b - угловой коэффициент (величина, на которую Y увеличивается в среднем, если увеличивается X на одну единицу);

x - независимая переменная.

В качестве результативных признаков выступали:

- 1) y_1 – стоимость организации (V_1);
- 2) y_2 - стоимость организации (V_2);
- 3) y_3 - капитализация организации.

Капитализация была взята на конец каждого отчетного периода, согласно данным, представленных в базе данных «СКРИН»(приложение 3).

Необходимо пояснить, почему автор выделил две стоимости обществ (V_1 и V_2). В данном случае автор учитывал денежный поток двумя разными способами.

Денежный поток – это совокупность притоков и расходов денежных средств организации от трех видов деятельности: операционной, финансовой и инвестиционной¹⁾.

Для определения стоимости V_1 были взяты данные для расчета денежного потока из Отчета о движении денежных средств²⁾ обществ как сумма притоков денежных средств за вычетом расходов денежных средств за период по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности организаций без

¹⁾ Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В.Косорукова, С.А.Секачев, М.А.Шуклина; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. – 904 с. (С. 568)

²⁾ О формах бухгалтерской отчетности организаций : приказ Минфина России от 02.07.2010 N 66н [вступил в силу с 30.08.2010] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103394/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

учета оставшихся денежных средств за предыдущий период. Расчет показал, что в большинстве случаев у обществ были отрицательные денежные потоки.

В связи с этим, автор из этого же Отчета для расчета стоимости (V2) взял строку «Остаток денежных средств и денежных эквивалентов на конец отчетного периода», которая имеет положительную величину.

В этом разделе мы приводим все результаты проведенного анализа, но для дальнейших расчетов в рамках реализации предлагаемой методики оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления (раздел 3.1) мы не будем использовать результаты, связанные с V1, так как не может быть использована отрицательная величина стоимости при расчетах стоимости, поэтому показатель V1 был исключен из анализа.

Стоимость бизнеса для расчета и V1 и V2 (результативный показатель в регрессионном анализе у1 и у2) была получена с использованием модели Гордона¹⁾ на основе данных, представленных в базе данных «СКРИН»²⁾

$$V = \frac{CF(1+g)}{r-g}, \quad (3)$$

где V - стоимость бизнеса;

CF - значения денежного потока организации для акционеров;

g - долгосрочный темп прироста дохода;

r - ставка дисконтирования.

Расчет стоимости (V1) российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год представлен в приложении 4, в частности:

– стоимость (V1) организаций рассчитана по модели Гордона, поскольку данная модель формирует основную долю стоимости бизнеса в методе

¹⁾ Следует отметить, что модель Гордона используется в модели дисконтированных денежных потоков для расчета терминальной стоимости бизнеса, но поскольку по анализируемой совокупности компании сложно рассчитать денежные потоки прогнозного периода, а результат расчета терминальной стоимости составляет около 70% всей стоимости компании, то было принято допущение о возможности расчета стоимости бизнеса с использованием модели Гордона.

²⁾ База данных «СКРИН»: [сайт]. – URL: <https://skrin.ru/> (дата обращения: 30.08.2022).

дисконтированных денежных потоков, а иногда результат практически равен стоимости в этом методе¹⁾;

– денежные потоки (CF) рассчитывались как сумма притоков и оттоков денежных средств организаций от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности (данные строки Отчета о движении денежных средств «Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов»);

– ставка дисконтирования (r) рассчитывалась методом CAPM (табл. 5);

– в качестве ожидаемого темпа прироста (g) взяты значения инфляции на сайте Минэкономразвития России.

Расчет стоимости (V_2) российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год представлен в приложении 5, в частности:

– стоимость (V_2) организаций рассчитана по модели Гордона;

– в качестве денежных потоков (CF) взяты значения строки «Остаток денежных средств на конец отчетного периода» Отчета о движении денежных средств;

– ставка дисконтирования (r) рассчитывалась методом CAPM (табл. 5);

– в качестве ожидаемого темпа прироста (g) взяты значения инфляции на сайте Минэкономразвития России.

Далее автор определил четыре переменных фактора (x_1 - x_4), влияние которых будет анализироваться на результативные факторы (y_1 - y_3).

В качестве переменных факторов выступали:

– x_1 – выручка;

– x_2 – рентабельность продаж;

– x_3 – рентабельность собственного капитала;

– x_4 – дивиденды.

В приложении 6 представлены значения переменных факторов (x_1 - x_4).

Также были определены классифицирующие признаки анализируемых организаций:

¹⁾ Мерсер, З., Хармс, Т. Интегрированная теория оценки бизнеса / Под научн. ред. В.М.Рутгайзера; (пер. с англ. Л.И.Лопатников). – Москва : Маросейка, 2008. – 288 с. (С. 26-28)

- 1) k1 - отраслевая принадлежность:
 - 1 - нефтегазовая отрасль;
 - 2 - энергетическая отрасль;
 - 3 - химическая отрасль;
 - 4 - металлургическая отрасль.
- 2) k2 - структура собственников общества:
 - 1 - один собственник;
 - 2 - от 2 до 5 включительно собственников;
 - 3 - от 6 до 10 включительно собственников;
 - 4 - от 11 и более собственников.
- 3) k3 - наличие в составе собственников государства:
 - 1- имеется госучастие;
 - 0 – госучастие отсутствует.

Проанализировав характеристики классифицирующих признаков публичных акционерных обществ, организации были сгруппированы для проведения дальнейшего анализа следующим образом (табл. 19).

Таблица 19 -Группировка российских публичных акционерных обществ для проведения анализа

Наименование организации	Классификационный признак		
	Отраслевая принадлежность (k1)	Структура капитала(k2)	Наличие госучастия(k3)
ПАО «Газпром нефть»	1	4	1
ПАО «Лукойл»	1	4	0
ПАО «Новатэк»	1	3	0
ПАО «НК «РуссНефть»	1	3	0
ПАО «Транснефть»	1	4	1
ПАО «Мосэнерго»	2	2	1
ПАО «ТНС энерго Кубань»	2	1	0
ПАО «Россети»	2	4	1

Наименование организации	Классификационный признак		
	Отраслевая принадлежность (k1)	Структура капитала(k2)	Наличие госучастия(k3)
ПАО «ДЭК»	2	2	1
ПАО «Волгоградэнергосбыт»	2	4	0
ПАО «РусГидро»	2	5	1
ПАО «Казаньоргсинтез»	3	4	1
ПАО «Акрон»	3	4	0
ПАО «КуйбышевАзот»	3	4	1
ПАО «ДОРОГОБУЖ»	3	4	0
ПАО «Северсталь»	4	4	0
ПАО «ММК»	4	4	0
ПАО «НЛМК»	4	4	0
ПАО «ТМК»	4	3	0
ПАО «ЧТПЗ»	4	4	0

Источник: составлено автором.

Для выявления связи между результативными и переменными факторами был определены коэффициенты корреляции (R) (табл. 20).

Таблица 20 - Коэффициенты корреляции результативных (y_1 - y_3) и факторных признаков (x_1 - x_4) за период с 2009 по 2019 год

Результативный фактор	Переменный фактор	Коэффициент R	Сила связи ¹⁾
y1	x1	0,184	слабая
	x2	0,138	слабая
	x3	0,020	слабая
	x4	0,216	слабая
y2	x1	0,728	высокая
	x2	0,022	слабая
	x3	0,078	слабая

¹⁾ Используется следующая интерпретация значений коэффициента корреляции согласно шкале Чеддока: 0,1-0,3 - слабая связь, 0,3-0,5 – умеренная связь, 0,5-0,7 – заметная связь, 0,7-0,9 – высокая связь, 0,9-1,0- сильная связь.

Результативный фактор	Переменный фактор	Коэффициент R	Сила связи ¹⁾
	x4	0,447	умеренная
у3	x1	0,326	умеренная
	x2	0,348	умеренная
	x3	0,220	слабая
	x4	0,713	высокая

Источник: составлено автором.

Таким образом, по данным табл. 20, можно сделать следующие выводы:

1) Взаимосвязь между результативным признаком y_1 – стоимость бизнеса (V1), которая была посчитана по модели Гордона, учитывающая в расчете денежного потока совокупность поступлений и расходов денежных средств организаций от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности, и переменными факторами (x_1 - x_4) во всех случаях слабая. В связи с этим в дальнейших исследованиях рассматривать взаимосвязь данных факторов не целесообразно.

2) Взаимосвязь между результативным признаком y_2 – стоимость бизнеса (V2), которая была посчитана по модели Гордона, учитывающая в денежном потоке остаток денежных средств на конец отчетного периода, и переменными факторами (x_1 - x_4) в одном случае сильная:

– стоимость бизнеса зависит от объема выручки организации.

3) Взаимосвязь между результативным признаком y_3 – уровень капитализации и переменными факторами (x_1 - x_4) выявлена лишь в одном случае: только объем выплаченных дивидендов влияет на уровень капитализации бизнеса.

Отметим, что существует показатель, который определяет степень значимости полученного результата (p), то есть определяется вероятность, при которой утверждение верно. Уровень значимости полученного результата тем выше, чем ниже p (если $p < 0,01$, то вероятность составляет 99%). Результаты показателей для исследования взаимосвязи между результативными и переменными факторами p и R , а также a и b из уравнения

линейной регрессии представлены в приложении 7. Необходимо отметить, что в случаях, не указанных в таблице, взаимосвязь между переменными результативными факторами отсутствует.

Для уравнений регрессии в приложении 7 был определен коэффициент детерминации (R^2), характеризующий долю вариации (дисперсии) результативного признака y , объясняемую регрессией, в общей вариации (дисперсии) y . Он может принимать значения в пределах от 0 до 1. Чем значение коэффициента ближе к 1, тем выше объясняющая способность уравнения регрессии. Всего исследовалось 60 вариантов зависимостей для каждого факторного признака, исходя из набора критериев k_1 - k_3 , но в приложении 7 представлены только статистически значимые результаты¹⁾.

Поясним данные приложения 7. Каждая пронумерованная строка таблиц приложения относится к выборке из двадцати публичных акционерных обществ с определенной отраслевой принадлежности (k_1), определенным числом собственников (k_2) и участием / неучастием государства в бизнесе (k_3) за период с 2009 по 2019 год. Наиболее значимыми моделями являются те, для которых наиболее высок коэффициент детерминации. Были выявлены следующие наиболее значимые взаимосвязи между результативными (y_1 - y_3) и переменными (x_1 - x_4) факторами:

1) На стоимость бизнеса (V_1) (результативный фактор y_1) оказывают влияние рентабельность собственного капитала и объем выплаченных дивидендов.

2) На стоимость бизнеса (V_2) (результативный фактор y_2) оказывают влияние объем выручки и выплаченных дивидендов.

3) На капитализацию бизнеса (результативный фактор y_3) оказывают влияние все переменные факторы: объем выручки и выплаченных дивидендов, рентабельность продаж и рентабельность собственного капитала.

¹⁾ В приложении 7 имеются не все варианты выборки: отсутствуют те случаи, когда величина p достаточна мала.

После определения коэффициента детерминации (R^2) для каждого анализируемого случая, были построены регрессионные уравнения влияния факторных признаков на стоимость бизнеса и уровень капитализации анализируемых организаций. Эти взаимосвязи наблюдаются не во всех анализируемых отраслях и зависят от структуры собственников. Коэффициент детерминации (R^2) принимает значения в пределах от 0 до 1. Чем его значение ближе к 1, тем выше объясняющая способность уравнения регрессии.

В табл. 21 представлены наиболее значимые уравнения регрессии (уравнения, у которых коэффициент детерминации близок к 0,5 и выше. Для этого было принято решение присвоить такую силу связи и тем факторам, где коэффициент детерминации составляет 0,46, согласно правилу округления, так как умеренная сила связи проявляется, когда коэффициент корреляции находится в значениях от 0,5 до 0,7).

Таблица 21 - Регрессионные модели, показывающие влияние факторов корпоративного управления на стоимость бизнеса и уровень капитализации организаций за период с 2009 по 2019 год

Результативный фактор, р. (y1-y3)	Переменный фактор, р. (x1-x4)	Классификационный признак		
		к1 (отрасль)	к2 (структура собственников)	к3 (гос. участие)
y1	рентабельность собственного капитала (x3)	энергетическая	11 и более	нет
	дивиденды (x4)	нефтегазовая	11 и более	нет
y2	выручка (x1)	энергетическая	11 и более	нет
		энергетическая	11 и более	да
		химическая	11 и более	да
	дивиденды (x4)	нефтегазовая	11 и более	нет
химическая		11 и более	да	
y3	выручка (x1)	нефтегазовая	6-10 вкл.	нет
		химическая	11 и более	нет

Результативный фактор, р. (y1-y3)	Переменный фактор, р. (x1-x4)	Классификационный признак		
		к1 (отрасль)	к2 (структура собственников)	к3 (гос. участие)
	рентабельность продаж (x2)	химическая	11 и более	да
		энергетическая	1	нет
	рентабельность собственного капитала (x3)	нефтегазовая	6-10 вкл.	нет
		энергетическая	1	нет
	дивиденды (x4)	нефтегазовая	6-10 вкл.	нет
		химическая	11 и более	нет
		химическая	11 и более	да

Источник: составлено автором.

Продолжение таблицы 21 - Регрессионные модели, показывающие влияние факторов корпоративного управления на стоимость бизнеса и уровень капитализации организаций за период с 2009 по 2019 год

Результативный фактор, р. (y1-y3)	Переменный фактор, р. (x1-x4)	Уравнение регрессии	Коэффициент детерминации (R ²)	Сила связи
y1	рентабельность собственного капитала (x3)	$y=2677419032-98055570x3$	0,520	умеренная
	дивиденды (x4)	$y=0,017-59,2x4$	0,477	умеренная
y2	выручка (x1)	$y=0,0036 x1-0,001$	0,514	умеренная
		$y=0,058+0,054x1$	0,460	умеренная
		$y=0,013+34,6x1$	0,493	умеренная
	дивиденды (x4)	$y=0,05+0,016x4$	0,865	сильная
		$y=0,073+32,1x4$	0,563	умеренная
y3	выручка (x1)	$y=4,795+34,17x1$	0,480	умеренная
		$y=3,012+21,5x1$	0,792	сильная
		$y=2,073+46,9x1$	0,554	умеренная
	рентабельность продаж (x2)	$y=49767700000+1531410000x2$	0,691	умеренная
	рентабельность собственного капитала (x3)	$y=1090000000000-1178460000000x3$	0,585	умеренная
		$y=3670000000+$	0,745	сильная

Результативный фактор, р. (y1-y3)	Переменный фактор, р. (x1-x4)	Уравнение регрессии	Коэффициент детерминации (R ²)	Сила связи
		+2139360000x3		
	дивиденды (x4)	y=17,383+65,03x4	0,759	сильная
		y=3,609+41,5x4	0,599	умеренная
		y=13,059+83,48x4	0,803	сильная

Источник: составлено автором.

Таким образом, данные табл. 21 свидетельствуют о следующем:

- 1) Анализ влияния переменного фактора x1 (объем выручки) показал:
 - для стоимости бизнеса V1 в качестве результативного фактора наиболее значимые уравнения регрессии отсутствуют;
 - для стоимости бизнеса V2 в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для организаций энергетических и химических отраслей с количеством собственников от 11 и более и с наличием государственного участия;
 - для уровня капитализации в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для обществ химической отрасли с количеством собственников от 11 и более, с отсутствием государственного участия.
- 2) Анализ влияния переменного фактора x2 (рентабельность продаж) показал:
 - для стоимости бизнеса V1 в качестве результативного фактора наиболее значимые уравнения регрессии отсутствуют;
 - для стоимости бизнеса V2 в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для обществ нефтегазовой отрасли с количеством собственников от 11 и более, с отсутствием государственного участия;

– для уровня капитализации в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для обществ энергетической

отрасли с одним собственником, с отсутствием государственного участия.

3) Анализ влияния переменного фактора x_3 (рентабельность собственного капитала) показал:

– для стоимости бизнеса V_1 в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для организаций энергетической отрасли с количеством собственников от 11 и более, с отсутствием государственного участия;

– для стоимости бизнеса V_2 в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для обществ металлургической отрасли с количеством собственников от 11 и более, при отсутствии государственного участия;

– для уровня капитализации в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для обществ энергетической отрасли с одним собственником и нефтегазовой отрасли с числом собственников от 6 до 10 включительно, с отсутствием государственного участия.

4) Анализ влияния переменного фактора x_4 (дивиденды) показал:

– для стоимости бизнеса V_1 в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для обществ нефтегазовой отрасли с количеством от 11 и более, с отсутствием государственного участия;

– для стоимости бизнеса V_2 в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для обществ нефтегазовой и химической отраслей с количеством от 11 и более, для нефтегазовой отрасли с отсутствием государственного участия; для химической отрасли с его наличием;

– для уровня капитализации в качестве результативного фактора наиболее значимыми являются уравнения регрессии для обществ химической

отрасли с количеством собственников от 11 и более, и для нефтегазовой отрасли с числом собственников от 6 до 10 включительно с отсутствием государственного участия; при этом наличие государственного участия оценивается не однозначно.

Итак, наибольшим влиянием на стоимость бизнеса из четырех переменных факторов обладают только два: выручка и дивидендная политика, а на уровень капитализации бизнеса оказывают влияние все четыре переменных фактора. Кроме того, можно утверждать, что наибольшим влиянием на стоимость бизнеса обладают факторы корпоративного управления для обществ с числом собственников 11 и более, а на уровень капитализации бизнеса наибольшим влиянием обладают факторы КУ для организаций с числом собственников от 6 и более человек.

Критерий Фишера показал, что значимыми уравнениями регрессиями являются

два: связь между уровнем капитализации (y_3) и выплаченными дивидендами (x_4), а также связь между стоимостью бизнеса (y_2) и выручкой (x_1). Остальные уровни регрессии, к сожалению, оказались не значимыми.

Представленные регрессионные модели могут быть использованы в рамках применения сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса, а также для управления уровнем капитализации и стоимости бизнеса публичных организаций указанных отраслей. При этом при применении сравнительного подхода внесение итоговых корректировок в расчет стоимости объекта оценки, независимо от объема оцениваемых прав, является обязательным условием, поскольку и в методе сделок и в методе рынка капитала необходимо внесение премий и/или скидок на контроль и ликвидность.

Итак, сформулируем общие выводы по главе 2:

1) В Кодексе КУ описано 7 принципов КУ. Данные принципы легли в основу оценки уровня качества корпоративного управления, как на макро-так и на микро- уровнях (на уровне организации). Наиболее эффективным способом для проведения такой процедуры является их рейтингование.

Рейтинги в области корпоративного управления проводят два рейтинговых агентства, аккредитованные Банком России: рейтинговое агентство «Эксперта РА» совместно с Российским институтом директоров (РИД) - Национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ) и Национальное рейтинговое агентство -рейтинг качества корпоративного управления. Компоненты оценки двух рейтингов имеют и сходства, и различия, а также частично связаны с принципами корпоративного управления. В связи с этим предложено учитывать в рейтингах соблюдение всех принципов КУ, указанных в Кодексе, для максимальной оценки качества КУ. Рекомендуется учитывать «систему вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества» и «существенные корпоративные действия», что позволяет учесть все принципы КУ, представленные в Кодексе, и комплексно провести оценку качества КУ организаций.

2) Доказано влияние существенных фактов на уровень капитализации публичных акционерных обществ четырех отраслей и выявлено, что влияние существенных фактов на уровень капитализации организации не зависит от отрасли деятельности общества, а является индивидуальным для конкретного публичного акционерного общества.

Однако исходя из графиков, показывающих динамику уровня капитализации публичных акционерных обществ в отсутствии существенных фактов, и графиков, которые показывают влияние на уровень капитализации конкретных часто встречаемых существенных фактов (№ 2, 49, 17, 28), выявлено влияние этих существенных фактов на капитализацию отдельных организаций. Результаты представленного анализа могут быть применены для управления стоимостью бизнеса ПАО.

3) Доказано влияние факторов КУ на стоимость и уровень капитализации бизнеса и построены уравнения регрессии. Большинство результатов относится к химической отрасли, нефтегазовой и энергетической. На общества металлургической отрасли факторы КУ влияния не оказывают, то есть в этой отрасли корпоративное управление в России менее развито. Для

регрессионного анализа организации были классифицированы по трем критериям: структура капитала (количество собственников), наличие государственного участия, выбор сферы деятельности (отрасль). Построенные модели доказывают, что наибольшим влиянием на стоимость бизнеса обладают два фактора: выручка и дивидендная политика, а на уровень капитализации - выручка, дивидендная политика, рентабельность продаж и собственного капитала. Кроме того, наибольшим влиянием на стоимость бизнеса обладают факторы корпоративного управления для обществ с числом собственников 11 и более, а на уровень капитализации бизнеса наибольшим влиянием факторы корпоративного управления для организаций с числом собственников от 6 и более человек.

Представленные регрессионные модели могут быть использованы в рамках применения сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса, а также для управления уровнем капитализации и стоимости бизнеса публичных обществ указанных отраслей.

Глава 3 Методика оценки влияния корпоративного управления на определение и управление стоимостью бизнеса: разработка и апробация

3.1 Разработка методики оценки влияния корпоративного управления на определение и управление стоимостью бизнеса

Согласно пункту 23 ФСО 1¹⁾ первым этапом процесса оценки любого объекта оценки является заключение договора на оценку. При этом договор, как известно, включает в себя задание на оценку, в свою очередь в котором идентифицируется объект оценки, в связи с этим анализ влияния корпоративного управления на стоимость бизнеса целесообразно начать с определения организационно-правовой формы объекта оценки. Напомним, что положения Кодекса корпоративного управления рекомендованы для соблюдения акционерным обществам (ниже – АО), торгующим ценными бумагами, и компаниям с госучастием.

При этом нужно отметить, что принципы корпоративного управления присущи только публичным обществам. И чаще всего под публичными обществами понимаются только публичные акционерные общества. В ст. 66.3. ГК РФ при анализе публичности/непубличности общества имеется упоминание и об обществах с ограниченной ответственностью. ООО, как указывалось ранее, тоже может быть публичным, если оно публично размещает ценные бумаги (например, корпоративные облигации).

Анализ возможности применения принципов корпоративного управления к обществам с ограниченной ответственностью в сравнении с их применением к акционерным обществам приведен в разделе 1.3 диссертации, где было

¹⁾ Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО N 1)»: приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 297 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180064/cb825704b9ed4d9241337d2a9184055c47c06864/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

определено, что не все принципы КУ реализуются для обществ с ограниченной ответственностью. Отличия наблюдаются в реализации прав собственности на различные объемы принадлежащих им долей в АО и ООО. Сходства имеются в системе вознаграждения исполнительного органа и раскрытии информации.

Следовательно, в зависимости от объекта оценки в задании на оценку оценщик должен учесть организационно-правовую форму организации для корректного учета элементов корпоративного управления в стоимости объекта оценки.

На втором этапе согласно требованиям пункту 23 ФСО 1, оценщик должен провести сбор и анализ информации об объекте оценки. И в этой части процесса оценки необходимо запросить информацию, необходимую для учета КУ при определении стоимости бизнеса.

В состав такой информации входят (здесь указана информация, которая не представлена в требованиях пунктов 7 и 8 ФСО 8¹⁾):

- устав организации;
- состав совета директоров организации;
- ответственность корпоративного секретаря;
- политика общества по вознаграждению ключевых руководящих работников общества;
- политика управления рисками;
- данные о раскрытии информации обществом;
- данные о существенных фактах.

На следующем этапе необходимо учесть влияние конкретных факторов корпоративного управления и полученной информации на стоимость организации при применении доходного, сравнительного и затратного подходов к оценке стоимости бизнеса и уровень капитализации бизнеса.

¹⁾ Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО N 8)» : приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 326 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180654/45ed846e59587aa360f7eddd475dd01ea88f468d/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

Был проведен анализ двадцати российских публичных акционерных обществ нефтегазовой, энергетической, химической и металлургической отраслей за период с 2009 по 2019 год (раздел 2.3). Источником информации по указанной выборке послужила база данных «СКРИН». Представленные регрессионные модели (табл. 21) могут быть использованы в рамках применения сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса, а также для управления уровнем капитализации и стоимости бизнеса публичных организаций указанных отраслей. При этом при применении сравнительного подхода внесение итоговых корректировок в расчет стоимости объекта оценки, независимо от объема оцениваемых прав, является обязательным условием, поскольку и в методе сделок, и в методе рынка капитала необходимо внесение премий и/или скидок на контроль и ликвидность.

В рамках доходного подхода необходимо учесть политику управления рисками в обществе, а также систему вознаграждения членов совета директоров, исполнительного органа и руководства организации. Эти элементы касаются прогнозирования величины денежного потока и ставки дисконтирования в методе дисконтированных денежных потоков.

Кроме того, поскольку одним из элементов КУ является деловая репутация руководителя организации [115], постольку именно в рамках КУ рассматривается взаимосвязь менеджмента и собственников организации и ее влияние на стоимость бизнеса. Вопросам роли деловой репутации организации в формировании стоимости бизнеса посвящено множество научных публикаций в отечественной и зарубежной литературе. Этот вопрос рассматривается в работах М. Bennedsen, F. Pérez-González [179], И.В. Косоруковой и Л.П. Мокровой [100], Е.Ю. Кузьминой и И.В. Соклаковой [104], Е.А. Нацыпаевой [84], Л.Н. Устиновой [123] и др.

В последнее время в России в связи с принятием Федерального закона N 281 [11] и за рубежом увеличился интерес к вопросам влияния на стоимость организаций деловой репутации именно руководителей.

Так, Федеральный закон N 281 расширяет список требований к деловой репутации собственников и руководителей финансовых организаций [94]. Отмечается, что российский менеджмент стремится к упорядочиванию отношений между различными категориями акционеров, отношений в целом между собственниками и менеджментом, формирует интегрированные бизнес-группы, которые являются более устойчивыми на высококонкурентном рынке [131]. Исследования показывают, что численность совета директоров может сокращаться при увеличении конкуренции на товарном рынке [149]. По мере ужесточения конкуренции роль управления деловой репутацией возрастает. По экспертным оценкам доля деловой репутации в рыночной стоимости организации составляет 20 % -25%, и может достигать 85% [104].

В одном из последних зарубежных исследований по вопросу влияния ключевой фигуры в руководстве на эффективность деятельности организации (M.Bennedsen, F.Pérez-González, D.Wolfenzon) доказывалось существенное влияние руководства организации¹⁾ на ее финансовые результаты и инвестиционную привлекательность. Для растущих организаций и организаций с высокой долей использования человеческого капитала существенным влиянием на эффективность их работы обладает возраст ключевой фигуры²⁾ в руководстве. Снижение индекса репутации руководителя³⁾ всего на 1 % приводит к падению рыночной стоимости организации сразу на 3% [145].

Итак, деловая репутация – один из существенных факторов, оказывающих влияние на стоимость акций и бизнеса. В первую очередь, необходимо учитывать деловую репутацию руководителей организаций и других руководящих работников, таких как члены совета директоров и исполнительного органа, ведь с точки зрения ценообразующих факторов деловой репутации можно выделить:

- способность приносить прибыль, превышающую среднеотраслевой

¹⁾ Наибольшую роль в эффективности деятельности компании играют высшие топ-менеджеры (СЕО (Chief Executive Officer - главный исполнительный директор)- ключевые фигуры в руководстве), при этом уход других топ-менеджеров не оказывает аналогичного влияния на деятельность компании.

²⁾ Преимуществом обладают генеральные директора молодого возраста

³⁾ Индекс рассчитывается по требованиям источника [51]

уровень;

– невозможность проверки оценочных величин стоимости ценой продажи;

– невозможность четкого отнесения доходов и расходов, связанных с деловой репутацией.

Репутация руководителя организации существенно влияет на ее стоимость. Репутация руководителя ассоциируется с репутацией организации, поэтому нанесенный ущерб профессиональной репутации ее руководителя, как правило, приводит к снижению деловой репутации самого общества.

Банк России выявил множество случаев неправильного понимания отдельными лицами, выполняющих функции единоличного исполнительного органа, представления ответственности за несоблюдение законодательства Российской Федерации и последствия выявления различных недостатков в деятельности органов управления общества. Так, ранее Положением Банка России¹⁾ регламентировалась необходимость информации о лицах, временно частично или полностью исполняющих обязанности руководителя, предусматривающие право распоряжаться денежными средствами, находящимися в счетах организации, открытых в Банке России. Принятые в конце 2019 года рекомендации Банка России [37] изложили основные аспекты деятельности исполнительных органов и указали вопросы, на которые необходимо обратить внимание лицам, осуществляющим соответствующие функции.

Распространение ложной и уничижительной информации об исполнительном органе и членах правления снижает деловую репутацию общества. Это также может привести к потере покупательского интереса к

¹⁾ О порядке оценки соответствия квалификационным требованиям и требованиям к деловой репутации лиц, указанных в статье 11.1 Федерального закона «О банках и банковской деятельности» и статье 60 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», и порядке ведения базы данных, предусмотренной статьей 75 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России): положение Банка России от 25.10.2013 N 408-П [вступил в силу с 20.01.2014 (документ утратил силу)] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_157398/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

продукции, убыткам, значительному снижению заинтересованности участников гражданского оборота, устанавливающих деловые отношения с субъектами бизнеса, в том числе с инвестиционными фондами.

В Кодексе корпоративного управления большое внимание уделено совету директоров, приводятся рекомендации по вопросам их избрания. Также в 2019 году Банк России разработал «Руководство для членов совета директоров (наблюдательного совета) финансовой организации» [37]. В частности, в рекомендациях отмечается, что недостатки в области корпоративного управления могут постепенно и незаметно привести общество к системной нестабильности, к большому нарастанию проблем, нарушению прав собственников, клиентов, кредиторов, а также к прекращению деятельности организации. При этом Банк России дал основания для признания кандидата в совет директоров или его члена несоответствующим требованиям к деловой репутации. Банк России также рекомендовал финансовым организациям проводить самооценку и оценку деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов. В России существует достаточно много нормативно-правовых документов в области деловой репутации членов совета директоров и исполнительного органа¹⁾.

В специальной литературе довольно подробно рассмотрены методы определения рыночной стоимости деловой репутации организации²⁾,³⁾. В оценочной практике наиболее известен метод избыточных прибылей. Однако в ФСО N 11[18] методика оценки стоимости деловой репутации изложена по аналогии с требованиями российских и международных стандартов бухгалтерского учета: стоимость деловой репутации определяется как сумма,

¹⁾ Косорукова, О. Д. Методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа и членов совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса // Современная конкуренция. – 2021. – Т. 15, – № 1 (81). – С. 80–96. – DOI: 10.37791/2687-0657-2021-15-1-80-96. – Текст : непосредственный.

²⁾ Оценка стоимости имущества: Учебник / Н.В.Мирзоян, О.М.Ванданимаева и др.: под ред. И.В.Косоруковой. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Университет «Синергия», 2017. – 760 с. – ISBN 978-5-4257-0251-7. – Текст : непосредственный.

³⁾ Устинова, Л. Н. Методика формирования комплексного подхода к оценке деловой репутации компании // Экономика в промышленности. – 2012. – № 1. – С. 98–103. – DOI 10.17073/2072-1633-2012-1-98-103. – Текст : непосредственный.

остающаяся «после вычитания из стоимости (цены покупки) организации стоимости всех идентифицируемых материальных активов, в том числе денежных, и нематериальных активов, скорректированной с учетом фактических или потенциальных обязательств».

Учесть деловую репутацию руководителей как фактора, влияющего на стоимость бизнеса, в рамках применения доходного подхода можно и при расчете

денежных потоков и в ставке дисконтирования через риски (формула 4)

$$V = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n}, \quad (4)$$

где V - стоимость бизнеса;

$CF_{1,2,\dots,n}$ - прогнозные значения денежных потоков, полученные от объекта оценки в 1-й, 2-й, n -й год (период);

r - ставка дисконтирования;

n - количество прогнозируемых периодов (лет);

V_{term} - терминальная стоимость;

i - номер периода.

Выделим и рассмотрим несколько вариантов влияния деловой репутации на денежный поток организации, т.е. на числитель формулы (4):

1) расходы на страхование ответственности профессиональной деятельности директоров (используется в международной бизнес-практике). В российской практике риск нанесения ущерба деловой репутации в среднем присуждается судами в размере от 50 тыс. р. до 300 тыс. р. (при этом истцы просят взыскать с ответчиков суммы от 100 тыс. р. до 4-6 млн р. [149];

2) ущерб, понесенный организацией в результате «умаления» репутации (уход клиентов, направление контрагентами и клиентами писем-отказов сотрудничать, снижение объема продаж, увольнение работников и т.п.).

Учесть деловую репутацию руководителей бизнеса возможно в ставке дисконтирования, рассчитываемой методом кумулятивного построения, при

расчете премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» или в модели CAPM в прочих особых рисках бизнеса¹⁾. Факторы риска, учитываемые в «методе кумулятивного построения ставки дисконтирования» и принимающие значения от 0 % до 5% представлены в приложении 8. Расчет ставки дисконтирования методом кумулятивного построения представлен в таблице 5.

Выше был описан метод анализа факторов для каждого конкретного элемента риска вложения в оцениваемый бизнес²⁾, что дает возможность определить величину риска, разделив его на составляющие.

Величину премии за риск по элементу «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» рекомендуется формировать на основе анализа информации в нескольких направлениях:

- профильное образование и опыт работы;
- выполнения требований к деловой репутации в части недобросовестности (нечестности директора);
- выполнения требований к деловой репутации в части неразумности (непрофессионализма);
- выполнения требований к деловой репутации в части требований законодательства к финансовым организациям.

При этом можно отдельно выделить анализ рисков для исполнительного органа и для членов совета директоров.

В рамках критерия «Профильное образование и опыт работы» анализ информации (факторов) может содержать следующую информацию об оцениваемой организации: наличие высшего образования у руководителя; профильное образование и опыт работы исполнительного органа в данной области более 5 лет; время работы руководителя на должности более 2-х лет. При

¹⁾ Слесарев, С. Деловая репутация директора и организации: как взыскать репутационный вред, если она опорочена? – URL: <https://www.garant.ru/ia/opinion/author/slesarev/1115786/> (дата обращения: 30.08.2022).

²⁾ Оценка стоимости имущества: Учебник / Н.В.Мирзоян, О.М.Ванданимаева и др.: под ред. И.В.Косоруковой. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Университет «Синергия», 2017. – 760 с. (760 с.)

этом, если руководитель обладает необходимыми знаниями (образованием), имеет существенный опыт работы и руководства, то учитывается премия за риск в части критерия «Профильное образование и опыт работы» минимальна.

Для каждого элемента риска необходимо ответить на вопросы, получив ответы и присвоив им соответствующее значение риска: утвердительный ответ на вопрос («да») – значение риска 0%; отрицательный ответ («нет») – максимальное значение

5%, при отсутствии информации («не знаю»), соответственно – значение 2,5%.

При расчете премии за риск «Профильное образование и опыт работы» воспользуемся формулой 5

$$K_{\text{проф_обр_опыт}} = \frac{(B_1 + B_2 + B_3 + B_4)}{T_B}, \quad (5)$$

где $K_{\text{проф_обр_опыт}}$ – итоговое значение премии за риск «Профильное образование и опыт работы»;

B_{1-4} – значения элементов фактора (то есть значения ответов на ключевые вопросы – 0%, 5% или 2,5%).

T_B – количество элементов фактора.

В приложении 9 представлен расчет итогового значения премии за риск «Профильное образование и опыт работы». По аналогии можно представить каждый элемент общей премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» и сформировать итоговое значение премии в ставке дисконтирования по формуле 6

$$r_{\text{руководств}} = \sum_{k=1}^m \frac{K_k}{m}, \quad (6)$$

где $r_{\text{руководств}}$ – величина премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства»;

K_k – значение k -го элемента премии за риск;

m - количество элементов премии за риск.

Таким образом, применение в настоящих условиях развития оценочной деятельности в России представленного метода оценки значения премии за риск в кумулятивном методе построения ставки дисконтирования представляется целесообразным и эффективным поскольку он не требует значительных финансовых и трудовых затрат для реализации.

Деловая репутация общества также зависит от деловой репутации руководителей организации. Этот аспект будет учтен в расчете стоимости бизнеса затратным подходом. Как известно, результаты формирования стоимости бизнеса в доходном подходе с использованием денежного потока на инвестированный капитал применяются при расчете величины экономического устаревания в затратном подходе.

Заключительным этапом определения стоимости любым из трех подходов может стать применение также премий и скидок на контроль и ликвидность, если объектом оценки является не 100% владение бизнесом.

Как известно, в рамках оценки стоимости бизнеса выбор корректировок зависит от размера оцениваемого пакета акций (или доли в обществе с ограниченной ответственностью). В качестве корректировок оценщиком могут быть использованы премия за контрольный характер пакета, а также скидки за неконтрольный характер пакета и низкую ликвидность и другие.

Резюмируя вышеизложенное, предлагаем методику оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления:

I этап. Проведение анализа состояния корпоративного управления в организации с учетом особенностей ее организационно-правовой формы.

Первый этап включает:

1) Анализ соблюдения организацией принципов корпоративного управления.

В рамках диссертации были выявлены единства и отличия в соблюдении принципов КУ для акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью¹⁾.

2) Анализ отраслевой принадлежности и структуры собственников организации, в том числе наличие государственного участия в ее деятельности.

Анализ проводился в разделе 2.3. Объектами исследования выступили 20 российских публичных акционерных обществ нефтегазовой, энергетической, химической и металлургической отраслей за десятилетний период. Проведенное исследование позволило сформулировать следующие выводы:

- наиболее значимая степень корпоративного управления в организациях с большим количеством собственников;
- из фундаментальных факторов организации наибольшим влиянием на стоимость бизнеса оказывают только выручка и дивидендная политика;
- на уровень капитализации бизнеса оказывают существенное влияние все анализируемые факторы;
- наибольшим влиянием на уровень капитализации и стоимость бизнеса обладают организации без участия государства в структуре собственников (67% случаев);
- наименее значимое влияние на уровень капитализации и стоимость бизнеса оказывают факторы металлургической отрасли, то есть в этой отрасли КУ в России менее развито;
- большинство результатов относится к нефтегазовой (38%) и химической (33%) отраслям с числом собственников от 11 и более (76%) без участия государства в числе собственников (67%).

3) Анализ существенных фактов конкретной организации с учетом отраслевой принадлежности и структуры ее собственников.

Анализ проводился в разделе 2.2. Объектами исследования стали двадцать публичных российских акционерных обществ, среди которых организации нефтегазовой, энергетической, химической и металлургической отраслей. Период

¹⁾ Раздел 1.3

исследования составил три года. Проведенное исследование показало, что влияние существенных фактов на уровень капитализации общества не зависит от его отраслевой принадлежности, они индивидуальны для конкретного публичного акционерного общества. Данный аспект анализа напрямую связан с возможностью управления стоимостью бизнеса.

4) Анализ деловой репутации руководителей организации.

Анализ проводился в разделе 2.3, в котором систематизированы и определены критерии оценки деловой репутации исполнительного органа общества и членов совета директоров, влияющих на стоимость бизнеса. Влияние деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов организаций на стоимость бизнеса рассмотрено в двух направлениях: путем влияния на величину денежного потока и путем учета в ставке дисконтирования.

II этап. Определение факторов корпоративного управления, влияющих на стоимость организации.

Анализировалось влияние на примере восьми факторов КУ, которые классифицированы по двум группам показателей (рис. 7). Проведенный анализ позволяет определить наличие этих факторов в конкретной организации с целью определения возможности применения одной из построенных регрессионных зависимостей (уравнения регрессии).

III этап. Использование полученных регрессионных моделей в рамках сравнительного подхода в зависимости от выводов на этапах 1 и 2 для формирования стоимости бизнеса.

Результаты анализа и построенные модели представлены в разделе 2.3.

IV этап. В рамках применения доходного подхода учет в расчете премии за риск в ставке дисконтирования деловой репутации членов совета директоров и руководителей организации.

Было определено, что данный этап не требует больших трудовых и финансовых затрат. Для расчета значения премии за риск необходимо использовать кумулятивный метод построения ставки дисконтирования в рамках доходного подхода к оценке. При этом данную методику можно использовать для

оценки дополнительного риска в модели CAPM для учета риска, связанного с деловой репутацией членов директоров и исполнительного органа конкретной организации.

V этап. Учет влияния величины премий и скидок при оценке стоимости не 100% долей участия в бизнесе.

Анализ проводился в разделе 1.2. Согласно ФСО 8 при определении стоимости объекта оценки в рамках применения каждого используемого метода оценщик должен установить и обосновать необходимость внесения используемых в расчетах корректировок и их величину.

Приведем отличия применения методики оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления для целей оценки стоимости бизнеса и управления его стоимостью (табл. 22).

В частности, обратим внимание, что не все предложенные этапы методики могут применяться для оценки стоимости бизнеса и ее управления.

Таблица 22 – Особенности использования методики оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления на определение и управление стоимостью бизнеса

Номер и наименование этапа методики	Наименование подэтапа методики	Оценка стоимости бизнеса	Управление стоимостью бизнеса
I этап. Проведение анализа состояния корпоративного управления в организации с учетом особенностей организационно-правовой формы общества.	1.1) Анализ соблюдения организацией принципов корпоративного управления.	методика применяется	методика применяется
	1.2) Анализ отраслевой принадлежности и структуры собственников организации, в том числе наличие государственного участия в ее деятельности.	методика применяется	методика применяется
	1.3) Анализ существенных фактов конкретной организации с учетом отраслевой принадлежности и структуры ее собственников.	методика не применяется	методика применяется
	1.4) Анализ деловой репутации руководителей организации.	методика применяется	методика применяется
II этап. Определение факторов	Определение факторов корпоративного управления, влияющих на стоимость	методика применяется	методика применяется

Номер и наименование этапа методики	Наименование подэтапа методики	Оценка стоимости бизнеса	Управление стоимостью бизнеса
корпоративного управления, влияющих на стоимость организации.	организации.		
III этап. Использование полученных регрессионных моделей в рамках сравнительного подхода	Использование полученных регрессионных моделей в рамках сравнительного подхода	методика применяется	методика применяется
IV этап. Учет в расчете премии за риск в ставке дисконтирования деловой репутации членов совета директоров и руководителей организации.	В рамках применения доходного подхода учет в расчете премии за риск в ставке дисконтирования деловой репутации членов совета директоров и руководителей организации.	методика применяется	методика применяется
V этап. Учет влияния величины премий и скидок при оценке стоимости не 100% долей участия в бизнесе.	Учет влияния величины премий и скидок при оценке стоимости не 100% долей участия в бизнесе.	методика применяется	методика не применяется

Источник: составлено автором.

Таблица 22 показывает, что для целей оценки стоимости бизнеса анализ существенных фактов (этап 1.3) не представляет большого интереса, поскольку влияние существенных фактов весьма индивидуально и использовать результаты анализа здесь можно только для управления уровнем капитализации конкретной организации, влияя на нее посредством публикации того или иного факта или ожидая эффект от публикации в нужный момент времени.

При этом, применение премий и скидок (этап 5) возможно только при определении стоимости бизнеса или его доли.

Для управления стоимостью эти действия представляют мало интереса. Однако, понимание влияния величин премий и скидок на определение стоимости

долей в бизнесе важно в момент его создания для грамотного распределения долей между собственниками и избежания рисков потери стоимости доли (инвестиций в бизнес) при проведении дополнительной эмиссии акций.

Таким образом, представленная методика оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления позволит оценщикам и другим аналитикам учесть при формировании и управлении стоимостью бизнеса факторы корпоративного управления и получать более корректные результаты оценки стоимости бизнеса.

Проведем далее апробацию представленной методики на примере двух публичных акционерных обществ (ПАО 1 и ПАО 2) химической и энергетической отраслей.

3.2 Апробация методики оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления на примере ПАО 1

ПАО 1 является одним из крупнейших поставщиков минеральных удобрений на российском рынке.

Как было указано ранее, согласно ФСО 3, отчет об оценке должен содержать задание на оценку, приведем некоторые его элементы (табл. 23).

В приложении 10 представлено описание объекта оценки.

Таблица 23 - Элементы задания на оценку для ПАО 1

Элемент задания	Характеристика
Идентификация объекта оценки	Обыкновенные бездокументарные именные акции в количестве 129500000 штук, составляющие 100% уставного капитала ПАО 1
Права на объект оценки, учитываемые при определении его стоимости	Право собственности без обременений
Цель оценки	Формирование стоимости объекта оценки
Вид стоимости	Рыночная

Элемент задания	Характеристика
Дата оценки (дата проведения оценки, дата определения стоимости)	01.01.2020

Источник: составлено автором.

Основные показатели прогноза социально-экономического развития России за период с 2019 по 2023 год, используемые для прогноза показателей ПАО 1, приняты по данным Минэкономразвития России[132].

Для того, чтобы доказать важность использования предложенной Методики для расчета стоимости бизнеса, необходимо ее рассчитать с использованием традиционного инструментария оценочной деятельности и предложенной в работе методики.

Определим стоимость бизнеса вначале без учета факторов КУ. Стоимость рассчитываем доходным и сравнительным подходами.

Для расчета стоимости использованы данные отчета о финансовых результатах организации за период с 2017 по 2019 год (приложение 11). На основе этих данных была определена норма амортизации как соотношение амортизации и выручки за период с 2017 по 2019 год (приложение 12), которая, в свою очередь, необходима для прогноза величины амортизации. Для расчета стоимости использованы данные бухгалтерского баланса организации за период с 2017 по 2019 год (приложение 11).

На основе данных приложений 11 и 12 можно рассчитать прогнозную амортизацию. Вначале для этого необходимо определить темпы прироста выручки химической отрасли и планируемые капитальные вложения организации (приложение 12). Расчет прогнозной амортизации ПАО 1 представлен в приложении 12. Для прогноза денежных потоков организации необходимо спрогнозировать чистую прибыль. Для этого вначале осуществим расчет выручки (приложение 12), в котором темп прироста выручки равен ожидаемым темпам прироста отрасли (приложение 12).

Далее рассчитаем потребность ПАО 1 в оборотном капитале (приложение 12). Норма чистого оборотного капитала (ЧОК) при этом рассчитывалась как

среднее значение между соотношением разницы оборотных активов и краткосрочных обязательств к выручке организации. Расчет прогнозной чистой прибыли организации представлен в приложении 12.

Так как в расчетах использовался денежный поток на собственный капитал, то расчет ставки дисконтирования будет проведен на основе модели CAPM (табл. 24).

Таблица 24 - Расчет ставки дисконтирования для ПАО 1 за 2019 год

Наименование показателя	Обозначение показателя	Значение показателя	Источник информации
Безрисковая ставка, %	r_f	6,60	Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/
Бета	β	1,06	Официальный сайт А. Дамодарана. – Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Рыночная премия, %	$r_m - r_f$	9,43	Официальный сайт А. Дамодарана. – Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Инфляция, %	-	4,00	Информация Министерства экономического развития Российской Федерации от 26 сентября 2020 г. «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов». – Режим доступа: https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/74590638/
Номинальная ставка, %	-	16,60	Расчеты автора
Реальная ставка (формула Фишера), %	-	12,15	Расчеты автора
Ставка дисконтирования, %	r	16,60	Расчеты автора

В табл. 25 представлен расчет рыночной стоимости ПАО 1 в рамках доходного подхода на дату оценки.

Таблица 25 - Расчет рыночной стоимости ПАО 1 доходным подходом

В рублях

Показатель	Год		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Чистая прибыль	32432034600,00	34345524641,00	36509292694,00
Амортизация	1055598333,00	1058878635,00	1062587989,00
Изменение долгосрочного долга	20000000000,00	20000000000,00	20000000000,00
Прирост ЧОК	-15959359054,00	9895577,00	1189885,00
Капитальные вложения	20000000000,00	20000000000,00	20000000000,00
Итого денежный поток	49446991987,63	35394507699,87	37560690798,40
Коэффициент дисконтирования	0,86	0,74	0,63
Текущая стоимость денежного потока	42407368772,00	26033872602,00	23693974664,00
Формирование стоимости			
Сумма текущих стоимостей денежного потока в прогнозном периоде	92135216038,00		
Терминальная стоимость	310025904731,00		
Текущая стоимость терминальной стоимости	195569314691,00		
Рыночная стоимость до поправок	287704530729,00		
Корректировка на недостаток (избыток) чистого оборотного капитала	-14588651540,00		
Итоговая рыночная стоимость объекта	273115879189,00		

Источник: составлено автором.

Таким образом, определенная доходным подходом рыночная стоимость объекта оценки на дату оценки с учетом округления составляет 273116000000 (двести семьдесят три миллиарда сто шестнадцать миллионов) рублей.

Далее оценим стоимость ПАО 1 сравнительным подходом. Согласно пункту 10.2 ФСО 8, если проводится оценка стоимости публичной организации, то можно определить ее стоимость сравнительным подходом путем умножения количества акций на их фактическую среднюю цену на дату оценки, а также учесть премию за контроль.

В сравнительном подходе применена премия за контроль, которая равна 30%¹⁾ (табл. 26).

Таблица 26 - Расчет рыночной стоимости ПАО 1 сравнительным подходом

Показатель	Значение показателя	Источник информации
Количество обыкновенных акций, шт.	129500000,00	Устав ПАО 1 за 2016 год
Средняя цена акций, р.	2410,00	Официальный сайт Московской биржи. – Режим доступа: https://www.moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=PHOR
Рыночная стоимость, р.	312095000000,00	Расчеты автора
Премия за контроль, %	30,00	Расчеты автора
Итоговая рыночная стоимость, р.	405723500000,00	Расчеты автора

Источник: составлено автором.

Таким образом, определенная сравнительным подходом рыночная стоимость объекта оценки с учетом округления на дату оценки составляет 405723500000 (четырееста пять миллиардов семьсот двадцать три миллиона пятьсот тысяч) рублей.

В табл. 27 приведено согласование результатов оценки доходным и сравнительным подходами стоимости ПАО 1.

Таблица 27 - Согласование результатов оценки объекта оценки

Наименование показателя	Наименование подхода	
	Доходный	Сравнительный
Стоимость объекта оценки, р.	273115879189,00	405723500000,00
Вес подхода	0,70	0,30
Взвешенная стоимость, р.	191181115432,00	121717050000,00
Итоговая стоимость, р.	312898165432,00	

Источник: составлено автором.

¹⁾ Ефстафьева, Е.М. Оценка стоимости пакетов акций: использование премий и скидок. - Москва :МИИГАиК, 2011. – 108 с. (С. 78)

Рыночная стоимость объекта оценки в результате округления на 01.01.2020 составляет с учетом округления 312898000000 (триста двенадцать миллиардов восемьсот девяносто восемь миллионов) рублей.

Проведем анализ факторов корпоративного управления в ПАО 1 и оценим их влияние на стоимость бизнеса. Для этого необходимо применить этапы разработанной методики (приложение 13).

Рассмотрим подробнее этап 1.4 - анализ деловой репутации руководителей организации, членов совета директоров и исполнительного органа ПАО 1. Для этого за основу возьмем данные приложений 8 и 9. Проанализируем деловую репутацию ключевых руководящих лиц ПАО 1 (приложение 14).

В приложении 15 представлены результаты соблюдения принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления ПАО 1.

В табл. 28 представлен расчет ставки дисконтирования с учетом дополнительного риска – деловой репутации ($r_{\text{руководство}}$).

Таблица 28 - Расчет ставки дисконтирования для ПАО 1 за 2019 год с учетом деловой репутации

Наименование показателя	Обозначение показателя	Значение показателя	Источник информации
Безрисковая ставка, %	r_f	6,60	Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/
Бета	β	1,06	Официальный сайт А. Дамодарана. – Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Рыночная премия, %	$r_m - r_f$	9,43	Официальный сайт А. Дамодарана. – Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Специфический риск, %	$r_{\text{руководство}}$	0,56	Расчет автора (см. табл. 34)
Инфляция, %	-	4,00	Информация Министерства экономического развития Российской Федерации от 26 сентября 2020 г. «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов». – Режим доступа: https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/74590638/

Наименование показателя	Обозначение показателя	Значение показателя	Источник информации
Номинальная ставка, %	-	17,16	Расчеты автора
Реальная ставка (формула Фишера), %	-	12,65	Расчеты автора
Ставка дисконтирования, %	r	17,16	Расчеты автора

Формирование стоимости ПАО 1 доходным подходом с учетом фактора корпоративного управления – деловая репутация руководителей организации представлено в табл. 29. Таким образом, определенная доходным подходом рыночная стоимость объекта оценки на дату оценки с учетом округления составляет 261333000000 (двести шестьдесят один миллиард триста тридцать три миллиона) рублей.

Таблица 29 - Расчет рыночной стоимости ПАО 1 доходным подходом с учетом факторов КУ

В рублях

Показатель	Год		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Чистая прибыль	32432034600,00	34345524641,00	36509292694,00
Амортизация	1055598333,00	1058878635,00	1062587989,00
Изменение долгосрочного долга	20000000000,00	20000000000,00	20000000000,00
Прирост чистого оборотного капитала	-15959359054,00	9895577,00	11189885,00
Капитальные вложения	20000000000,00	20000000000,00	20000000000,00
Итого денежный поток	49446991987,63	35394507699,87	37560690798,40
Коэффициент дисконтирования	0,85	0,73	0,62
Текущая стоимость денежного потока	42204670525,00	25785594582,00	23355839491,00
Формирование стоимости			
Сумма текущих стоимостей денежного потока в прогнозном периоде	91346104598,00		

В рублях

Показатель	Год		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Текущая стоимость терминальной стоимости	184575023334,00		
Рыночная стоимость до поправок	275921127932,00		
Корректировка на недостаток (избыток) чистого оборотного капитала	-14588651540,00		
Итоговая стоимость объекта	261332476392,00		

Источник: составлено автором.

Определенная сравнительным подходом рыночная стоимость объекта оценки на дату оценки с учетом округления составляет 259347000000 (двадцать пятьдесят девять миллиардов двести сорок семь миллионов) рублей.

В табл. 30 приведено согласование результатов оценки стоимости ПАО 1 доходным и сравнительным подходами.

Таблица 30 - Согласование результатов оценки объекта оценки

Наименование показателя	Наименование подхода	
	Доходный	Сравнительный
Стоимость объекта оценки, р.	261332476392,00	259346525813,00
Вес подхода	0,70	0,30
Взвешенная стоимость, р.	182932733474,00	77803957744,00
Итоговая стоимость объекта оценки, р.	260736691218,00	

Источник: составлено автором.

В результате с учетом округления рыночная стоимость объекта оценки с учетом влияния факторов корпоративного управления на 01.01.2020 составляет 260737000000 (двадцать шесть миллиардов семьсот тридцать семь миллионов) рублей, что ниже рыночной стоимости ПАО 1 без учета факторов корпоративного управления (312898000000 р.).

3.3 Апробация методики оценки стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления на примере ПАО 2

Для ПАО 2 основной вид деятельности - передача электроэнергии. Описание объекта оценки представлено в приложении 16. Элементы задания на оценку представлены в табл. 31.

Таблица 31 -Элементы задания на оценку для ПАО 2

Элемент задания	Характеристика
Идентификация объекта оценки	Обыкновенные бездокументарные именные акции в количестве 1274665323063 штук (составляющие 100 % уставного капитала ПАО 2)
Права на объект оценки, учитываемые при определении его стоимости	Право собственности без обременений
Цель оценки	формирование стоимости объекта оценки
Вид стоимости	Рыночная
Дата оценки (дата проведения оценки, дата определения стоимости)	01.01.2020

Источник: составлено автором.

Прогноз показателей ПАО 2 в доходном подходе основан на показателях прогноза социально-экономического развития России за период с 2019 по 2023 год, формируемых Минэкономразвития России [132].

Для того, чтобы доказать важность использования предложенной Методики для расчета стоимости бизнеса, ее необходимо рассчитать с использованием традиционного инструментария оценочной деятельности и разработанной автором методики.

Определим стоимость бизнеса вначале без учета факторов КУ. Как было указано выше, стоимость будем рассчитывать доходным и сравнительным подходами. Для расчета стоимости использованы данные отчета о финансовых результатах организации за период с 2017 по 2019 год (приложение 17).

На основе его данных была определена норма амортизации как соотношение амортизации и выручки за период с 2017 по 2019 год (приложение 18), которая, необходима для прогноза величины амортизации.

Для расчета стоимости использованы данные бухгалтерского баланса организации за период с 2017 по 2019 год (приложение 17).

На основе данных приложений 17 и 18 можно рассчитать прогнозную амортизацию. Вначале для этого необходимо определить темпы прироста выручки химической отрасли и планируемые капитальные вложения организации (приложение 18).

Расчет прогнозной амортизации ПАО 2 представлен в приложении 18. Для прогноза денежных потоков организации необходимо спрогнозировать чистую прибыль. Для этого вначале рассчитаем выручку, представленную в приложении 18, в котором темп прироста выручки равен ожидаемым темпам прироста отрасли (приложение 18).

Далее рассчитаем потребность ПАО 2 в оборотном капитале (приложение 18). Норма чистого оборотного капитала (ЧОК) при этом рассчитывалась как среднее значение между соотношением разницы оборотных активов и краткосрочных обязательств к выручке организации.

Расчет прогнозной чистой прибыли организации представлен в приложении 18. Ставка дисконтирования рассчитана на основе модели CAPM поскольку в расчет применялся денежный поток на собственный капитал (табл. 32).

Таблица 32 - Расчет ставки дисконтирования для ПАО 2 за 2019 год

Наименование показателя	Обозначение показателя	Значение показателя	Источник информации
Безрисковая ставка, %	r_f	6,60	Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/
Бета	β	1,30	Официальный сайт А. Дамодарана. – Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Рыночная премия, %	$r_m - r_f$	9,43	Официальный сайт А. Дамодарана. – Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Инфляция, %	-	4,00	Информация Министерства

Наименование показателя	Обозначение показателя	Значение показателя	Источник информации
			экономического развития Российской Федерации от 26 сентября 2020 г. «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов». – Режим доступа: https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/74590638/
Номинальная ставка, %	-	18,86	Расчеты автора
Реальная ставка (формула Фишера), %	-	14,29	Расчеты автора
Ставка дисконтирования, %	r	18,86	Расчеты автора

В табл. 33 представлен расчет рыночной стоимости объекта оценки в рамках доходного подхода на дату оценки. Таким образом, определенная доходным подходом рыночная стоимость объекта оценки на дату оценки с учетом округления составляет 907859000000 (девятьсот семь миллиардов восемьсот пятьдесят девять миллионов) рублей.

Таблица 33 - Расчет рыночной стоимости ПАО 2 доходным подходом

В рублях

Показатель	Год		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Чистая прибыль	57044987939,00	58756337577,00	6519027704,00
Амортизация	35747308481,00	36819727736,00	37924319568,00
Изменение долгосрочного долга	0,00	0,00	0,00
Прирост ЧОК	3342700442,00	3442981456,00	3546270899,00
Капитальные вложения	69375000000,00	69375000000,00	69375000000,00
Итого денежный поток	20074595977,21	22758083856,52	25522076372,22
Коэффициент дисконтирования	0,84	0,71	0,60
Текущая стоимость денежного потока	115212124384,00	100538631728,00	87712053106,00
Формирование стоимости			
Сумма текущих стоимостей денежного потока в прогнозном периоде	303462809218,00		

В рублях

Показатель	Год		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Текущая стоимость терминальной стоимости	61386320524,00		
Рыночная стоимость до поправок	917329129742,00		
Корректировка на недостаток (избыток) чистого оборотного капитала	-9470524580,00		
Итоговая стоимость объекта	907858605162,00		

Источник: составлено автором.

Далее оценим стоимость ПАО 2 сравнительным подходом. Напомним, что согласно пункту 10.2 ФСО 8, так как проводится оценка стоимости публичной организации, то можно определить ее стоимость сравнительным подходом путем умножения количества акций на фактическую среднюю цену акций на дату оценки (табл. 34).

Таблица 34 - Расчет рыночной стоимости ПАО 2 сравнительным подходом

Показатель	Значение показателя	Источник информации
Количество обыкновенных акций, шт.	1274665323063,00000	Устав ПАО 2 за 2017 год
Средняя цена акций, р.	0,73013	Официальный сайт Московской биржи. – Режим доступа: https://www.moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=PHOR
Рыночная стоимость, р.	930668842997,00000	Расчеты автора
Премия за контроль, %	30,00000	Расчеты автора
Итоговая рыночная стоимость, р.	1209869495897,00000	Расчеты автора

Таким образом, определенная сравнительным подходом рыночная стоимость объекта оценки на дату оценки с учетом округления составляет 1209869000000 (один триллион двести девять миллиардов восьмьсот шестьдесят девять миллионов) рублей. В табл. 35 приведено согласование результатов оценки стоимости ПАО 2 доходным и сравнительным подходами.

Таблица 35 - Согласование результатов оценки объекта оценки

Наименование показателя	Наименование подхода	
	Доходный	Сравнительный
Стоимость объекта оценки, р.	90785605162,00	1209869495897,00
Вес подхода	0,70	0,30
Взвешенная стоимость, р.	63550023613,00	362960848769,00
Итоговая стоимость объекта оценки, р.	998461872382,00	

Источник: составлено автором.

Рыночная стоимость объекта оценки на 01.01.2020 составляет с учетом округления 998462000000 (девятьсот девяносто восемь миллиардовчетыреста шестьдесят два миллиона) рублей.

Проведем анализ факторов корпоративного управления в ПАО 2 и оценим их влияние на стоимость бизнеса. Для этого необходимо применить этапы разработанной методики (приложение 19).

Рассмотрим подробнее этап 1.4 - анализ деловой репутации руководителей организации, членов совета директоров и исполнительного органа ПАО 2. Для этого за основу возьмем данные приложений 8 и 9. Проанализируем деловую репутацию ключевых руководящих лиц ПАО 1 (приложение 19).

В табл. 36 представлен расчет ставки дисконтирования с учетом дополнительного риска – деловой репутации ($r_{\text{руководство}}$).

Таблица 36 - Расчет ставки дисконтирования для ПАО 2 за 2019 год с учетом деловой репутации

Наименование показателя	Обозначение показателя	Значение показателя	Источник информации
Безрисковая ставка, %	r_f	6,60	Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/
Бета	β	1,30	Официальный сайт А. Дамодарана. – Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Наименование показателя	Обозначение показателя	Значение показателя	Источник информации
Рыночная премия, %	$\Gamma_m - \Gamma_f$	9,43	Официальный сайт А. Дамодарана. – Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Специфический риск, %	$\Gamma_{\text{руководство}}$	0,97	Расчет автора (см. табл. 44)
Инфляция, %	-	4,00	Информация Министерства экономического развития Российской Федерации от 26 сентября 2020 г. «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов». – Режим доступа: https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/74590638/
Номинальная ставка, %	-	19,83	Расчеты автора
Реальная ставка (формула Фишера), %	-	15,22	Расчеты автора
Ставка дисконтирования, %	r	19,83	Расчеты автора

Расчет стоимости ПАО 2 в рамках доходного подхода с учетом фактора корпоративного управления – деловая репутация руководителей организации представлен в табл. 37.

Таблица 37 - Расчет рыночной стоимости ПАО 2 доходным подходом с учетом факторов КУ

Показатель	Год		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Чистая прибыль	137489648005,00	141614337445,00	145862767568,00
Амортизация	37481683481,00	38554102736,00	39658694568,00
Изменение долгосрочного долга	0,00	0,00	0,00
Прирост чистого оборотного капитала	3342700442,00	3442981456,00	3546270899,00

В рублях

В рублях

Показатель	Год		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Капитальные вложения	34687500000,00	34687500000,00	34687500000,00
Итого денежный поток	136941131043,00	142037958724,00	14728769236,00
Коэффициент дисконтирования	0,83	0,70	0,58
Текущая стоимость денежного потока	114279505168,00	98917539175,00	85 599213952,00
Формирование стоимости			
Сумма текущих стоимостей денежных потоков прогнозного периода	298796258296,00		
Текущая стоимость терминальной стоимости	562370072713,00		
Рыночная стоимость до поправок	861166331010,00		
Корректировка на недостаток (избыток) чистого оборотного капитала	-9470524580,00		
Итоговая стоимость объекта	851695806430,00		

Источник: составлено автором.

Таким образом, определенная доходным подходом рыночная стоимость объекта оценки на дату оценки с учетом округления составляет 851696000000 (восемьсот пятьдесят один миллиард шестьсот девяносто шесть миллионов) рублей. Определенная сравнительным подходом рыночная стоимость объекта оценки на дату оценки с учетом округления составляет 1307202000000 (один триллион триста семь миллиардов двести два миллиона) рублей. В табл. 38 приведено согласование результатов оценки стоимости ПАО 2 доходным и сравнительным подходами.

Таблица 38 –Согласование результатов оценки объекта оценки

Наименование показателя	Наименование подхода	
	Доходный	Сравнительный
Стоимость объекта оценки, р.	851695806430,00	1307202062392,00
Вес подхода	0,70	0,30
Взвешенная стоимость, р.	596187064501,00	392160618717,00

Наименование показателя	Наименование подхода	
	Доходный	Сравнительный
Итоговая стоимость объекта оценки, р.	988347683218,00	

Источник: составлено автором.

В результате округления рыночная стоимость объекта оценки с учетом влияния факторов корпоративного управления на 01.01.2020 составляет (с учетом округления) 988348000000 (девятьсот восемьдесят восемь миллиардов триста сорок восемь миллионов) рублей, что чуть ниже рыночной стоимости ПАО 1 без учета факторов корпоративного управления (99462000000 р.). Результаты практически идентичны, что указывает на возможность использования разработанной методики на практике.

Таким образом, подведем итоги по главе 3:

1) Доказана важность и возможность использования показателя деловой репутации для формирования стоимости бизнеса путем применения доходного подхода. Влияние деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов организаций на стоимость бизнеса рассмотрено в двух направлениях: путем влияния на величину денежного потока и путем учета в ставке дисконтирования. Разработана методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа акционерного общества на стоимость его бизнеса.

2) Разработана авторская методика оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления, которая может применяться, например, оценщиками при расчете стоимости бизнеса для более корректного определения ее величины, менеджментом ПАО, финансовыми консультантами для управления стоимостью бизнеса на основе факторов корпоративного управления.

3) Полученные результаты расчета стоимости без учета и с учетом влияния факторов корпоративного управления довольно близки, что доказывает эффективность применения разработанной методики на практике, уточняет результаты оценки стоимости бизнеса по сравнению с традиционной методикой оценки стоимости бизнеса.

Заключение

Проведенное исследование влияния корпоративного управления на стоимость бизнеса позволяет сформулировать следующие выводы:

1) Ввиду того, что в российской теории и практике развития корпоративного управления отсутствует единообразное описание отечественной модели корпоративного управления, то в проведенном исследовании была дана ее характеристика. Практика КУ в России сочетает в себе характеристики зарубежных моделей КУ: американской, германской и азиатской. Российская модель КУ по характеристике более близка к германской модели корпоративного управления. Однако она обладает характеристиками не схожими ни с одной моделью. В частности, страна применения модели КУ и структура владения акциями. Последняя играет важнейшую роль при формировании стоимости бизнеса.

2) В литературе при сравнении моделей КУ используется семь основных критериев сравнения. Было предложено 6 дополнительных критериев анализа, которые дают возможность более качественно провести сравнительный анализ моделей КУ, а именно: наличие независимых директоров, наличие иностранных инвесторов, ориентация инвестирования, уровень вознаграждения менеджеров, роль наемного персонала, степень раскрытия информации.

3) Поскольку принципы КУ распространяются на публичные общества, а ими могут быть и общества с ограниченной ответственностью, если они размещают ценные бумаги на рынке, то принципы корпоративного управления применимы и к ним. Были выявлены сходства и отличия между реализацией принципов корпоративного управления Кодекса КУ в АО и ООО, определены особенности применения значений премий и скидок для АО и ООО. Доказано отличие в уровне доходности различных организационно-правовых форм организаций: оценены отклонения в величинах рентабельности собственного капитала и активов для различных организационно-правовых форм организаций

за период с 2009 по 2019 год, которые свидетельствуют о менее рискованных инвестициях в ПАО по сравнению с АО и ООО, обусловленных применением принципов корпоративного управления, и что, в свою очередь, ведет к росту стоимости бизнеса ПАО при прочих равных условиях.

4) Было определено, что для оценки стоимости бизнеса целесообразнее применять доходный подход, в частности метод дисконтированных денежных потоков. На основе применения доходного подхода наилучшим образом можно оценить влияние корпоративного управления на стоимость бизнеса.

5) В диссертации представлена классификация факторов ценообразования бизнеса с делением на группы показателей: финансовые, нефинансовые, фундаментальные и нефундаментальные. Обоснован вывод об отнесении корпоративного управления к фундаментальным показателям формирования стоимости бизнеса.

6) На основе анализа влияния принципов КУ на формирование стоимости бизнеса определены факторы, связанные с принципами корпоративного управления, которые применены для проведения корреляционно-регрессионного анализа: существенные факты, деловая репутация, отраслевая принадлежность организации, структура капитала и наличие государственного участия в организации, размер выручки и выплаченных дивидендов, а также показатели рентабельности, в том числе рентабельности продаж и рентабельности собственного капитала.

7) На основе проведенного анализа имеющихся методик построения рейтингов качества корпоративного управления и их влияния на формирование стоимости бизнеса, предложено анализировать и учитывать в них уровень соблюдения всех принципов, указанных в Кодексе корпоративного управления, для исчерпывающей оценки уровня качества корпоративного управления организаций как факторов формирования стоимости бизнеса. В дополнение к существующим предложено учитывать следующие два принципа корпоративного управления по Кодексу КУ: система вознаграждения членов совета директоров,

исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества; существенные корпоративные действия.

8) На основе анализа данных по 20 российским публичным акционерным обществам 4 отраслей за период с 2009 по 2019 год доказано влияние существенных фактов на уровень капитализации публичных акционерных обществ анализируемых отраслей и выявлено, что влияние существенных фактов на уровень капитализации организации не зависит от отрасли деятельности общества, а является индивидуальным для конкретного публичного акционерного общества.

Однако исходя из анализа графиков, показывающих динамику уровня капитализации публичных акционерных обществ в отсутствие существенных фактов и графиков, которые показывают влияние на уровень капитализации конкретных часто встречаемых существенных фактов (№ 2, 49, 17, 28), выявлено влияние этих существенных фактов на капитализацию отдельных организаций. Результаты представленного анализа могут быть использованы для управления стоимостью бизнеса публичных акционерных обществ.

9) Было доказано влияние факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации организации, построены уравнения регрессии, которые установили влияние факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации публичных акционерных обществ в России. Большая часть результатов относится к организациям химической отрасли, а также нефтегазовой и энергетической отраслей. На общества металлургической отрасли факторы КУ влияния не оказывают, то есть в этой отрасли корпоративное управление в России менее развито. Для регрессионного анализа организации были классифицированы по трем критериям: структура капитала (количество собственников), наличие государственного участия, выбор сферы деятельности (отрасль). Построенные модели доказывают, что наибольшим влиянием на стоимость бизнеса обладают два фактора: выручка и дивидендная политика, а на уровень капитализации оказывают влияние выручка, дивидендная политика, рентабельность продаж и собственного капитала. Кроме того, можно утверждать,

что наибольшим влиянием на стоимость бизнеса обладают факторы КУ для обществ с числом собственников 11 и более, а на уровень капитализации бизнеса наибольшим влиянием обладают факторы корпоративного управления для организаций с числом собственников от 6 и более человек.

Представленные регрессионные модели могут быть использованы в рамках применения сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса, а также для управления уровнем капитализации и стоимостью бизнеса публичных обществ указанных отраслей.

10) Разработана методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа акционерного общества на стоимость его бизнеса. Доказана важность и возможность использования показателя деловой репутации для формирования стоимости бизнеса через применение доходного подхода. Влияние деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов организаций на стоимость бизнеса рассмотрено в двух направлениях: путем влияния на величину денежного потока и путем учета в ставке дисконтирования.

11) Разработана методика оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом факторов корпоративного управления, которая может применяться, в том числе, оценщиками при расчете стоимости бизнеса для более корректного определения ее величины и для управления стоимостью бизнеса на основе факторов корпоративного управления.

12) Проведена апробация методика оценки стоимости бизнеса с учетом факторов корпоративного управления на примере конкретных публичных акционерных обществ двух отраслей. Апробация показала возможность и корректность применения методики на практике.

Значимость работы заключается в дальнейшем развитии теории и практики оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов в части учета влияния факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса.

Полученные результаты могут быть использованы:

– для разработки документов методического характера

саморегулируемыми организациями оценщиков и государственными органами в направлении совершенствования качества формирования стоимости бизнеса;

– менеджментом российских публичных акционерных обществ для разработки эффективного механизма управления стоимостью и уровнем капитализации, который способствует повышению инвестиционной привлекательности ценных бумаг обществ для инвесторов.

Полученные результаты существенно значимы в условиях ESG-трансформации экономики и экономической нестабильности, они могут оказать существенное влияние на стабилизацию российской экономики и привести к ее росту в перспективе.

Список литературы

Нормативные правовые акты

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации. Часть первая: федеральный закон от 30.11.1994N51 [вступил в силу с 01.01.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.
2. О рынке ценных бумаг: федеральный закон от 11.04.1996 N 39 [вступил в силу с 22.04.1996] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.
3. Об акционерных обществах : федеральный закон от 24.11.1995 N 208 [вступил в силу с 26.12.1995] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.
4. Об обществах с ограниченной ответственностью : федеральный закон от 28.01.1998 N 14 [вступил в силу с 08.02.1998] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.
5. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон от 17.07.1998 N 135 [вступил в силу с 29.07.1998] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.
6. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : федеральный закон от 18.02.1999N 46[вступил в силу с 05.03.1999] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22219/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

7. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : федеральный закон от 27.06.1995 N 86 [вступил в силу с 10.07.2002] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

8. О центральном депозитарии : федеральный закон от 29.11.2011 N 414 [вступил в силу с 07.12.2011] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122865/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

9. Об организованных торгах : федеральный закон от 09.11.2011 N 325 [вступил в силу с 21.11.2011] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_121888/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

10. О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон от 14.07.2010 N 224 [вступил в силу с 27.07.2010] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103037/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

11. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования обязательных требований к учредителям (участникам), органам управления и должностным лицам финансовых организаций : федеральный закон от 25.07.2017 N 281 [вступил в силу с 29.07.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_221390/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

12. О Федеральном агентстве по управлению государственным имуществом : постановление Правительства Российской Федерации от 05.06.2008 N 432 [вступил в силу с 09.06.2008] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_77490/4197a985ddbc35a48ed895cb62bc5ea590759992/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

13. О внесении изменений в примерную структуру годового отчета акционерного общества, акции которого находятся в федеральной собственности : постановление Правительства Российской Федерации от 10.11.2015 N 1211 [вступил в силу с 16.11.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_188791/56f5b2176145d7daf5d8c2185ddd525d584ab87c/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

14. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО N 1)» : приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 297 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180064/cb825704b9ed4d9241337d2a9184055c47c06864/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

15. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО N 2)» : приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 298 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ.-правовой портал. – URL:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180061/cb79bf0adb561730b5a291bfc6be4a94f0f44eaf/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

16. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО N 3)» : приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015

№ 299 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180059/cd73e988fbc65c01a83e1b28a576cfbf85ec9186/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

17. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» : приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 №326 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180654/45ed846e59587aa360f7edd475dd01ea88f468d/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

18. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности (ФСО № 11)» : приказ Минэкономразвития России от 22.06.2015 №385 [вступил в силу с 18.09.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_181621/ff631ba752f8e88d9c21dce249455f4fc9e94455/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

19. О формах бухгалтерской отчетности организаций : приказ Минфина России от 02.07.2010 №66н [вступил в силу с 30.08.2010] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103394/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

20. Об утверждении Положения о Департаменте регулирования имущественных отношений Министерства финансов Российской Федерации : приказ Минфина России от 30.04.2022 № 188 [вступил в силу с 30.04.2022] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_352964/31ff8b6fdb19b8aa2f389c779dd3feae7415c0a1/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

21. Об утверждении Методики самооценки качества корпоративного управления в компаниях с государственным участием : приказ Минфина России от 22.08.2014 № 306 [вступил в силу с 22.08.2014] // Консультант Плюс : информ. -

правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_168788/(дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

22. Об утверждении Методических рекомендаций по организации работы Совета директоров в акционерном обществе : приказ Росимущества от 21.11.2013 N 357 [вступил в силу с 21.11.2013] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_155942/(дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

23. Об утверждении Методических рекомендаций по организации работы корпоративного секретаря в акционерных обществах с государственным участием : приказ Росимущества от 27.03.2014 N 94 [вступил в силу с 27.03.2014] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_161162/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

24. Об утверждении Методических рекомендаций по организации работы внутреннего аудита в акционерных обществах с участием Российской Федерации : приказ Росимущества от 04.07.2014 N 249 [вступил в силу с 04.07.2014] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_141636/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

25. Об утверждении Методических рекомендаций по организации управления рисками и внутреннего контроля в области предупреждения и противодействия коррупции : приказ Росимущества от 02.03.2016 N 80 [вступил в силу с 02.03.2016] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_253639/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

26. О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения (вместе с «Кодексом корпоративного поведения» от 05 апреля 2002 года) : распоряжение ФКЦБ Российской Федерации от 04.04.2002 N 421/р [вступил в силу с 04.04.2002 (документ утратил силу)] // Консультант Плюс : информ. - правовой

портал. – URL:
http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_36269/675cef686956964c2fb0ec0422e57cdca83c591e/(дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

27. О плане мероприятий (дорожной карте) о совершенствовании корпоративного управления:распоряжение Правительства Российской Федерации от 25.06.2016 N 1315-р[вступил в силу с 11.07.2016] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:
URL:http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_200758/0636491723d111ae6186ce36a686a13ce77b0dbe/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

28. Об утверждении плана мероприятий («дорожной карты») реализации механизма управления системными изменениями нормативно-правового регулирования предпринимательской деятельности «Трансформация делового климата» «Корпоративное управление, специальные административные районы, процедура банкротства, оценочная деятельность»:распоряжение Правительства Российской Федерации от 02.07.2020 N 1723-р[вступил в силу с 20.07.2020] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:
URL:http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_356946/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

29. Об утверждении Концепции развития публичной нефинансовой отчетности и плана мероприятий по ее реализации:распоряжение Правительства Российской Федерации от 05.05.2017N 876-р[вступил в силу с 22.05.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:
URL:<http://www.consultant.ru/law/hotdocs/49565.html/> (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

30. О Кодексе корпоративного управления:письмо Банка Россииот 10.04.2014 N 06-52/2463[вступил в силу с 18.04.2014] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:
http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_162007/e356c0653f8c9f1d1998ebfbe14ed3532c3f639c/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

31. О раскрытии в годовом отчёте публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления: письмо Банка России от 17.02.2016 N ИН-06-52/8 [вступил в силу с 19.02.2016] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_194240/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

32. О раскрытии в годовом отчете публичного акционерного общества отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления (вместе с «Рекомендациями по составлению отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления»): письмо Банка России от 27.12.2021 N ИН-06-28/102 [вступил в силу с 30.12.2021] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_405380/96c60c11ee5b73882df84a7de3c4fb18f1a01961/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

33. О порядке раскрытия информации о принимаемых рисках в соответствии с Указанием Банка России № 4482-У: письмо Банка России от 21.12.2017 N 41-3-3-2/1437 [вступил в силу с 16.01.2018] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=QUEST&n=173523#dk3C5ySyEecpnDS01> (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

34. О требованиях к решению о выпуске акций в виде цифровых финансовых активов, размещаемых при учреждении непубличного акционерного общества: письмо Банка России от 09.03.2021 N 28-1-3/1220 [вступил в силу с 12.03.2021] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_379065/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

35. Об источниках выплаты вознаграждения членам совета директоров (наблюдательного совета) акционерного общества: информационное письмо Банка России от 04.08.2017 N ИН-015-28/41 [вступил в силу с 08.08.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_222148/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

36. О рекомендациях по раскрытию в годовом отчете публичного акционерного общества информации о вознаграждении членов совета директоров (наблюдательного совета), членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников публичного акционерного общества: информационное письмо Банка России от 11.12.2017 N ИН-06-28/57 [вступил в силу с 18.12.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_285647/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

37. О руководстве для членов совета директоров (наблюдательного совета) финансовой организации: информационное письмо Банка России от 28.02.2019 N ИН-06-28/18 [вступил в силу с 07.03.2019] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_319434/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

38. О рекомендациях по реализации принципов ответственного инвестирования: информационное письмо Банка России от 15.07.2020 N ИН-06-28/111 [вступил в силу с 17.07.2020] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_357591/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

39. О рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ: информационное письмо Банка России от 12.07.2021 N ИН-06-28/49 [вступил в силу с 19.07.2021] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_390868/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

40. О порядке оценки соответствия квалификационным требованиям и требованиям к деловой репутации лиц, указанных в статье 11.1 Федерального закона «О банках и банковской деятельности» и статье 60 Федерального закона

«О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», и порядке ведения базы данных, предусмотренной статьей 75 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России): положение Банка России от 25.10.2013 N 408-П [вступил в силу с 20.01.2014 (документ утратил силу)] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_157398/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

41. Об аккредитации информационных агентств, которые проводят действия по раскрытию информации о ценных бумагах и об иных финансовых инструментах: положение Банка России от 13.10.2014 N 435-П [вступил в силу с 29.01.2015] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_140926/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

42. О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: положение Банка России от 30.12.2014 N 454-П [вступил в силу с 06.03.2015 (документ утратил силу)] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_175536/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

43. О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: положение Банка России от 27.03.2020 N 714-П [вступил в силу с 27.05.2020] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_352306/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

44. О требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций акционерного общества и об осуществлении государственного контроля за приобретением акций акционерного общества: положение Банка России от 05.07.2015 N 477-П [вступил в силу с 05.06.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_185229/eeb5679e3c5c5cae487c71b3bcf35b0463a558df9/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

45. О допуске ценных бумаг к организованным торгам: положение Банка Россииот 24.02.2016 N 534-П[вступил в силу с 14.12.2021] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_197599/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

46. Об общих собраниях акционеров: положение Банка Россииот 16.11.2018 N 660-П[вступил в силу с 22.01.2019] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_315800/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

47. О стандартах эмиссии ценных бумаг : положение Банка Россииот 19.12.2019 N 706-П[вступил в силу с 26.05.2020] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_344933/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

48. Об установлении предельных значений размера сделок акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью, при превышении которых такие сделки могут признаваться сделками, в совершении которых имеется заинтересованность: указание Банка Россииот 31.03.2017 N 4335-У[вступил в силу с 04.05.2017] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_215928/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

49. О форме (формате), требованиях к содержанию и порядке рассмотрения заявления эмитента, являющегося акционерным обществом, об освобождении его от обязанности осуществлять раскрытие информации в соответствии со статьей 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», а также о перечне документов, прилагаемых к такому заявлению: указание Банка Россииот 12.09.2019 N 5254-У[вступил в силу с 23.10.2019] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_335831/251f7ac207ca304c633164

0eb36b162351c24684/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

50. О требованиях к системе внутреннего контроля профессионального участника рынка ценных бумаг: указание Банка России от 28.12.2020 N 5683-У [вступил в силу с 25.02.2021] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_377124/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

51. Оценка опыта и деловой репутации субъектов предпринимательской деятельности. Национальная система стандартов. Общие положения, требования и руководящие принципы: Национальный стандарт Российской Федерации от 01.05.2018 N 66.0.01-2017 [вступил в силу с 01.05.2018] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: <https://docs.cntd.ru/document/1200157737> (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

52. Об оспаривании крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность: постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 26.06.2018 N 27 [вступил в силу с 06.07.2018] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_301033/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

Книжные издания

53. Антонова, В.Г. Корпоративное управление // Учебное пособие. – Москва : ИД «Форум»-ИНФРА-М, 2006. – 288 с.: ил., табл. ; 22 см.; – ISBN 5819902777. – Текст : непосредственный.

54. Беликов, И.В. Совет директоров в системе корпоративного управления компании. – Москва : Империя Пресс, 2005. – 606 с.: табл.; 22 см.; ISBN 5-98179-020-2. – Текст : непосредственный.

55. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. – Москва : Олимп-Бизнес, 2012. – 1120 с. : ил., табл.; 26 см.; – ISBN не присвоен. – Текст : непосредственный.

56. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника

оценки любых активов / пер. с англ. – Москва : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.: ил., табл.; 25 см.;– ISBN5-9614-0190-1. – Текст : непосредственный.

57. Екимова, К.В. Финансовая политика компании: учебное пособие / Екимова К.В., Громова Е.И., Кери И.Т. –Москва :КноРус, 2020. – 330 с. – ISBN978-5-406-07167-0. –Текст :непосредственный.

58. Ефстафьева, Е.М. Оценка стоимости пакетов акций: использование премий и скидок. - Москва :МИИГАиК, 2011. – 108 с.: ил., табл.; 21 см.; – ISBN978-5-91188-033-0. –Текст : непосредственный.

59. Ионова, А.Ф., Селезнева, Н.Н. Финансовый анализ: учеб. 2-е изд. – Москва : Проспект, 2009. – 624с. : ил., табл.; 21 см.; – ISBN978-5-392-00501-7. – Текст : непосредственный.

60. Корпоративные финансы: Учебник / коллектив авторов: под ред. М.А.Эскиндарова, М.А.Федотовой. – Москва : КНОРУС, 2016. – 480 с. – ISBN978-5-406-04879-5. – DOI 10.15261/978-5-406-04879-5. – Текст :непосредственный.

61. Корпоративные финансы: учебник для академического бакалавриата / И.В.Никитушкина, С.Г.Макарова, С.С.Студников : под общ.ред. И.В.Никитушкиной. – 2-е изд., перераб. и доп. - Москва : Издательство Юрайт, 2016. – 521 с. – ISBN978-5-9916-4764-9. – Текст : непосредственный.

62. Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под. ред. М.В.Романовского, А.И.Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. – Санкт-Петербург : Питер, 2014. – 592 с. : ил.; – ISBN978-5-459-00427-4. – Текст : непосредственный.

63. Корпоративные финансы / под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : Университет «Синергия», 2020. – 432 с. :цв. вклейка; – ISBN978-5-4257-0399-6. – Текст : непосредственный.

64. Коупленд, Т., Коллер, Т., Муррин, Д. Стоимость компании: оценка и управление. – Москва : Олимп-бизнес, 2008. – 576 с. – ISBN5-901028-98-8. – Текст : непосредственный.

65. Международные стандарты оценки 2017 / пер. с англ. под ред.

И.Л.Артеменкова, С.А.Табаковой. - Москва : Саморегулируемая общероссийская организация «Российское общество оценщиков», 2017. – 168 с. – ISBN978-5-93027-032-7.– Текст : непосредственный.

66. Международные стандарты оценки / пер. с англ. под ред. И.Л.Артеменкова, С.А.Табаковой. - Москва : Саморегулируемая общероссийская организация «Российское общество оценщиков», 2020. – 193 с. – ISBN978-5-93027-039-6. – Текст : непосредственный.

67. Мерсер, З., Хармс, Т. Интегрированная теория оценки бизнеса / Под научн. ред. В.М.Рутгайзера; (пер. с англ. Л.И.Лопатников). – Москва : Маросейка, 2008. – 288 с. : ил.; 25 см.; – ISBN978-5-903271-16-0. – Текст : непосредственный.

68. Оценка бизнеса: Учебное пособие / Под ред. В.Е.Есипова, Г.А.Маховиковой. – 3-е изд. – Санкт-Петербург : Питер, 2010. – 512 с.: ил.– ISBN978-5-49807-163-3. – Текст : непосредственный.

69. Оценка стоимости бизнеса: учебник / коллектив авторов; под ред. М.А.Эскиндарова, М.А.Федотовой. – Москва : КНОРУС, – 2015. – 320 с.: ил., табл.; 21 см.; – ISBN 978-5-406-04108-6. – Текст : непосредственный.

70. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В.Косорукова, С.А.Секачев, М.А.Шуклина; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. – 904 с. – ISBN978-5-4257-0213-5. – Текст : непосредственный.

71. Оценка стоимости имущества: Учебник / Н.В.Мирзоян, О.М.Ванданимаева и др.: под ред. И.В.Косоруковой. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Университет «Синергия», 2017. – 760 с. – ISBN978-5-4257-0251-7. – Текст : непосредственный.

72. Оценочная деятельность: учебник/коллектив авторов; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : КНОРУС, 2021. – 334 с. – ISBN978-5-406-06897-7. – Текст : непосредственный.

73. Розанова, М.Н. Корпоративное управление: учебник для бакалавриата и магистратуры. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. – 339 с. – ISBN978-5-534-02854-6. – Текст : непосредственный.

74. Рутгайзер, В.М. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие. – Москва : Маросейка, 2007. – 448 с. – ISBN 978-5-903271-02-3. – DOI 10.32609/0042-8736-2007-9-150-152. – Текст : непосредственный.

75. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата / Т.В.Теплова. – Москва : Издательство Юрайт, 2013. – 655 с. – ISBN978-5-9916-3045-0. – Текст : непосредственный.

76. Федотова, М.А., Булычева, Г.В., Евстафьева, Е.М. Оценка пакетов акций предприятий: поправки на контроль и ликвидность. – Москва : Финакадемия, 2008. – 103 с.: ил., табл.; 21 см.; ISBN 978-5-7942-0584-8. – Текст : непосредственный.

77. Хитчнер, Дж.Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса / под научн. ред. В.М.Рутгайзера. – Москва : Моросейка, 2008. – 291 с. – ISBN978-5-903271-06-1. – Текст : непосредственный.

78. Шеннон, П.П. Оценка бизнеса. Скидки и премии. Пер. с англ. – Москва : Маросейка, 2011. – 413 с. – ISBN978-5-903271-76-4. – Текст : непосредственный.

79. Шуклина, М.А. Основы корпоративного управления: учебник / М.А.Шуклина. – Москва : Университет «Синергия», 2019. – 304 с. – ISBN978-5-4257-0381-1. – Текст : непосредственный.

80. Эскиндаров, М.А., Беляева, И.Ю. Корпоративное управление в схемах и таблицах: учебное пособие / коллектив авторов; под ред. М.А.Эскиндарова, И.Ю.Беляевой. – Москва : КНОРУС, 2019. – 305 с. – ISBN978-5-406-06809-0. – Текст : непосредственный.

Диссертация и автореферат диссертации

81. Старюк, П.Ю. Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний: эмпирический анализ: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Старюк Павел Юрьевич; Государственный университет Высшая школа экономики. – Москва, 2008. – 184 с. – Текст : непосредственный.

82. Дементьева, А.Г. Развитие корпоративного управления в условиях глобализации: специальности 08.00.14 «Мировая экономика» и 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук / Дементьева Алла Геннадиевна; Московский государственный институт международных отношений (Университет) МИД России. – Москва, 2012. – 53 с. – Текст : непосредственный.

Сборники

83. Екимова, К.В, Савельева, И.П. Эволюция корпоративного управления // Межвузовский сборник научных трудов «Строительный комплекс: экономика, управление, инвестиции». – Санкт-Петербург : ISанкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов, – 2008. – С. 77–82. – Текст : непосредственный.

84. Нацыпаева, Е.А. Рейтинговая оценка деловой репутации руководителей // В сборнике: Саратовской области - 80 лет: история, опыт развития, перспективы роста. Сборник научных трудов по итогам Международной научно-практической конференции: в 3-х частях. Ответственный редактор: Н.С.Яшин. – Москва, 2016. – С. 44–46. – Текст : непосредственный.

Научные публикации

85. Беликов, И.В. Эффективный совет директоров // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2017. – № 3 (154). – С. 28–34. – Текст : непосредственный.

86. Беликов, И.В. Эффективный совет директоров // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2017. – № 4 (155). – С. 150–159. – Текст : непосредственный.

87. Беликов, И.В., Вербицкий, В.К. Корпоративное управление, его стандарты и их внедрение // Общество и экономика. – 2005. – № 10–11. – С. 113–139. – Текст : непосредственный.

88. Беляева, И.Ю., Пухова, М.М. Интеграция корпоративной социальной ответственности в систему корпоративного управления в России //

Экономические системы. – 2017. – Т. 10, – № 2 (37). – С. 20–23. – Текст : непосредственный.

89. Бутакова, Н.М., Карканица, А.С., Удалова, С.А. Особенности аудита и экономического анализа интегрированной отчетности // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. – 2018. – № 12-1. – С. 192–195. – DOI: 10.24411/2500-1000-2018-10358. – Текст : непосредственный.

90. Бухвалов, А.В., Бандалюк, О.В., Березинец, И.В., Волков, Д.Л., Гаранина, Т.А., Ильина, Ю.Б. Корпоративное управление: вопросы практики и оценки российских компаний : монография. – Санкт-Петербург: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2012. – 328 с. – ISBN 978-5-9924-0055-7. – Текст : непосредственный.

91. Быкова, А.А., Молодчик, М.А., Шамилова, Е.Г. Концентрация собственности как механизм корпоративного управления в российских публичных компаниях: влияние на финансовые результаты деятельности // Прикладная эконометрика. – 2017. – Т. 45, – № 1. – С. 50–74. – Текст : непосредственный.

92. Дементьева, А.Г. Система корпоративного управления в развитых странах и России // Менеджмент в России и за рубежом. – 2008. – № 3. – С. 124–138. – Текст : непосредственный.

93. Дементьева, А.Г. Модели корпоративного управления: опыт зарубежных стран и России // Право и управление. XXI век. – 2008. – № 3 (8). – С. 74–82. – Текст : непосредственный.

94. Иконников, А.И. Кто в ответе? // Современные страховые технологии. – 2018. – № 3. – С. 16–18. – Текст : непосредственный.

95. Касьяненко, Т.Г., Тарасова, Ж.Н. Представление о фундаментальной стоимости в оценке бизнеса и стоимостном управлении // Экономика и управление: проблемы, решения.– 2018.– Т. 3, – № 12.– С. 4-11.– Текст : непосредственный.

96. Кознов, А.Б., Макеева, В.Г. Формирование системы показателей для оценки эффективности деятельности организации // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2018. – № 9. – С. 107–111. – Текст : непосредственный.

97. Копылов, В.В., Цзан, Х. Эффективность корпоративного управления в системе управления организацией // Актуальные направления научных исследований: от теории к практике. – 2016. – № 4–2 (10). – С. 160–164. – Текст : непосредственный.

98. Косорукова, И.В. Цена и стоимость бизнеса в России: анализ, влияние факторов и взаимодействие: монография. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2013. – 157 с.: ил., табл.; 21 см.; – ISBN 978-5-4257-0167-1. – Текст : непосредственный.

99. Косорукова, И.В., Прокимнов, Н.Н. Влияние раскрытия эмитентом существенных фактов на цену акций // Прикладная информатика. – 2014. – № 1 (49). – С. 16–31. – Текст : непосредственный.

100. Косорукова, И.В., Мокрова, Л.П. Инструменты управления деловой репутацией бизнеса и ее стоимостью // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2018. – № 9. – С. 18–31. – DOI: 10.24411/2072-40892018-19001. – Текст : непосредственный.

101. Косорукова, О.Д. Методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа и членов совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса // Современная конкуренция. – 2021. – Т. 15, – № 1 (81). – С. 80–96. – DOI: 10.37791/2687-0657-2021-15-1-80-96. – Текст : непосредственный.

102. Косорукова, О.Д. Анализ влияния факторов корпоративного управления на стоимость бизнеса и уровень его капитализации // Дайджест-финансы. – 2021. – Т. 26, – № 3. – С. 291–309. – DOI: 10.24891/df.26.3.291. – Текст : непосредственный.

103. Косорукова, О.Д., Шуклина, М.А. Роль корпоративного управления при формировании стоимости акций и бизнеса публичного акционерного общества в современной российской экономике // Имущественные отношения в

Российской Федерации. – 2018. – № 12 (207). – С. 6-16. – DOI: 10.24411/2072-4098-2018-10121. – Текст : непосредственный.

104. Кузьмина, Е.Ю., Соклакова, И.В. Деловая репутация компаний: необходимость формирования и проблемы // Управление. – 2016. – № 4. – С. 74–81. – DOI: 10.12737/22792. – Текст : непосредственный.

105. Лансков, П.М., Оленьков, Д.Н., Дубонос, П.В. Корпоративное управление и информационные технологии: монография / под ред. П.М.Ланскова. – Москва : Магистр, 2017. – 184 с.: ил., табл.; 21 см.; – ISBN 978-5-9776-0471-0. – Текст : непосредственный.

106. Лесина, Т. В. Эффективность реинжиниринга. Финансовые и нефинансовые показатели для оценки // Вестник НГИЭИ. – 2017. – № 4 (71). – С. 129–136. – Текст : непосредственный.

107. Лозовая, И.С. Корпоративное управление: понятие и основные подходы к его определению / Вестник Астраханского государственного технического университета. – 2010. – № 1. – С. 84–88. – Текст : непосредственный.

108. Ломакина, С.А. Особенности корпоративного управления как фактора, влияющего на стоимость компании // Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития. – 2012. – № 2-2. – С. 160–164. – Текст : непосредственный.

109. Мацелюк, Н.П. Оценка деятельности организации на различных этапах жизненного цикла с помощью системы финансовых и нефинансовых показателей // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 9: Исследования молодых ученых. – 2012. – № 10. – С. 35–36. – Текст : непосредственный.

110. Меликян, К.А. Особенности российской модели корпоративного управления // Экономика и менеджмент инновационных технологий. – 2015. – № 11 (50). – С. 71–74. – Текст : непосредственный.

111. Мирзоева, Е.В. Нефинансовая отчетность как источник информации о деятельности компании // Международный бухгалтерский учет. – 2014. – № 22 (316). – С. 25–37. – Текст : непосредственный.

112. Орехова, С.В., Кудин, Л.Ш. Российская модель корпоративного управления: эволюция, специфика, проблемы эффективности // Вестник Челябинского государственного университета. – 2019. – № 3 (425). – С. 140–152. – DOI 10.24411/1994-2796-2019-10316. – Текст : непосредственный.

113. Парфенова, М.Д. Сбалансированная система финансовых и нефинансовых показателей как инструмент управления стоимостью компании // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. – №33. – С. 40–48.– Текст : непосредственный.

114. Пузыня, Н.Ю., Мягков, В.Н., Баринов, Н.П., Булаевская, Е.С., Ванзонак, Д.А., Вовк, А.С., Красильников, Д.С., Стабровская, К.Ю., Егорова, А.К., Григорьев, И.В., Маринич, Д.А., Кубрак, Д.Н., Киришина, Н.Р., Шведова, Н.Ю., Мамедли, О., Сахновская, О.Е. Оценка собственности в условиях волатильности и трансформации рыночных условий: монография/ под ред. Н. Ю. Пузыня. – Санкт-Петербург : Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2021. – 170 с.– ISBN 978-5-7310-5549-9. – Текст : непосредственный.

115. Пузыня, Н.Ю. Анализ и совершенствование стандартов оценки стоимости нематериальных активов // Имущественные отношения в Российской Федерации. –2018. –№ 7 (202). –С. 50-57. – Текст : непосредственный.

116. Доклад «Корпоративное управление в российских средних непубличных компаниях: что изменилось за 4 года» // Исследование практики корпоративного управления в средних российских непубличных компаниях. – Москва. Российский институт директоров, ООО Деловая Россия, экономический факультет МГУ им. Ломоносова. - 17.12.2019.

117. Совершенствование критериев принятия решений на базе стоимостно-ориентированного менеджмента как основа роста конкурентоспособности экономики России. Монография / Под ред. И.В.Косоруковой / И.В.Косорукова, Н.В.Мирзоян, Н.А.Бондарева, А.Ю.Родин, М.А.Шуклина, И.А.Ягодкина. – Москва : Университет «Синергия», 2019. – 206 с. – ISBN 978-5-4257-0396-5. – Текст : непосредственный.

118. Старюк, П.Ю. Стратегическое управление стоимостью компании: учет факторов корпоративного управления // Управление корпоративными финансами. – 2005. – № 2. – С. 12–21. – Текст : непосредственный.

119. Телегин, А.М. Коллективизм и индивидуализм современной России // Символ науки. – 2016. – № 4. – С. 169–170. – Текст : непосредственный.

120. Удальцов, В.Е. Влияние нефундаментальных факторов создания стоимости на инвестиционное поведение компаний российского рынка // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – № 2. – С. 315–322. – Текст : непосредственный.

121. Усанов, А.Ю., Мощенко, О.В. Интегрированная отчетность как инструмент корпоративного управления компанией // Проблемы теории и практики управления. – 2019. – № 5. – С. 103–108. – Текст : непосредственный.

122. Усмонова, Н. Роль корпоративного управления в системе управления корпоративными финансами // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2017. – № 6–1. – С. 57–58. – Текст : непосредственный.

123. Устинова, Л.Н. Методика формирования комплексного подхода к оценке деловой репутации компании // Экономика в промышленности. – 2012. – № 1. – С. 98–103. – DOI 10.17073/2072-1633-2012-1-98-103. – Текст : непосредственный.

124. Хусаинова, А.М. Влияние элементов корпоративного управления на управление качеством продукции // Аллея науки. – 2019. – Том 1, – № 1 (28). – С. 363–368. – Текст : непосредственный.

125. Цай, А. Корпоративное управление как фактор управления стоимостью бизнеса // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 58. – С. 18–19. – Текст : непосредственный.

126. Шеина, А.Ю., Фазлетдинова, А.А. Сущность корпоративного управления и экономической безопасности, влияние корпоративного управления на банкротство организации // Финансовая экономика. – 2019. – № 3. – С. 435–439. – Текст : непосредственный.

127. Ширяев, Е.Г. Роль нефинансовых показателей деятельности в оптимизации бизнес-процессов предприятия // Управленческий учет и финансы. –

2010. – № 2. – С. 115. – Текст : непосредственный.

128. Якупова, Н.М., Кадочникова, Е.И., Рафикова, А.В. Оценка финансовых рисков предприятия на основе ранговой корреляции // Современная экономика: проблемы и решения. – 2020. – № 9 (129). – С. 71–81. – Текст : непосредственный.

129. Якупова, Н.М., Левачкова, С.Ю. Управляющая компания в системе государственной акционерной собственности: монография. – Казань : Изд-во Казан.ун-та, 2017. – 188 с. : ил., табл., цв. ил.; 21 см.; ISBN 978-5-00019-661-8. – Текст : электронный. – Текст : непосредственный.

130. Яскевич, Е.Е. Скидки и надбавки при продаже российских пакетов акций. Оценка влияния привилегированных пакетов акций // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2005. – № 9 (48). – С. 90–102. – Текст : непосредственный.

Электронные информационные ресурсы

131. Бежин, Е.В., Щербинина, А.А. Конкуренция и корпоративное управление: эмпирический анализ для российских фирм // Сборник докладов годовой тематической конференции НЭА «Образование, наука и модернизация». Москва : МШЭ МГУ им. М.В.Ломоносова, 2011. – URL: <https://publications.hse.ru/chapters/185435962> (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

132. Информация Министерства экономического развития Российской Федерации от 26 сентября 2020 г. «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов» / Минэкономразвития России. – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/74590638/> (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

133. Инвестиции в России в 2019 году / Информационный портал Bankiros. - URL: <https://bankiros.ru/wiki/term/investicii-v-rossii-2>(дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

134. Информационные агентства, аккредитованные на проведение действий по раскрытию информации о ценных бумагах и об иных финансовых инструментах по состоянию на 15.09.2021/ Банк России – URL: Режим доступа: <https://cbr.ru/> (дата обращения: 20.08.2021).

135. Кальницкая, П.А. Корпоративное управление / Учебный курс. – Москва : Бизнес-школа СИНЕРГИЯ, 2011. – URL: http://www.e-biblio.ru/xbook/new/xbook301/book/index/index.html?go=part-005*page.htm (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

136. Национальный индекс корпоративного управления / Национальная ассоциация корпоративных директоров. – 2017. – URL: http://www.corpdir.ru/upload/Corporate_governance_Index_Russia2017_Rus.pdf (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

137. Национальный Индекс корпоративного управления /Национальная ассоциация корпоративных директоров. – 2019. – URL: <https://corpshark.ru/wp-content/uploads/2019/12/National-CG-Index-2019-TopCompetence.pdf> (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

138. Национальный доклад по корпоративному управлению в 2017 году. – Выпуск IX / Национальный совет по корпоративному управлению. –2017. – URL: https://www.interros.ru/upload/video/IX_NCCG_report.pdf (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

139. Национальный доклад по корпоративному управлению в 2019 году. - Выпуск XI/ Национальный совет по корпоративному управлению. – 2019. – URL: <https://corpshark.ru/wp-content/uploads/2019/11/Doklad-NSKU-XI.pdf> (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

140. Национальный доклад по корпоративному управлению в 2020 году. - Выпуск XII/Национальный совет по корпоративному управлению. – 2020. –

URL:https://nokc.org.ru/wp-content/uploads/2021/05/nsku_2020_final1.pdf (дата обращения 30.08.2021). – Текст : электронный.

141. Национальный Регистр и Библиотека корпоративных нефинансовых отчетов за 2019 год / Российский союз промышленников и предпринимателей. – 2019. – URL: <http://xn--o1aabe.xn--p1ai/simplepage/natsionalnyy-registr-i-biblioteka-korporativnykh-nefinansovykh-otchetov/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

142. Обзор практики корпоративного управления в российских публичных обществах по итогам 2018 года / Банк России. – URL: https://cbr.ru/collection/collection/file/25363/review_29112019.pdf (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

143. Открытая дискуссия Ассоциации банков России «ESG - тренды XXI века»/ Ассоциация банков России. - 28.07.2021. – URL: https://arb.ru/arb/press-on-arb/klimaticheskaya_inkvizitsiya_ili_-10489044/?bx_sender_conversion_id=64482&utm_source=newsletter&utm_medium=mail&utm_campaign=ot_arb_blagodarnost_za_uchastie_v_od_ot_28_iyulya_2021g (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

144. Политика управления рисками и внутреннего контроля ПАО «Газпром» / ПАО «Газпром». – URL: <https://www.gazprom.ru/f/posts/93/485406/risk-internal-control-policy.pdf> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

145. Правила листинга / Московская биржа. – URL: <https://www.moex.com/s19> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

146. Принципы корпоративного управления G20/ОЭСР // OECD Publishing, Paris. – 2016. - URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264252035-ru> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

147. Распределение организаций по организационно-правовым формам по состоянию на 1 января 2019 г. / СПС Консультант Плюс. – URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=MLAW&n=191943&dst=110818#09013589989845545> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

148. Распределение организаций по организационно-правовым формам по состоянию на 1 января 2020 г. / СПС Консультант Плюс. – URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=MLAW&n=202762&dst=108675#08691452902256993> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

149. Слесарев, С. Деловая репутация директора и организации: как взыскать репутационный вред, если она опорочена? – URL: <https://www.garant.ru/ia/opinion/author/slesarev/1115786/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

150. Стратегия управления рисками и капиталом Группы ПАО «Сбербанк» за 2019 год. / ПАО «Сбербанк». – URL: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/pdf/normative_docs/group_risk-and-capital-strategy_rus.pdf (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

151. Цели в области устойчивого развития / Организация объединенных наций. – URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/ru/sustainable-development-goals/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

Сайты в сети Интернет

152. Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА) : [сайт]. – URL: <https://www.acra-ratings.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

153. Ассоциация защиты информационных прав инвесторов (АЗИПИ) : [сайт]. – URL: <http://www.azipi.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

154. Ассоциация по защите прав инвесторов и клиентов финансовых организаций : [сайт]. – URL: <https://www.rusprofile.ru/okved/11347786> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

155. Ассоциация менеджеров России (AMP) : [сайт]. – URL: <https://amr.ru/about/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

156. База данных «СКРИН» : [сайт]. – URL: <https://skrin.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

157. Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/

(дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

158. Дамодаран А.: [сайт]. – URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

159. Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» : [сайт]. – URL: <https://raexpert.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

160. Министерство экономического развития Российской Федерации : [сайт]. – URL: <http://economy.gov.ru/material/departments/d06/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

161. Национальный кредитный рейтинг (НКР) : [сайт]. – URL: <https://ratings.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

162. Национальное рейтинговое агентство (НРА) : [сайт]. – URL: <http://www.ra-national.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

163. Национальный совет по корпоративному управлению (НСКУ) : [сайт]. – URL: <https://nscg.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

164. РосБизнесКонсалт: [сайт]. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/60efd48d9a79477f9b55d91> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

165. Российский институт директоров (РИД) : [сайт]. – URL: <http://rid.ru/nacionalnyj-rejting/o-nrku> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

166. Росимущество: [сайт]. – URL: <https://www.rosim.ru/activities/corp> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

167. ООО «Инбанк» : [сайт]. – URL: https://in-bank.ru/upload/docs/Kodex_corp_uprav_05_12_2019.pdf (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

168. ООО «СРОЧНОДЕНЬГИ» : [сайт]. – URL: <https://srochnodengi.ru/upload/iblock/4c3/4c30954c299b6204dbf00b0602ece9c1.pdf> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

169. ООО ЧОП «САФЕТИ-ТЭК» : [сайт]. – URL: <https://safeti-tek.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

170. Федеральная служба государственной статистики (Росстат) : [сайт]. – URL: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 30.08.2022). – Текст : электронный.

Иностранные источники

171. A. Marshall. Principles of Economics. – 1890. – 8th ed. – 627 p. – Текст :непосредственный.

172. Anthony C.Ng, ZabihollahRezaee. Business sustainability performance and cost of equity capital // Journal of Corporate Finance. – 2015. – № 34. – Pp. 128–149. – Текст :непосредственный.

173. BaumsT. Corporate Governance in Germany: System and Recent Developments / M.Isaksson, R.Skog (eds.), Aspects of Corporate Governance // Stockholm: Juristforlaget. – 1993. – Pp. 31-54. – Текст :непосредственный.

174. Business valuation Review «The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the CAPM». – 1992. – 129 p. – Текст :непосредственный.

175. Fama Eugene. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – 1980. – Vol. 88, – №. 2. –Pp. 288-307.– Текст : непосредственный.

176. Hamdi Ben-Nasr, HatemGhouma. Employee welfare and stock price crash risk // Journal of Corporate Finance. – 2018. – № 48. – Pp. 700–725. – Текст :непосредственный.

177. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, – № 4. – Pp. 305-360. –Текст :непосредственный.

178. Kosorukova I., Plyasova S., Prokimnov N., Rodin A. Value and Price of Russian Business: The Entity, the Relationship and Impact of Financial Indicators // Journal of Reviews on Global Economics. – 2018. – № 7. – Pp. 682-695. – Текст :непосредственный.

179. Morten Bennedsen, Francisco Pérez-González, Daniel Wolfenzon. Do CEOs Matter? Evidence from Hospitalization Events // Journal of Finance. – 2020. – Vol. 75, – № 4. – Pp.1775 - 2321. – Текст :непосредственный.

180. The Wates Corporate Governance Principles for Large Private Companies. – 2018. – 25 p. - URL: <https://www.frc.org.uk> (датаобращения: 30.07.2022). – Текст :электронный.

181. Not-for-profit Governance Principles. – URL: <https://aicd.companydirectors.com.au/nfppprinciples> (датаобращения: 30.08.2022). – Текст :электронный.

Приложение А

(рекомендуемое)

Анализ определений корпоративного управления

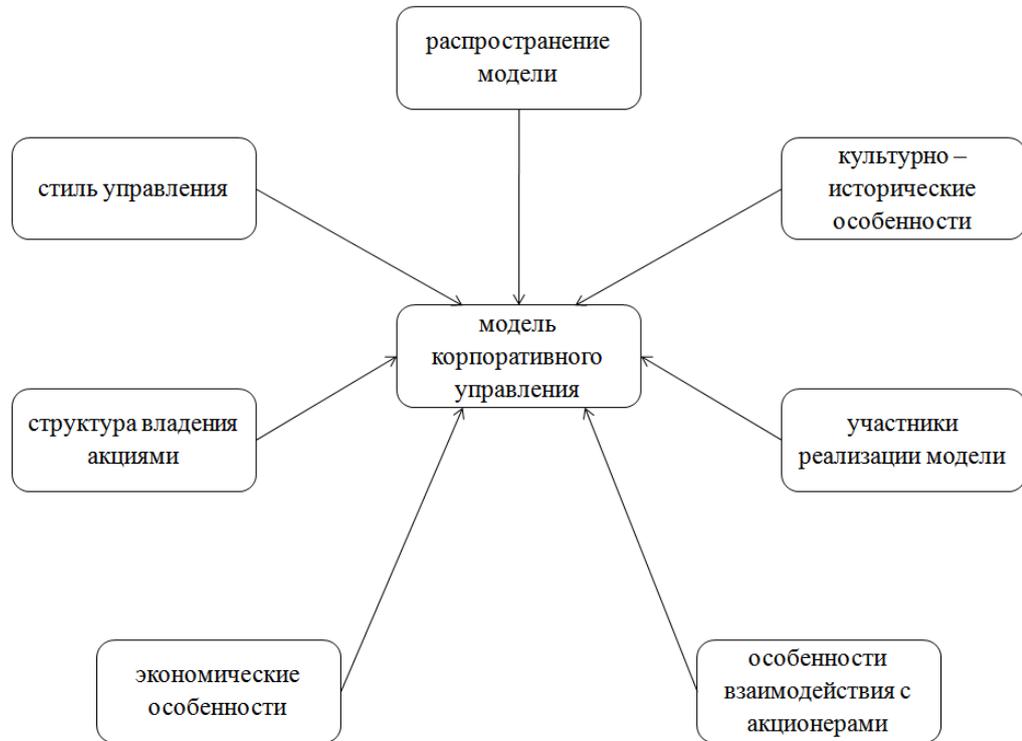
Таблица А.1 - Сравнительный анализ определений корпоративного управления

Определение	Источник
Система взаимоотношений между менеджментом организации, её советом директоров, её акционерами и иными заинтересованными лицами, определяет структуру, с помощью которой устанавливаются цели организации, а также способы достижения этих целей и мониторинг результатов деятельности.	Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)
Понятие, охватывающее систему взаимоотношений между исполнительными органами акционерного общества, его советом директоров, акционерами и другими заинтересованными сторонами. Корпоративное управление является инструментом для определения целей общества и средств достижения этих целей, а также обеспечения эффективного контроля за деятельностью общества со стороны акционеров и других заинтересованных сторон.	Письмо Банка России
Система взаимоотношений между собственниками (акционерами) организации и ее менеджментом, между различными группами (категориями) акционеров, между организацией в целом и иными заинтересованными группами (stakeholders) по вопросам обеспечения интересов указанных участников корпоративных отношений и эффективной деятельности организации, ее соответствия социальным целям и общественными интересам	И.Беликов, В.Вербницкий (специалисты Российского института директоров (РИД))
Система отношений и распространение соответствующих обязанностей между руководством корпорации и ее владельцами, направленная на обеспечение интересов собственников	М.А.Эскиндаров, И.Ю.Беляева
Система взаимоотношений между собственниками организации и, менеджментом и иными заинтересованными лицами по вопросам обеспечения их интересов через справедливое и равноправное распределение результатов деятельности, контроль собственниками организации ее руководства и соответствие социально-общественным интересам	И.С.Лозовая
Особая форма взаимоотношений менеджеров и собственников (акционеров) организации, включает в себя комплекс мер, норм, традиций и правил, которые помогают акционерам контролировать деятельность руководства организации и распределять результаты подобной активности справедливым образом	Н.М.Розанова

Источник:[30, 73, 80, 87, 107, 146].

Приложение Б

(справочное)

Основные критерии сложившихся моделей корпоративного управления**Рисунок Б.1 - Критерии зарубежных моделей корпоративного управления**

Источник: [80].

Приложение В

(обязательное)

Сравнение зарубежных моделей корпоративного управления

Таблица В.1 – Описание критериев зарубежных моделей корпоративного управления

Наименование критерия	Американская модель	Германская модель	Азиатская модель
1) Страны распространения	США, Великобритания, Австралия, Канада, Новая Зеландия	Германия, Австрия, Италия, Норвегия, Бельгия, Франция	Япония, Южная Корея
2) Культурно-исторические особенности	<ul style="list-style-type: none"> – Низкая степень вмешательства государства – Судебное регулирование конфликтов – Ориентация на личный успех – Индивидуализм – Высокая степень готовности к риску – Главная цель – получение прибыли – Приоритетность конкурентоспособности 	<ul style="list-style-type: none"> – Высокая социальная роль государства – Досудебное регулирование конфликтов – Ориентация на партнерство – Социальное взаимодействие и согласие – Предпочтение стабильности, страховки от риска – Прибыль – условие деятельности, но не цель 	<ul style="list-style-type: none"> – Значительная роль государства в поддержке бизнеса – Досудебное регулирование конфликтов – Ориентация на социальную сплоченность – Преимущественная ориентация на стабильность и страховку от риска – Подчиненность цели получения прибыли росту организации
3) Участники реализации	<ul style="list-style-type: none"> – Акционеры – Совет директоров – Менеджеры 	<ul style="list-style-type: none"> – Банки – Исполнительный и наблюдательный совет – Представители работников корпорации 	<ul style="list-style-type: none"> – Банки; правительство – Аффилированные корпоративные акционеры (кэйрэцу) – Правление
4) Экономические особенности	<ul style="list-style-type: none"> – Представительство индивидуальных и независимых акционеров – Незначительная роль банков как акционеров – Высокая распыленность акционерного капитала – Большая роль мелких частных и институциональных инвесторов – Высокая ликвидность и роль фондового рынка в распределении инвестиционных ресурсов 	<ul style="list-style-type: none"> – Наличие значительного числа терпеливых акционеров – Значительная роль банков как акционеров – Высокая концентрация акционерного капитала и перекрестного владения акциями – Незначительная роль мелких частных и институциональных инвесторов – Слабая роль фондового рынка в мобилизации и перераспределении инвестиций 	<ul style="list-style-type: none"> – Стабильные акционеры – Высокая концентрация акционерного капитала и перекрестного владения акциями – Незначительная роль мелких частных и институциональных инвесторов – Низкая роль фондового рынка в мобилизации и перераспределении инвестиций
5) Структура владения акциями	<ul style="list-style-type: none"> – Преобладание индивидуальных над институциональными инвесторами 	<ul style="list-style-type: none"> – Преобладание банковского финансирования над акционерным – Финансовые институты основные функционеры – Незначительная роль институциональных агентов и индивидуальных инвесторов 	<ul style="list-style-type: none"> – Преобладание аффилированных банков и корпораций – Высокий контроль со стороны финансовых институтов – Незначительность представительства миноритарных акционеров
6) Стил управления	<ul style="list-style-type: none"> – Управление на основе совместного принятия решения. – Одноуровневая структура управления в виде совета директоров 	<ul style="list-style-type: none"> – Средний уровень делегирования полномочий. – Двухуровневая структура КУ (правление, совет директоров) 	<ul style="list-style-type: none"> – Потребность соблюдения дистанции при подчинении, отношения на основе доверия
7) Особенности взаимодействия с акционерами	<ul style="list-style-type: none"> – Собственники могут осуществлять право голоса по доверенности, т. е. не присутствовать на общем собрании акционеров – Институциональные инвесторы осуществляют контроль за обществом с помощью аудиторов и инвестиционных фондов 	<ul style="list-style-type: none"> – Голосами акционеров могут распоряжаться банки с их согласия – Заочное голосование собственников отсутствует (право передается банку) 	<ul style="list-style-type: none"> – Собрание участников общества является неформальным

Источник: составлено автором с использованием материалов [79, 80].

Приложение Г

(обязательное)

Российская модель корпоративного управления и ее элементы

Таблица Г.1 - Описание элементов российской модели корпоративного управления

Наименование критерия	Характеристика для российской модели	Соответствие зарубежной модели
Страны распространения	Россия	Отсутствует
Культурно-исторические особенности	Цель бизнеса - получение прибыли, индивидуализм	Американская модель: прибыль – главная цель бизнеса, преобладает индивидуализм
	Высокая степень вмешательства государства	Германская модель: государство вмешивается в деятельность организаций
Участники реализации	Акционеры принимают решения на общем собрании акционеров, существенна роль совета директоров Незаинтересованность банков и финансовых институтов в приобретении акций организаций	Американская модель: основные участники реализации – акционеры и совет директоров, банки не участвуют в управлении организацией
	Наемные работники принимают участие в управлении организацией	Германская модель: высокий уровень участия наемного персонала в управлении организацией
Экономические особенности	Банки не играют роли акционеров	Американская модель: банки не участвуют в управлении организацией
	Акционерная собственность организаций сильно сконцентрирована, фондовый рынок развит мало, а также является невысоко ликвидным, роль мелких инвесторов мала.	Германская модель: высокая степень концентрации капитала, фондовый рынок средне развит и невысоко ликвидный, невысока роль мелких инвесторов
	Акционерная собственность организаций сильно сконцентрирована, роль мелких инвесторов мала.	Азиатская модель: высокая степень концентрации капитала, незначительна роль мелких инвесторов
Структура владения акциями	Увеличение доли миноритариев (акционеры, которые владеют некоторой частью ценных бумаг и становятся ими ради извлечения прибыли в виде дивидендов)	Отсутствует
Стиль управления	Структура корпоративного управления является двухуровневой, однако нечеткое разделение обязанностей между управленцами и собственниками организации	Американская модель: отсутствует четкое разделение функций собственности и контроля
Особенности взаимодействия с акционерами	На общем собрании акционеров собственники имеют право голосовать в очной и заочной формах	Американская модель: возможно очное и заочное голосование на общем собрании акционеров
Независимые директора	Независимые директора играют роль, отсутствие их в организации ведет к тому, что ценные бумаги не будут допущены к иностранным биржам	Американская модель: постоянно растущее число независимых директоров
Иностранные инвесторы	Удельный вес иностранных инвесторов в российских организациях достаточно высок.	Американская модель: высокий удельный вес иностранных инвесторов
Ориентация инвестирования	Ориентация на краткосрочное инвестирование	Американская модель: краткосрочное инвестирование
Уровень вознаграждения менеджеров	Высокий уровень вознаграждения менеджеров	Американская модель: уровень вознаграждения существенно превышает уровень оплаты труда
Роль наемного персонала	Наемный персонал в российских акционерных обществах может участвовать в управлении организаций	Германская и азиатская модели: участие наемного персонала в управлении организаций, контроль и активная сопричастность
Степень раскрытия информации	В России относительно низкая степень раскрытия информации и прозрачности бизнеса	Германская модель: степень раскрытия информации невысокая

Источник: составлено автором.

Приложение Д

(справочное)

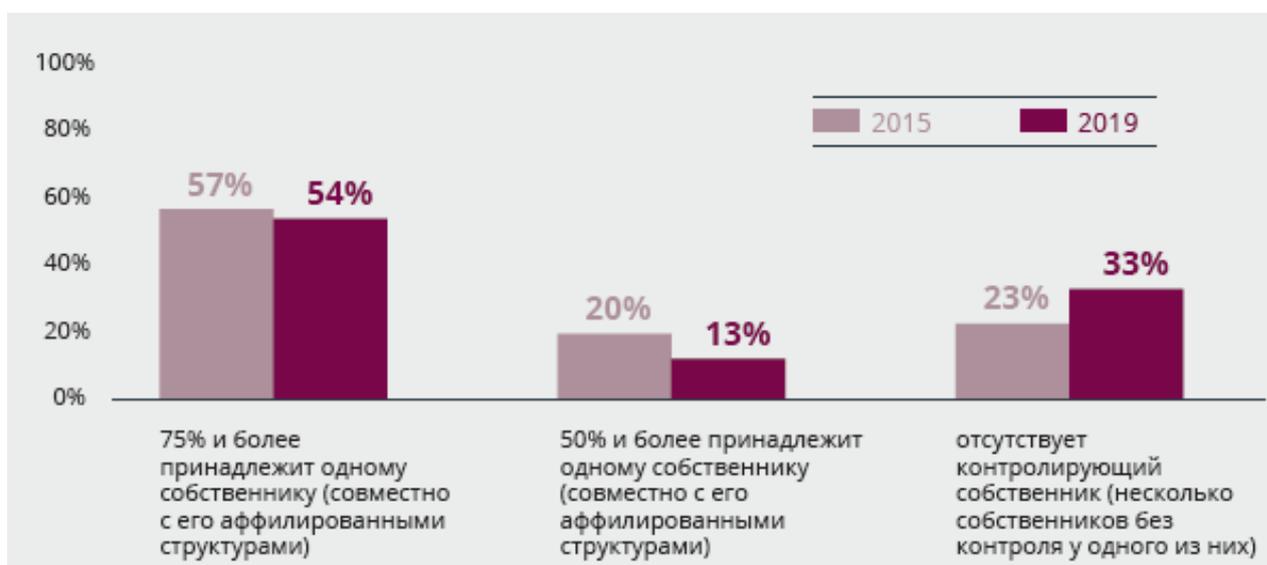
Структура собственности средних непубличных организаций в России
за период с 2015 по 2019 год

Рисунок Д.1 - Структура собственности российских средних непубличных организаций за период с 2015 по 2019 г., %

Источник: [116].

Приложение Е

(обязательное)

Сравнительный анализ сущности подходов и особенностей к оценке стоимости объектов оценки и к оценке стоимости бизнеса

Таблица Е.1 - Сущность подходов и особенностей к оценке стоимости объектов оценки

Наименование подхода к оценке	Требование ФСО 1	Требование ФСО 8	Комментарий
Доходный подход	Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки	В рамках доходного подхода оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе ожидаемых будущих денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (в частности, прибыли)	Сущность и применение доходного подхода в ФСО 1 и в ФСО 8 тождественны
Сравнительный подход	Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах	В рамках сравнительного подхода оценщик определяет стоимость акций, паев, долей в уставном (складочном) капитале, имущественного комплекса на основе информации о ценах сделок с акциями, паями, долями в уставном (складочном) капитале, имущественными комплексами организаций-аналогов с учетом сравнения финансовых и производственных показателей деятельности организаций-аналогов и соответствующих показателей организации, ведущей бизнес, а также на основе ценовой информации о предыдущих сделках с акциями, паями, долями в уставном (складочном) капитале, имущественным комплексом организации, ведущей бизнес	Характеристика сравнительного подхода в ФСО 1 отличается от его сущности и применения в ФСО 8: ФСО 1 в рамках применения сравнительного подхода рассматривает возможность формирования стоимости объекта оценки только на основе цен аналогов объекта оценки, тогда как ФСО 8 указывает на возможность формирования стоимости на основе цен именно объекта оценки в прошлых сделках с ним. Этот аспект рассматривается в качестве базы оценки в ФСО 1 в затратном подходе
Затратный подход	Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний	В рамках затратного подхода оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе стоимости принадлежащих организации, ведущей бизнес, активов и принятых обязательств. Применение затратного подхода носит ограниченный характер и данный подход, как правило, применяется, когда прибыль и (или) денежный поток не могут быть достоверно определены, но при этом доступна достоверная информация об активах и обязательствах организации, ведущей бизнес. В случае наличия предпосылки ликвидации организации, ведущей бизнес, стоимость объекта оценки определяется как чистая выручка, получаемая после реализации активов такой организации с учетом погашения имеющейся задолженности и затрат, связанных с продажей активов и прекращением деятельности организации	Сущность затратного подхода в ФСО 1 отличается от его сущности и применения в ФСО 8: ФСО 1 в рамках применения затратного подхода рекомендует формировать стоимость объекта оценки на основе затрат на воспроизводство или замещение объекта оценки с учетом износа и устареваний, а в ФСО 8 стоимость объекта формируется как чистая выручка от продажи активов за вычетом обязательств и, если речь идет о формировании ликвидационной стоимости объекта, то за вычетом затрат на ликвидацию

Источник: составлено автором с использованием материалов [14].

Приложение Ж

(рекомендуемое)

Модели оценки стоимости финансовых активов

Таблица Ж.1 - Модели оценки стоимости финансовых активов

Название модели	Описание модели	Формула расчета
Модель нулевого роста	Применяется к оценке стоимости бессрочного финансового актива (ценной бумаги) с неизменной (постоянной) величиной дохода по нему	$V = \frac{D_0}{r}$ <p>где V – стоимость финансового актива; D_0 – последний выплаченный доход по финансовому активу; r – ожидаемая норма доходности на финансовый актив</p>
Модель постоянного роста (модель Гордона)	Применяется к оценке стоимости бессрочного финансового актива (ценной бумаги) с величиной дохода, которая меняется с постоянным темпом прироста (g) по нему	$V = \frac{D_0(1+g)}{r-g}$ <p>где V – стоимость финансового актива; D_0 – доход по финансовому активу, ожидаемый к выплате в первом прогнозном периоде g – долгосрочный стабильный темп прироста дохода финансового актива; r – ожидаемая норма доходности на финансовый актив</p>
Модель переменного роста (двухстадийная модель роста) (метод DCF)	Применяется к оценке стоимости финансового актива (ценной бумаги) с величиной дохода, которая на первоначальном этапе существенно меняется, а через какой-то промежуток времени стабилизируется и имеет постоянный темп прироста	$V = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_{n+1}}{(r-g)(1+r)^n}$ <p>где V – стоимость финансового актива; D_t – доход по финансовому активу в t-ом году прогнозного периода; D_{n+1} – доход по финансовому активу в $n+1$-ом году прогнозного периода, при этом $D_n(1+g) = D_{n+1}$; r – ожидаемая норма доходности на финансовый актив; g – долгосрочный стабильный темп прироста дохода финансового актива</p>

Источник: [63].

Приложение И

(справочное)

Виды денежных потоков и их расчет

И.1 – Расчет денежных потоков

Вначале необходимо отметить, что денежный поток – это сумма поступлений денежных средств и их оттоков от трех видов деятельности организации: операционной, инвестиционной и финансовой. Виды денежных потоков и их расчет представлены на рисунке ниже.



Рисунок И.1 – Виды и расчет денежных потоков

Источник: составлено автором с использованием материалов [70].

Приложение К

(обязательное)

Условия применения и расчет стоимости методом дисконтированных денежных потоков (DCF)

К.1 – Расчет стоимости методом DCF

Итоговая величина стоимости, формируемая методом DCF, определяется как сумма текущей стоимости денежных потоков прогнозного периода и текущее значение стоимости денежных потоков в постпрогнозный период (терминальной стоимости). Она определяется по формуле¹⁾

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n}, \quad (K.1)$$

где V - стоимость объекта;

CF_i - денежный поток каждого периода;

r - ставка дисконтирования;

V_{term} - терминальная стоимость.

В свою очередь терминальная стоимость включает стоимость денежных потоков за весь постпрогнозный период. Расчет терминальной стоимости чаще всего производится по модели Гордона²⁾

$$V_{term} = \frac{CF_n(1+g)}{r-g}, \quad (K.2)$$

где V_{term} – терминальная стоимость;

CF_n - денежный поток последнего прогнозного периода;

g - долгосрочный тем прироста;

r - ставка дисконтирования; g - долгосрочные темпы прироста.

¹⁾ Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В.Косорукова, С.А.Секачев, М.А.Шуклина; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. – 904 с. (С. 578)

²⁾ Там же

Приложение Л

(рекомендуемо)

Оценочные мультипликаторы в сравнительном подходе

Таблица Л.1 – Виды оценочных мультипликаторов в сравнительном подходе

Вид оценочных мультипликаторов	Финансовый	Натуральный
Моментный	Балансовые: 1) EV/BV (EV/B , EV/BVA) (стоимость организации / балансовая стоимость активов). 2) P/BV (P/B , P/BVE) (рыночная цена акций / балансовая стоимость акционерного капитала или рыночная цена акций / балансовая стоимость чистых активов).	отсутствуют
Интервальный	Доходные: 1) P/E (РЦА / чистая прибыль). 2) P/CF (РЦА / денежный поток). 3) P/DIV (РЦА / дивиденды). 4) P/S или EV/S (РЦА / выручка или стоимость организации / выручка). 5) $EV/EBITDA$ (стоимость организации / прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации).	1) $EV/capacity$ (стоимость организации / мощность). 2) $EV/production$ (стоимость организации / производство).

Источник: составлено автором с использованием материалов [70].

Приложение М

(обязательное)

Показатели интегрированной отчетности по отраслям в России за 2017 год

Таблица М.1 - Показатели интегрированной отчетности организаций по отраслям в России за 2017 год

Отрасль	Показатель																					
	Соблюдение			Воздействие				Выбросы и отходы			Потребление		Взаимоотношения с заинтересованными сторонами (стейкхолдерами)						Иное			
	Законов и стандартов	Прав человека	Рациональности использования ресурсов	На окружающую среду (в т.ч. сохранение биоразнообразия)	На водные объекты (в т.ч. сохранение биоразнообразия)	Радиационное на персонал и население	Загрязняющих веществ	Парниковых газов	Переработка и утилизация отходов	Энергии	Воды	корпоративная социальная ответственность	общественное мнение и жалобы	качество обслуживания потребителей	развитие и обучение поставщиков	развитие и обучение персонала	охрана здоровья персонала и потребителей, безопасность труда	качество продукции	интеллектуальная собственность	количество продуктов на клиента	коэффициент травматизма работников	коэффициент профессиональной заболеваемости
Нефтегазовая	+	+	+	+	+		+	+	+	+	+		+		+	+		+		+	+	
Энергетика	+	+	+	+	+	+	+		+	+	+			+		+	+				+	+
Металлургическая и горнодобывающая	+	+	+	+	+		+					+				+	+	+	+		+	+
Производство машин и оборудования	+	+		+	+				+		+					+	+				+	+
Химическая, нефтехимическая, парфюмерная	+	+		+	+		+		+							+	+	+			+	+
Деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная	+	+		+	+			+					+			+	+	+			+	+
Производство потребительских товаров	+	+							+	+	+		+			+	+	+			+	
Телекоммуникационная	+	+										+	+	+		+	+	+			+	
Финансы и страхование	+	+							+				+	+	+		+	+	+		+	
Жилищно-коммунальное хозяйство	+	+								+	+			+		+	+					
Транспорт	+	+	+	+	+		+		+	+	+	+	+	+		+	+				+	+
Ритейл	+	+							+			+	+		+	+	+	+		+		
Прочие виды услуг	+	+	+	+	+				+	+	+	+				+						
Примечания																						
1 Плюс – наличие показателя																						

Источник: составлено автором с использованием материалов [141].

Таблица М.2 - Показатели нефинансовой отчетности некоторых российских организаций за 2017 год

Организация (отрасль)	Название отчетности	Показатель	Источник информации
ПАО «Газпром» (нефтегазовый сектор)	Экологический отчет ПАО «Газпром» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Воздействие на климат. -Воздействие на окружающую среду. -Выбросы парниковых газов. -Взаимоотношения с участниками и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/5/2/52e464d2926b0f9cb46655a205f0ab19.pdf
ПАО «ФСК ЕЭС» (энергетический сектор)	Годовой отчет ПАО «ФСК ЕЭС» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Финансовый, производственный, человеческий капитал. -Природный капитал. -Социально-репутационный капитал. -Взаимоотношения с участниками. -КСО и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/a/d/addb7bf3b280ece4198269ab934a5ce8.pdf
АО «СХК» (химический сектор)	Отчет по экологической безопасности АО «СХК» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Забор воды из водных источников. -Сбросы в открытую гидрографическую сеть. -Выбросы в атмосферный воздух. -Взаимоотношения с участниками. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/4/d/4d754aa2cdf609853f5b02d3af862a30.pdf
	Годовой отчет АО «СХК» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Финансовый капитал. -Производственный капитал. -Интеллектуальный капитал. -Социально – репутационный. -Взаимоотношения с участниками и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/a/f/af10b3d1cc3b7ad8288f73bc6a643f06.pdf
ПАО «СИБУР-Холдинг» (нефтехимический сектор)	Отчет в области устойчивого развития ПАО «СИБУР-Холдинг» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Охрана окружающей среды. -Человеческий капитал. -Клиентоориентированность. -Индекс аварийности производственных объектов, травматизм работников. -Соответствие системе управления. -Взаимоотношения с участниками. -КСО и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/9/4/94f41dc67fde02b7d828dafb32621c3e.pdf
ПАО «Татнефть» (нефтехимический сектор)	Годовой отчет ПАО «Татнефть» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Соблюдение прав человека, условия труда, общественное мнение. -Качество продукции. -Защита окружающей среды. -Взаимоотношения с участниками и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/2/c/2ce9e9ed0460d4c4ed8ee911d7e62298.pdf
«Coca-Cola HBC Россия» (сектор производства пищевых и других потребительских товаров)	Отчет об устойчивом развитии «Coca-Cola HBC Россия» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Количество поставщиков. -Жалобы от потребителей, соблюдение сроков хранения продукции. -Потребление воды на литр продукции. -Доля отходов, отданных на переработку. -Доля сотрудников, принявших участие в благотворительных и волонтерских программах. -Индекс устойчивой вовлеченности. -Количество несчастных случаев. -Взаимоотношения с участниками и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/1/e/1e51a35679251fcb4de8cc56fa4d9b54.pdf

Организация (отрасль)	Название отчетности	Показатель	Источник информации
ООО «Нестле Россия» (сектор производства пищевых и других потребительских товаров)	Социальный отчет ООО «Нестле Россия» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Соблюдение прав человека. -Уровень экологической устойчивости. -Уровень здорового образа жизни. -Уровень сохранения морских экосистем. -Уровень сохранения экосистем суши. -Уровень качества продукции. -Обучение и развитие персонала. -Взаимоотношения с участниками и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/3/f/3f492f66d7b493eddce8ff3dab459bfa.pdf
ПАО «Ростелеком» (телекоммуникационный сектор)	Отчет об устойчивом развитии ПАО «Ростелеком» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Уровень сохранения экосистем суши. -Обучение и развитие персонала. -Уровень задержки подачи сигнала. -Энергоэффективность связи. -Взаимоотношения с участниками и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/4/f/4fc44227e48183f6232b3142c4db78c5.pdf
ПАО «Банк ВТБ» (финансовый сектор и сектор страхования)	Социальный отчет ПАО «Банк ВТБ» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Охрана здоровья работников, уровень безопасности труда, медицинское страхование и страхование жизни. -Уровень потребления энергии и топлива. -Уровень обучения на одного сотрудника. -Взаимоотношения с участниками. -КСО и т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/6/3/63c926ab99ff120abec10dc0819c3b6.pdf
ПАО «Сбербанк России» (финансовый сектор и сектор страхования)	Годовой отчет ПАО «Сбербанк России» за 2017 год	<ul style="list-style-type: none"> -Соблюдение законов. -Структура акционеров, состав руководящих органов в разбивке по полу и возрасту. -Количество активных пользователей (ежемесячных, ежедневных), индекс удовлетворенности и лояльности корпоративных клиентов (TRIM-индекс). -Удовлетворенность ИТ-поддержкой и операционным сопровождением. -Уровень надежности для критических автоматизированных. -Обучение и развитие персонала. -Количество продуктов на клиента. -Взаимоотношения с участниками т. д. 	http://xn--o1aabe.xn--p1ai/document/1/f/e/fe3a3617ea059fdec9d9342331a4ccdb.pdf

Источник: составлено автором с использованием материалов [141].

Приложение Н

(обязательное)

Анализ взаимосвязи принципов корпоративного управления с уровнем капитализации и стоимостью бизнеса

Таблица Н.1 - Анализ взаимосвязи принципов корпоративного управления с уровнем капитализации и стоимостью организации

Наименование принципа КУ	Влияние принципа на расчет стоимости бизнеса	Фактор корпоративного управления для проведения анализа
I. Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав	<p>Стоимость одной акции в контрольном и неконтрольном пакетах не должна отличаться. На практике это реализуется только в случае обязательного выкупа акций согласно ст. 84 Федерального закона «Об акционерных обществах».</p> <p>Каждый акционер получает одинаковую величину дивидендов по соответствующей категории акций эмитента, поэтому стоимость акций как ценной бумаги имеет одинаковую ценность и стоимость. Они меняются в зависимости от величины пакета, в котором оценивается акция.</p> <p>Равные условия для всех акционеров позволяют избежать конфликтов внутри общества, что способствует сохранению количества акционеров и, соответственно, не разрушает стоимость организации и сохраняет инвестиционную привлекательность акций на рынке.</p> <p>Беспрепятственный и быстрый переход прав в современной сделке является фактором инвестиционной привлекательности акций организации.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1) Структура капитала. 2) Наличие государственного участия в структуре собственников. 3) Выплаченные дивиденды.
II. Совет директоров общества	<p>Стоимость бизнеса создается и разрушается в момент принятия управленческих решений, так как это влияет на денежные потоки и риски общества, что оказывает прямое влияние на стоимость бизнеса в результате применения доходного подхода при формировании стоимости.</p> <p>В зависимости от того, насколько эффективно определяется стратегия развития общества советом директоров и осуществляется управление обществом и контроль за ним, акционеры и инвесторы понимают, насколько контролируются все процессы в обществе, а значит, насколько высока степень надежности общества. Следовательно, общество становится привлекательнее среди других альтернатив. Информация о решениях советов директоров оказывает влияние на размах колебаний цен на акции и на темпы роста цен на акции эмитентов¹⁾.</p> <p>Совет директоров разрабатывает и определяет, кроме прочего, дивидендную политику, что оказывает влияние на стоимость и инвестиционную привлекательность акций.</p> <p>Наличие независимых директоров в составе совета директоров снижает риски общества, что повышает его стоимость.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1) Элементы деловой репутации. 2) Выбор сферы деятельности (отрасль). 3) Выручка. 4) Показатели рентабельности.
III. Корпоративный секретарь общества	<p>В обязанности корпоративного секретаря входит взаимодействие с акционерами, менеджментом, коллективом и другими заинтересованными лицами общества. Разрешение всех возникающих конфликтов между указанными лицами и группами лиц является проблемой корпоративного секретаря, то есть агентские конфликты, которые хорошо известны в теории корпоративных финансов, находятся под контролем именно этого лица в обществе. Агентские затраты оказывают влияние на денежные потоки и стоимость бизнеса.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1) Элементы деловой репутации.
IV. Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества	<p>Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества также строится на теории агентских затрат, что оказывает существенное влияние на стоимость бизнеса эмитента. При этом для всех сотрудников может быть разработана система КРІ.В случае, когда разработка системы КРІ направлена на рост уровня капитализации бизнеса, денежных потоков и стоимости, это дает эффективный результат роста стоимости при грамотном внедрении системы.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1) Элементы деловой репутации.
V. Система управления рисками и внутреннего контроля	<p>Минимизация рисков общества, с одной стороны, приводит к снижению доходности, с другой – к формированию устойчивого долгосрочного роста организации и ее стоимости²⁾. У обществ приняты внутренние документы, которые описывают политику управления рисками³⁾, а фактические результаты деятельности организаций в этой области отражаются в годовых отчетах.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1) Структура капитала. 2) Наличие государственного участия. 3) Выплаченные дивиденды. 4) Элементы деловой репутации. 5) Выручка.

¹⁾ Косорукова, И.В., Прокимнов, Н.Н. Влияние раскрытия эмитентом существенных фактов на цену акций // Прикладная информатика. – 2014. – № 1 (49). – С. 16–31 (С. 16-31)

²⁾ О рекомендациях по реализации принципов ответственного инвестирования: информационное письмо Банка России от 15.07.2020 N ИН-06-28/111 [вступил в силу с 17.07.2020] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_357591/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.

³⁾ См. например, Политика управления рисками и внутреннего контроля ПАО «Газпром» / ПАО «Газпром». – URL: <https://www.gazprom.ru/f/posts/93/485406/risk-internal-control-policy.pdf> (дата обращения: 30.08.2022), Стратегия управления рисками и капиталом Группы ПАО «Сбербанк» за 2019 год. / ПАО «Сбербанк». – URL: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/pdf/normative_docs/group_risk-and-capital-strategy_rus.pdf (дата обращения: 30.08.2022).

Наименование принципа КУ	Влияние принципа на расчет стоимости бизнеса	Фактор корпоративного управления для проведения анализа
VI. Раскрытие информации об обществе, информационная политика общества	Раскрытие информации способствует прозрачности принимаемого решения в организации, что повышает инвестиционную привлекательность ее акций. Анализ влияния раскрытия существенных фактов эмитентами на темпы изменения цены акций показал, что темпы изменения цены акций чувствительны к раскрытию информации об эмитентах ¹⁾ . При этом раскрытие информации способствует снижению рисков инвесторов, что влечет за собой снижение ставки дисконтирования, и соответственно, рост стоимости бизнеса.	6) Показатели рентабельности. 1) Структура капитала. 2) Наличие государственного участия. 3) Выплаченные дивиденды. 4) Элементы деловой репутации. 5) Существенные факты.
VII. Существенные корпоративные действия	Существенные корпоративные действия названы так, поскольку действительно оказывают существенное влияние на финансовые показатели общества, структуру его капитала и, соответственно, на стоимость акций и бизнес эмитента.	1) Структура капитала. 2) Наличие государственного участия. 3) Выплаченные дивиденды. 4) Элементы деловой репутации. 5) Выручка. 6) Показатели рентабельности. 7) Существенные факты.

Источник: составлено автором.

¹⁾ Косорукова, И.В., Прокимов, Н.Н. Влияние раскрытия эмитентом существенных фактов на цену акций // Прикладная информатика. – 2014. – № 1 (49). – С. 16–31 (С. 16-31)

Приложение П

(справочное)

**Распределение организаций России по организационно-правовым формам по состоянию на
1 января с 2018 по 2020 года**

**Таблица П.1 - Распределение организаций России по организационно-правовым формам по
состоянию на 1 января с 2018 по 2020 года, единицы**

ОПФ	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2019 в % к 2018	2020 в % к 2019
Всего	1291092	11180195	10781548	91,4	91,4
В том числе:					
Полные товарищества	12	15	15	125,0	100,0
Товарищества на вере	47	41	33	87,2	80,5
ООО	901122	771731	645199	85,6	83,6
ПАО	3009	2299	1759	76,4	76,5
Непубличные АО	27228	21247	17276	78,0	81,3
Хозяйственные партнерства	9	9	10	100,0	111,1
Производственные кооперативы	336	300	274	89,3	91,3
Унитарные предприятия	575	430	352	74,8	81,9
Крестьянские (фермерские) хозяйства	39	30	26	76,9	86,7
Прочие коммерческие организации	457	361	181	79,0	50,1
Потребительские кооперативы	5510	5198	4988	94,3	96,0
Общественные организации	7805	7052	6751	90,4	95,7
Товарищество собственников недвижимости	3559	3217	3350	90,4	104,1
Фонды	6709	6839	6948	101,9	101,6
Ассоциации (союзы)	9632	8607	7876	89,4	91,5
Учреждения	7301	6731	6296	92,2	93,5
Некоммерческие организации, не включенные в другие группировки	8249	7977	8097	96,7	101,5
ОПФ организаций, созданных без прав	19460	12028	10865	61,8	90,3

ОПФ	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2019 в % к 2018	2020 в % к 2019
юридического лица					
ОПФ международных организаций, осуществляющих деятельность на территории Российской Федерации	17	18	16	105,9	88,9
ИП ¹⁾	290016	326065	358236	112,4	109,9

Источник:[147, 148].

¹⁾ Индивидуальные предприниматели

Приложение Р

(справочное)

Сравнительный анализ акционерного общества и общества с ограниченной ответственностью согласно российскому законодательству

Таблица Р.1 - Понятия АО и ООО согласно российскому законодательству

Источник информации	Понятие акционерного общества	Понятие общества с ограниченной ответственностью
<p style="text-align: center;">Гражданский кодекс Российской Федерации</p>	<p>Акционерным обществом признается хозяйственное общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций; участники акционерного общества (акционеры) не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им акций. Публичным является акционерное общество, акции которого и ценные бумаги которого, конвертируемые в его акции, публично размещаются (путем открытой подписки) или публично обращаются на условиях, установленных законами о ценных бумагах. Правила о публичных обществах применяются также к акционерным обществам, устав и фирменное наименование которых содержат указание на то, что общество является публичным (п. 1, ст. 66.3 ГК РФ)</p>	<p>Общество с ограниченной ответственностью и акционерное общество, которое не отвечает признакам, указанным в пункте 1 ст. 66.3 ГК РФ, признаются непубличными.</p>
<p style="text-align: center;">Федеральный закон «Об акционерных обществах»</p>	<p>Коммерческая организация, чей уставный капитал разделен на определенное количество акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу</p>	<p style="text-align: center;">Отсутствует</p>

Источник информации	Понятие акционерного общества	Понятие общества с ограниченной ответственностью
Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью»	Отсутствует	Созданное единогласно или единолично хозяйственное общество, уставный капитал которого разделен на доли; его участники не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с деятельностью организации, в пределах стоимости принадлежащих им долей в уставном капитале

Источник:[1, 3, 4].

Таблица Р.2–Сравнительный анализ характеристик АО и ООО согласно российскому законодательству

Характеристика	Организационно-правовая форма		
	ПАО	АО	ООО
Учреждение общества	Единогласно	Единогласно	Единогласно или единолично
Число участников (акционеров)	Не ограничено	Не ограничено	Не более 50
Учредительные документы	Устав	Устав	– Устав – Учредительный договор (если участников больше 2)
Уставный капитал	Минимум 100000 р.	Минимум 10000 р.	Минимум 10000 р.
	Разделен на определенное число акций	Разделен на определенное число акций	Разделен на доли
Размещение акций	Открытая и закрытая подписка	Закрытая подписка	Акции отсутствуют
Наличие совета директоров	Обязательно	Необязательно	Необязательно
Высший орган принятия решений	Общее собрание акционеров	Общее собрание акционеров	Общее собрание участников
Блокирующая доля	Более 25% голосующих акций	Более 25% голосующих акций	Более 1/3 голосов
Обязанность публиковать ежегодную отчетность	Да	Только в случае если количество акционеров больше 50 или общество не является публичным	Нет, если общество не является публичным

Источник: составлено автором с использованием материалов [3, 4].

Приложение С

(обязательное)

Особенности применения принципов КУ по Кодексу КУ в различных ОПФ

Таблица С.1 - Особенности применения принципов Кодекса КУ в различных ОПФ

Принцип КУ	Реализация в АО	Реализация в ООО
1) Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав	Организация должна обеспечивать справедливое отношение ко всем владельцам акций при реализации ими права на участие в управлении ей ¹⁾ (рис. 3)	Объем прав владельцев ценных бумаг аналогичных долей в АО и ООО отличается ²⁾
2) Совет директоров общества	В соответствии с ГК РФ и Федеральным законом «Об акционерных обществах» формирование совета директоров обязательно предусмотрено в ПАО, а в непубличных АО образование такого органа не обязательно, что осуществляется, если его наличие закреплено в уставе. Количественный состав совета директоров определяется Федеральным законом «Об акционерных обществах» и зависит, в том числе, от количества акционеров, согласно Кодексу КУ в состав совета директоров должно входить достаточное количество независимых директоров (не менее 1/3 избранного состава совета директоров) (приложение Т)	Образовывать совета директоров не обязательно в ООО, но это может быть предусмотрено, что определяется уставом общества (ст. 32 Федерального закона N14)
3) Корпоративный секретарь общества	В соответствии с Кодексом КУ корпоративный секретарь - это сотрудник АО, обеспечивающий взаимодействие с собственниками, советом директоров, а также координирующий действия общества по защите их прав и интересов	Кодексом КУ в ООО нанимать корпоративного секретаря не рекомендовано
4) Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества	В соответствии с Кодексом КУ в организации должен быть сформирован комитет по вознаграждениям, который разрабатывает политику общества по вознаграждению. Утвердить данную политику должен совет директоров. Также следует определить политику по возмещению расходов (компенсаций) членам общества, которая может быть частью политики по вознаграждению (рис. 4)	Отличия не обнаружены
Система управления рисками и внутреннего контроля (система УРиВК)	Кодексом КУ рекомендовано утвердить политику по управлению рисками и внутреннему контролю советом директоров в ПАО. В непубличном обществе это не обязательно	Система УРиВК не обязательна
Раскрытие информации об обществе, информационная политика общества	В соответствии со ст. 69 Положения Банка России N 454-П ³⁾ обязаны раскрывать информацию об обществе ПАО, непубличное АО, осуществившее или осуществляющее публичное размещение ценных бумаг, а также непубличное АО с числом собственников более 50 при совместном упоминании [42] (приложение Ф)	Общество не обязано публиковать отчетность кроме случаев, предусмотренных федеральными законами [4]. Однако в случае публичного размещения эмиссионных ценных бумаг общество обязано ежегодно публиковать годовые отчеты, и бухгалтерские балансы и иные документы в соответствии нормативными актами (приложение Ф)
Существенные корпоративные действия	Результат анализа представлен в разделе 2.2	В публичном доступе информация отсутствует

Источник: составлено автором.

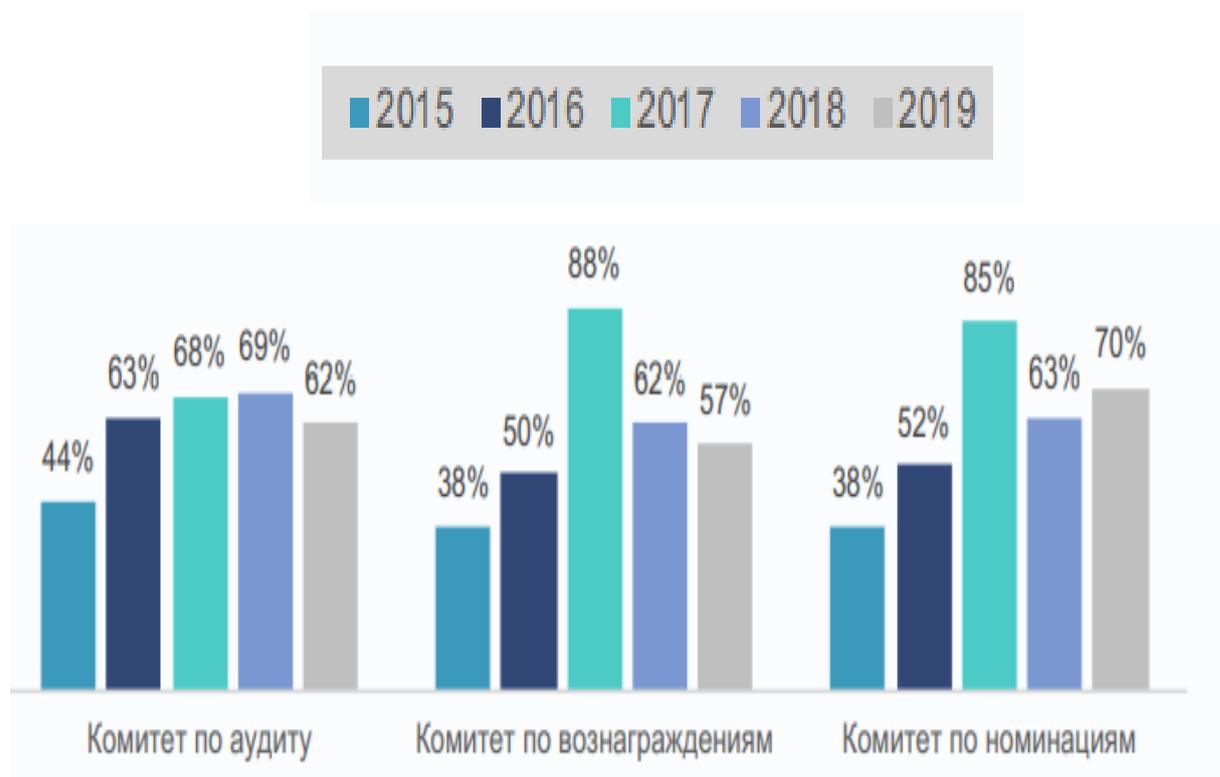
¹⁾ Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В.Косорукова, С.А.Секачев, М.А.Шуклина; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва : Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. – 904 с. (С. 530 – 535)

²⁾ Там же

³⁾ Положение утратит силу с 01.10.2021 в связи с изданием Положения Банка России от 27.03.2020 N 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», утвердившего новый порядок.

Приложение Т

(справочное)

**Доля независимых директоров в составе комитетов
за период с 2015 по 2019 год**

**Рисунок Т.1 - Доля независимых директоров в составе комитетов
за период с 2015 по 2019 г., %**

Источник: [137].

Приложение У

(справочное)

Раскрытие информации российскими обществами



Рисунок У.1 - Размещение в сети Интернет внутренних документов организации

Источник: [137].



Рисунок У.2 - Степень раскрытия данных о соблюдении российских принципов корпоративного управления в различных по отраслям за 2019 год, %

Источник: [137].

Приложение Ф

(обязательное)

Сравнительный анализ значений рентабельности активов и собственного капитала в различных ОПФ по отраслям за период с 2009 по 2019 год

Таблица Ф.1 - Значения рентабельности активов по отраслям за период с 2009 по 2019 год

Отрасль	ОПФ	Рентабельность активов											среднее
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Обработывающие производства	ПАО	0,029	0,024	0,007	0,06	0,03	0,02	0,06	0,06	0,06	0,07	0,08	0,045
	АО	0,045	0,038	0,018	0,12	0,04	0,05	0,09	0,09	0,07	0,08	0,09	0,066
	отклонение	0,016	0,014	0,011	0,06	0,01	0,03	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,021
	ООО	0,047	0,066	0,064	0,01	-0,01	0,01	0,05	0,09	0,08	0,09	0,10	0,054
	отклонение ООО и АО	0,002	0,028	0,046	-0,11	-0,05	-0,04	-0,04	0,00	0,01	0,01	0,01	-0,012
	отклонение ООО и ПАО	0,018	0,042	0,057	-0,05	-0,04	-0,01	-0,01	0,03	0,02	0,02	0,02	0,009
Строительство	ПАО	0,021	0,012	-0,008	0,01	0,02	-0,01	-0,03	-0,01	-0,01	-0,02	-0,01	-0,003
	АО	0,023	0,042	0,022	0,04	0,03	0,02	-0,03	0,01	0,01	0,00	0,01	0,016
	отклонение	0,002	0,030	0,030	0,03	0,01	0,03	0,00	0,02	0,02	0,02	0,02	0,019
	ООО	0,010	0,057	0,046	0,02	-0,01	-0,01	0,02	0,03	0,03	0,02	0,03	0,022
	отклонение ООО и АО	-0,013	0,015	0,024	-0,02	-0,04	-0,03	0,05	0,02	0,02	0,02	0,02	0,006
	отклонение ООО и ПАО	-0,011	0,045	0,054	0,01	-0,03	0,00	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,025
Транспорт и хранение	ПАО	0,015	0,010	-0,007	0,03	0,03	0,05	0,06	0,08	0,04	0,03	0,04	0,034
	АО	0,028	0,048	0,030	0,14	0,09	0,06	0,10	0,18	0,14	0,12	0,13	0,097
	отклонение	0,013	0,038	0,037	0,11	0,06	0,01	0,04	0,10	0,10	0,09	0,09	0,063
	ООО	0,039	0,054	0,042	0,05	0,05	0,04	0,07	0,08	0,08	0,07	0,08	0,060
	отклонение ООО и АО	0,011	0,006	0,012	-0,09	-0,04	-0,02	-0,03	-0,10	-0,06	-0,05	-0,05	-0,037
	отклонение ООО и ПАО	0,024	0,044	0,049	0,02	0,02	-0,01	0,01	0,00	0,04	0,04	0,04	0,025

Источник: составлено автором с использованием материалов [170].

Таблица Ф.2 – Значения рентабельности собственного капитала по отраслям за период с 2009 по 2019 год

Отрасль	ОПФ	Рентабельность собственного капитала											
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	среднее
Обрабатывающие производства	ПАО	0,105	0,094	0,071	0,10	0,03	0,05	0,12	0,15	0,12	0,13	0,14	0,101
	АО	0,164	0,092	0,242	0,23	0,15	0,20	0,20	0,16	0,13	0,14	0,15	0,169
	отклонение	0,059	-0,002	0,171	0,13	0,12	0,15	0,08	0,01	0,01	0,01	0,01	0,068
	ООО	0,282	0,277	0,255	0,19	0,33	0,37	0,35	0,34	0,24	0,26	0,26	0,287
	отклонение ООО и АО	0,118	0,185	0,013	-0,04	0,18	0,17	0,15	0,18	0,11	0,12	0,11	0,118
	отклонение ООО и ПАО	0,177	0,183	0,184	0,09	0,30	0,32	0,23	0,19	0,12	0,13	0,12	0,186
Строительство	ПАО	0,093	0,083	0,085	0,11	0,11	0,11	0,08	0,10	0,10	0,09	0,09	0,096
	АО	0,215	0,206	0,173	0,24	0,25	0,22	0,18	0,15	0,17	0,16	0,17	0,194
	отклонение	0,122	0,123	0,088	0,13	0,14	0,11	0,10	0,05	0,07	0,07	0,08	0,098
	ООО	0,230	0,157	0,173	0,24	0,46	0,49	0,21	0,33	0,34	0,30	0,31	0,295
	отклонение ООО и АО	0,015	-0,049	0,000	0,00	0,21	0,27	0,03	0,18	0,17	0,14	0,14	0,101
	отклонение ООО и ПАО	0,137	0,074	0,088	0,13	0,35	0,38	0,13	0,23	0,24	0,21	0,22	0,199
Транспорт и хранение	ПАО	0,079	0,073	0,070	0,14	0,14	0,13	0,12	0,20	0,14	0,12	0,13	0,122
	АО	0,216	0,199	0,185	0,21	0,14	0,18	0,22	0,26	0,22	0,22	0,23	0,207
	отклонение	0,137	0,126	0,115	0,07	0,00	0,05	0,10	0,06	0,08	0,10	0,10	0,085
	ООО	0,334	0,302	0,280	0,29	0,51	0,55	0,51	0,37	0,32	0,33	0,33	0,375
	отклонение ООО и АО	0,118	0,103	0,095	0,08	0,37	0,37	0,29	0,11	0,10	0,11	0,10	0,168
	отклонение ООО и ПАО	0,255	0,229	0,210	0,15	0,37	0,42	0,39	0,17	0,18	0,21	0,20	0,253

Источник: составлено автором с использованием материалов [170].

Приложение X

(справочное)

Система регулирования качества корпоративного управления в России

Таблица X.1 - Регулирование качества корпоративного управления в России

Наименование института КУ в России	Сфера деятельности	Наличие Методики самооценки качества КУ в компаниях с государственным участием	Наличие рейтинга оценки КУ
Банк России	<p>Основные направления в области КУ¹⁾:</p> <ul style="list-style-type: none"> – овершенствование КУ; – утвержден Кодекс КУ, в котором указаны российские принципы КУ; – ежегодное с 2016 года составление обзоры практик КУ в российских публичных организациях; – осуществляет регулирование, контроль и надзор в сфере корпоративных отношений в акционерных обществах; – разрабатывает рекомендации по внедрению российских принципов КУ 	отсутствует	отсутствует
Минэкономразвития России, в том числе Департамент корпоративного управления	<p>Основные направления в области КУ²⁾:</p> <ul style="list-style-type: none"> – обеспечивает выработку государственной политики по вопросам управления федеральным имуществом; – овершенствует предусмотренные законодательством и разрабатывает новые предложения по внедрению механизмов управления федеральным имуществом, в том числе в части дивидендной политики акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности, и механизмов приватизации. 	отсутствует	отсутствует
Минфин России, в том числе Департамент регулирования имущественных отношений	<p>Основные направления в области КУ[20]:</p> <ul style="list-style-type: none"> – подготовка отчёта об управлении находящихся в федеральной собственности акциями АО и использование специального права на участие Российской Федерации в управлении АО («золотой акции») для представления в Правительство 	отсутствует	отсутствует
Росимущество	<p>Основные направления в области КУ[166]:</p> <ul style="list-style-type: none"> – обеспечивает деятельность представителей Российской Федерации в ревизионных комиссиях АО, акции которых находятся в федеральной собственности; – осуществляет функции в сфере управления имуществом Российской Федерации; – формирование методологической базы для совершенствования стандартов корпоративного управления; – организация отбора и избрания профессиональных директоров в госкомпаниях 	имеется	отсутствует
Российский институт директоров (РИД)	<p>Основные направления в области КУ [165]:</p> <ul style="list-style-type: none"> – между рейтинговым агентством «Эксперт РА» и РИД заключен консорциум, позволяющий РИД единственному в России присваивать национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ - товарный знак, принадлежащий РИД); 	отсутствует	имеется

¹⁾ Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).

²⁾ Министерство экономического развития Российской Федерации : [сайт]. – URL: <http://economy.gov.ru/material/departments/d06/> (дата обращения: 30.08.2022).

Наименование института КУ в России	Сфера деятельности	Наличие Методики самооценки качества КУ в компаниях с государственным участием	Наличие рейтинга оценки КУ
	<p>проводит аудит корпоративного управления по методике PhICS¹⁾;</p> <p>– совместно с Ассоциацией менеджеров России ежегодно готовит рейтинг ТОП-100 Директоров по КУ российских организаций</p>		
Ассоциация менеджеров России (АМР)	<p>Основные направления в области КУ [155]:</p> <p>– улучшает качество управления в стране во всех отраслях экономики;</p> <p>– формирует социально ответственного и национально ориентированного управленческого сообщества;</p> <p>– совместно сРИД ежегодно формирует рейтинг ТОП-100 Директоров по КУ</p>	отсутствует	отсутствует
Национальный совет по корпоративному управлению (НСКУ)	<p>Основные направления в области КУ включают [163]:</p> <p>– одготавливает и выпускает национальные доклады в области КУ;</p> <p>– содействует совершенствованию российского законодательства в сфере КУ;</p> <p>– систематизирует, анализирует и целенаправленно распространяет информацию о практике КУ в российских и зарубежных организациях</p>	отсутствует	отсутствует
Ассоциация по защите прав инвесторов и клиентов финансовых организаций	<p>Основные направления в области КУ²⁾:</p> <p>– деятельность профессиональных членских организаций;</p> <p>– деятельность информационных агентств;</p> <p>– консультирование по вопросам коммерческой деятельности и управления</p>	отсутствует	отсутствует
Ассоциация по защите информационных прав инвесторов (АЗИПИ)	<p>Основные направления в области КУ³⁾:</p> <p>– раскрытие и распространение информации об участниках рынка ценных бумаг (АЗИПИ-Информ - одно из пяти информационных агентств России, уполномоченных Банком России распространять информацию, раскрываемую эмитентами)</p>	отсутствует	отсутствует

Источник: составлено автором.

¹⁾ PhICS -модель корпоративного управления

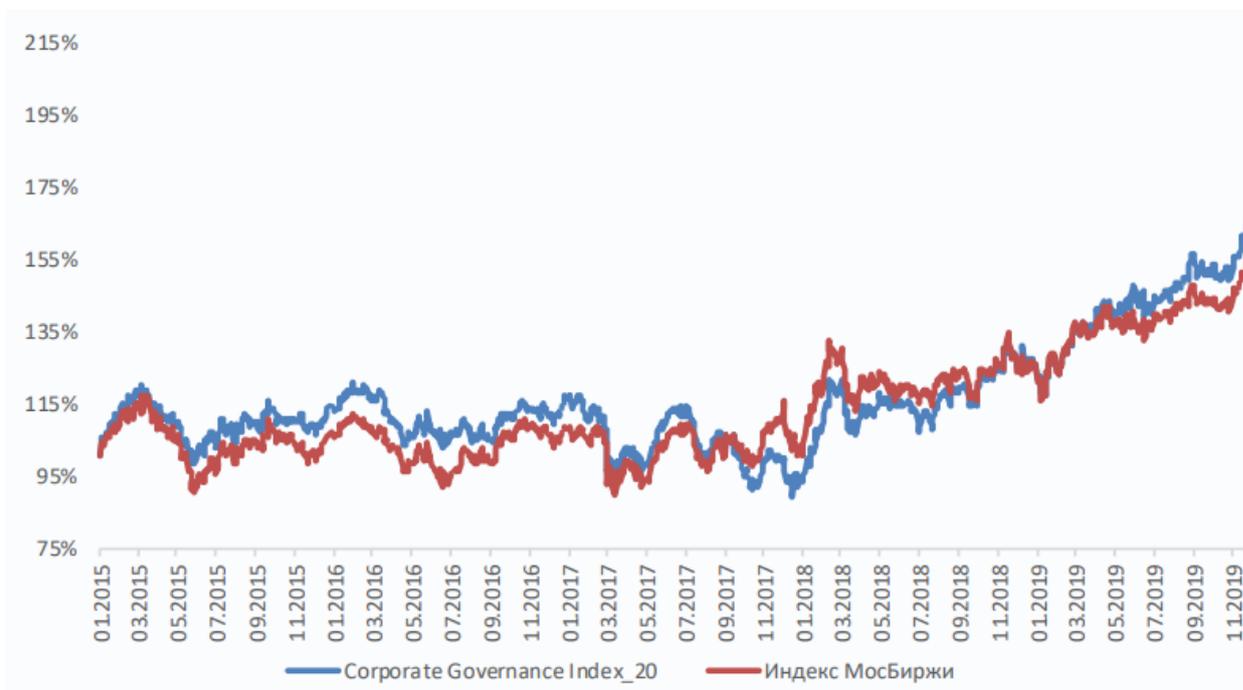
²⁾ Ассоциация по защите прав инвесторов и клиентов финансовых организаций : [сайт]. – URL: <https://www.rusprofile.ru/okved/11347786> (дата обращения: 30.08.2022).

³⁾ Ассоциация защиты информационных прав инвесторов (АЗИПИ) : [сайт]. – URL: <http://www.azipi.ru/> (дата обращения: 30.08.2022).

Приложение Ц

(справочное)

Национальный индекс корпоративного управления за период с 2015 по 2019 год



**Рисунок Ц.1 - Национальный индекс корпоративного управления
за период с 2015 по 2019 г., %**

Источник:[136].

Приложение Ш

(обязательное)

Расчет мультипликаторов организаций включенных и не включенных в рейтинг РИД за период с 2017 по 2019 год

Таблица Ш.1 - Исходные данные для расчета мультипликаторов организаций

В миллионах рублей

НРКУ	Наименование отрасли	Наименование организации	Исходные данные					
			Рыночная цена акций (P)			Выручка (S)		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
8+ - 7++	финансовые посредники	ПАО «Сбербанк»	5046000,00	4188000,00	5728000,00	61,01	60,14	67,95
		ПАО «Банк ВТБ»	1135000,00	960100,00	1116000,00	418,66	27,02	1 242,84
	энергетика	ПАО «РусГидро»	309528,31	206877,96	238764,36	144697,00	162813,00	155 180,09
		ПАО АФК «Система»	116700,00	77200,00	147000,00	19096,03	31192,95	44947,79
		ПАО «Россети»	166936,55	156228,80	279795,06	26510,40	27187,80	39434,92
		ПАО «ФСК ЕЭС»	206600,00	188800,00	255700,00	215999,31	240294,48	242700,17
транспорт	ПАО «Аэрофлот»	153800,00	112400,00	114900,00	446649,42	504696,78	551767,42	
7+ - 6++	финансовые посредники	ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»	-	-	-	39,83	-74,59	-
	энергетика	ПАО «Россети Волга»	18600,00	17700,00	16100,00	59139,03	63591,36	62 880,00
		ПАО «МРСК Центра»	15000,00	12100,00	13400,00	91060,40	93873,50	94505,80
		ПАО «МРСК Центра и Приволжья»	34000,00	29900,00	26900,00	90843,65	93875,89	96343,11
		ПАО «МРСК Юга»	4130,00	4850,00	5510,00	35144,00	36394,02	36966,43
		АО «Сетевая компания»	-	-	-	26990,66	28655,43	28858,94
	транспорт	ПАО «ТрансКонтейнер»	62900,00	60200,00	115000,00	65 170,00	75944,36	84608,01
ПАО «КАМАЗ»		37300,00	37900,00	42700,00	9,36	1,74	1,68	
рейтинг отсутствует	нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	1162092,54	1639067,28	1994901,82	1374515,41	2070008,65	37959,27
		ПАО «Лукойл»	2823019,44	3739500,00	4405472,50	223419,85	264355,24	444471,35
		ПАО «Новатэк»	2048292,02	3438920,17	3833639,95	468541,72	560647,66	528544,38
		ПАО НК «РуссНефть»	171354,31	156295,36	162295,41	12115,21	176365,17	192 302,85
		ПАО «Транснефть»	277 389,70	262 229,66	274 746,41	835 937,34	937 768,18	960 811,81
	энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	104461,31	81724,68	89078,31	196825,16	199046,57	189781,58
		ПАО «ТНС энерго Кубань»	2510,65	2305,15	2340,89	52941,04	55918,55	58708,88
		ПАО «ДЭК»	12125,06	22906,73	16189,72	83525,22	86056,21	97746,20

НРКУ	Наименование отрасли	Наименование организации	Исходные данные					
			Рыночная цена акций (P)			Выручка (S)		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
	энергетическая	ПАО «Волгоградэнергобыт»	394,88	296,38	562,33	26420,79	27732,57	27754,14
	химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	143644,78	181722,72	187099,59	72003,21	7021,77	72440,12
		ПАО «Акрон»	157515,12	189293,78	195049,60	54783,40	67753,91	67112,31
		ПАО «КуйбышевАзот»	20989,10	26592,37	34939,97	43012,60	59655,96	53973,62
		ПАО «ДОРОГОБУЖ»	31778,44	32391,25	0,00	24000,67	27154,81	21650,31
	металлургическая	ПАО «Северсталь»	748250,30	789382,29	788460,80	359530,41	432772,54	457587,90
		ПАО «ММК»	473121,13	479993,34	471165,62	392782,00	458218,00	434868,70
		ПАО «НЛМК»	884540,40	944053,15	858829,46	411806,46	49829,00	421816,32
		ПАО «ТМК»	76493,34	55479,36	60211,12	184726,30	211165,17	229990,03
		ПАО «ЧТПЗ»	56922,13	49978,10	63279,14	116090,57	127013,88	139229,02

Источник: составлено автором.

Таблица Ш.2 - Значения мультипликаторов организаций включенных и не включенных в рейтинг РИД за период с 2017 по 2019 год

НРКУ	Наименование отрасли	Наименование организации	Значение мультипликатора			Значение мультипликатора (средние значения) по отрасли		
			P/S			P/S		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
8+ - 7++	энергетика	ПАО РусГидро»	2,14	1,27	1,54	3,88	2,57	3,24
		ПАО АФК «Система»	6,11	2,47	3,27			
		ПАО «Россети»	6,30	5,75	7,10			
		ПАО «ФСК ЕЭС»	0,96	0,79	1,05			
7+ - 6++	энергетика	ПАО «Россети Волга»	0,31	0,28	0,26	0,24	0,22	0,21
		ПАО «МРСК Центра»	0,16	0,13	0,14			
		ПАО «МРСК Центра и Приволжья»	0,37	0,32	0,28			
		ПАО «МРСК Юга»	0,12	0,13	0,15			
рейтинг отсутствует	энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	0,53	0,41	0,47	0,18	0,18	0,17
		ПАО «ТНС энерго Кубань»	0,05	0,04	0,04			
		ПАО «ДЭК»	0,15	0,27	0,17			
		ПАО «Волгоградэнергобыт»	0,01	0,01	0,02			

Источник: составлено автором.

Приложение Щ

(справочное)

Сравнение уровня соблюдения российских принципов корпоративного управления в зависимости от уровня листинга ценных бумаг за период с 2015 по 2019 год



Рисунок Щ.1 - Сравнение уровня соблюдения российских принципов корпоративного управления в зависимости от уровня листинга ценных бумаг за период с 2015 по 2019 г., %

Источник:[137].

Приложение Э

(обязательное)

Динамика величины перескока капитализации в отсутствие существенных фактов организаций за период с 2017 по 2019 год

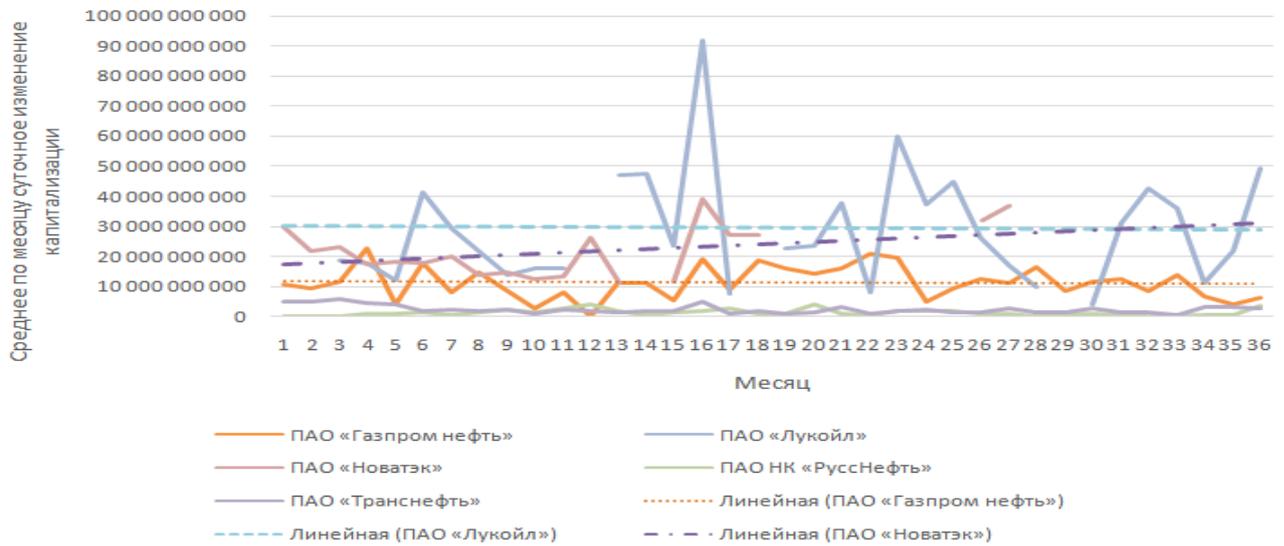


Рисунок Э.1 - Динамика величины перескока капитализации в отсутствие существенных фактов организаций нефтегазовой отрасли

Источник: составлено автором.

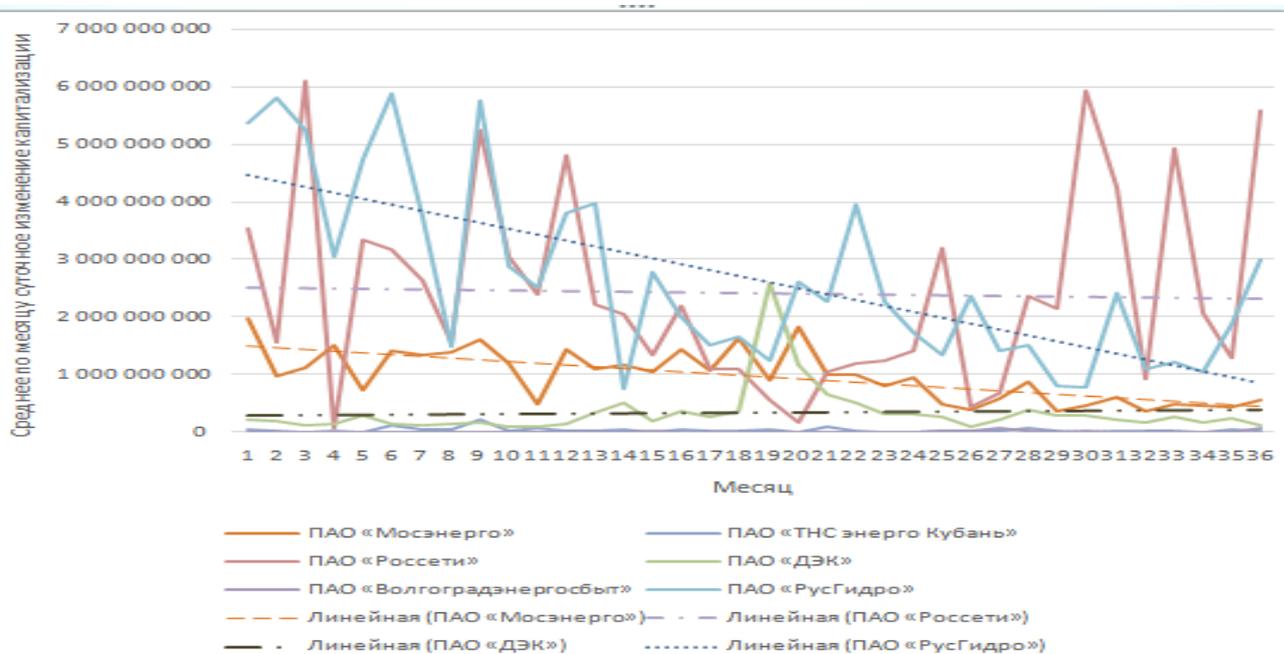


Рисунок Э.2 - Динамика величины перескока капитализации в отсутствие существенных фактов организаций энергетической отрасли

Источник: составлено автором.

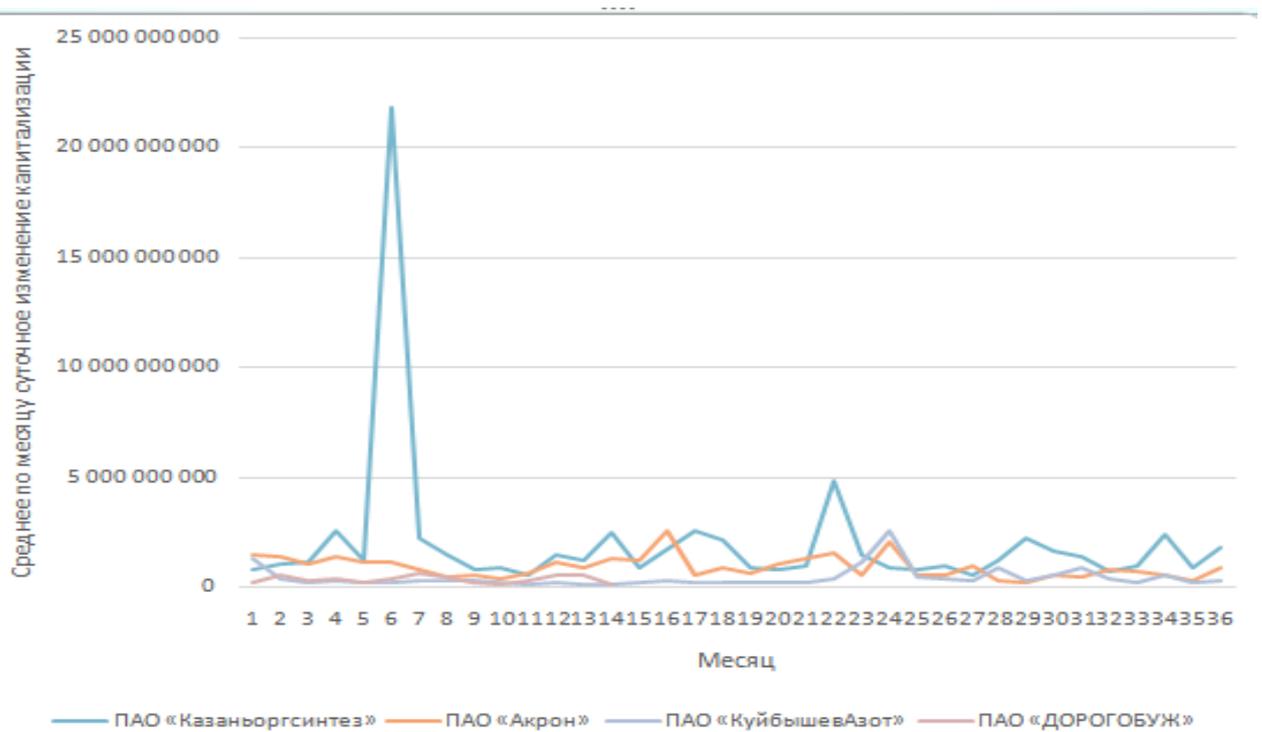


Рисунок Э.3 - Динамика величины перескока капитализации в отсутствие существенных фактов организаций химической отрасли

Источник: составлено автором.

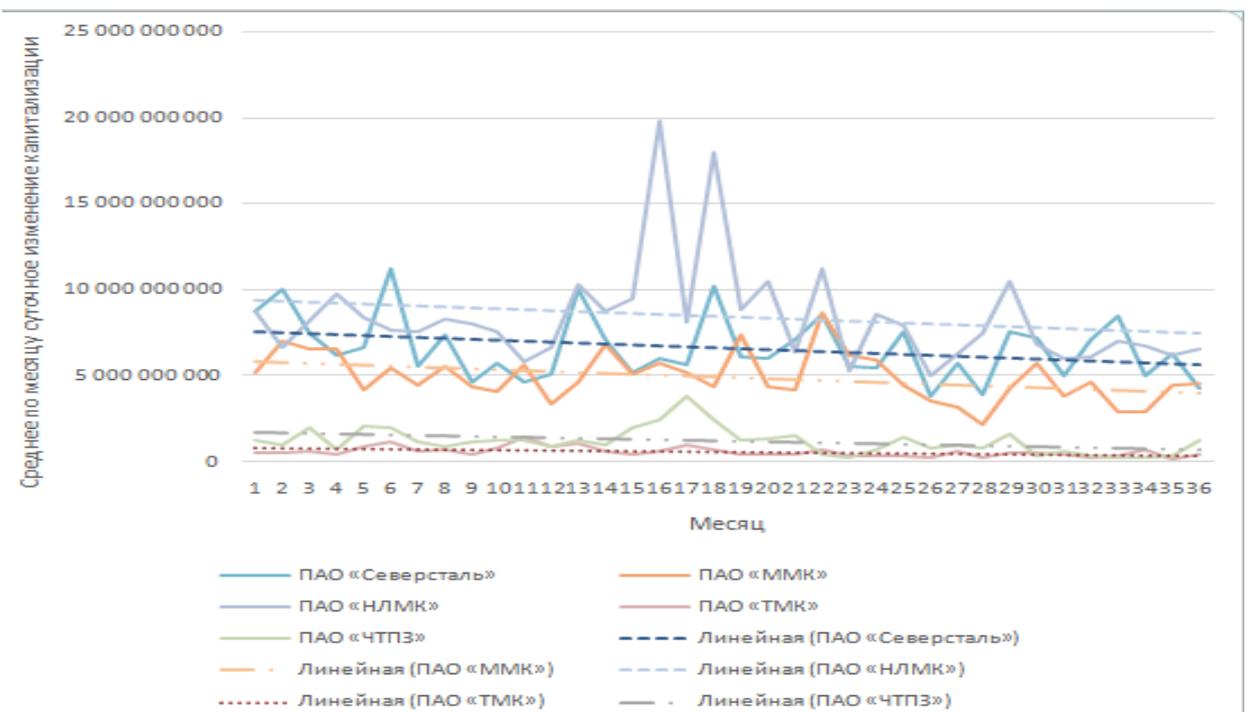


Рисунок Э.4 - Динамика величины перескока капитализации в отсутствие существенных фактов организаций металлургической отрасли

Источник: составлено автором.

Приложение Ю

(обязательное)

Влияние принятия решений совета директоров на уровень капитализации организаций за период с 2017 по 2019 год

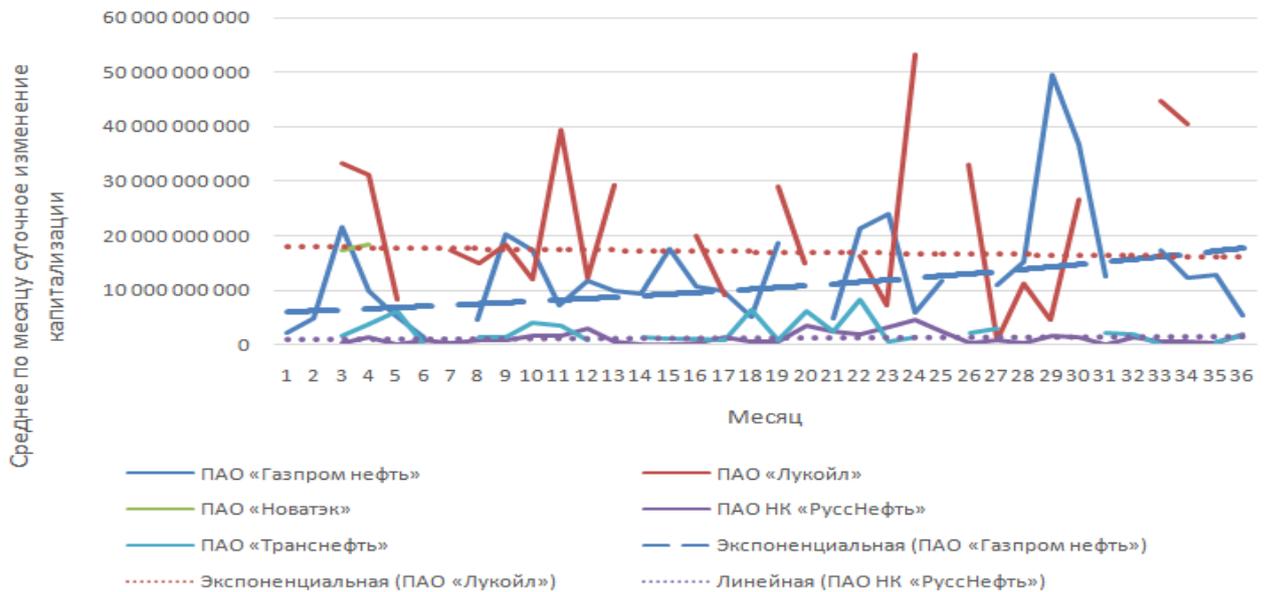


Рисунок Ю.1 - Влияние принятия решений совета директоров на уровень капитализации организаций нефтегазовой отрасли

Источник: составлено автором.

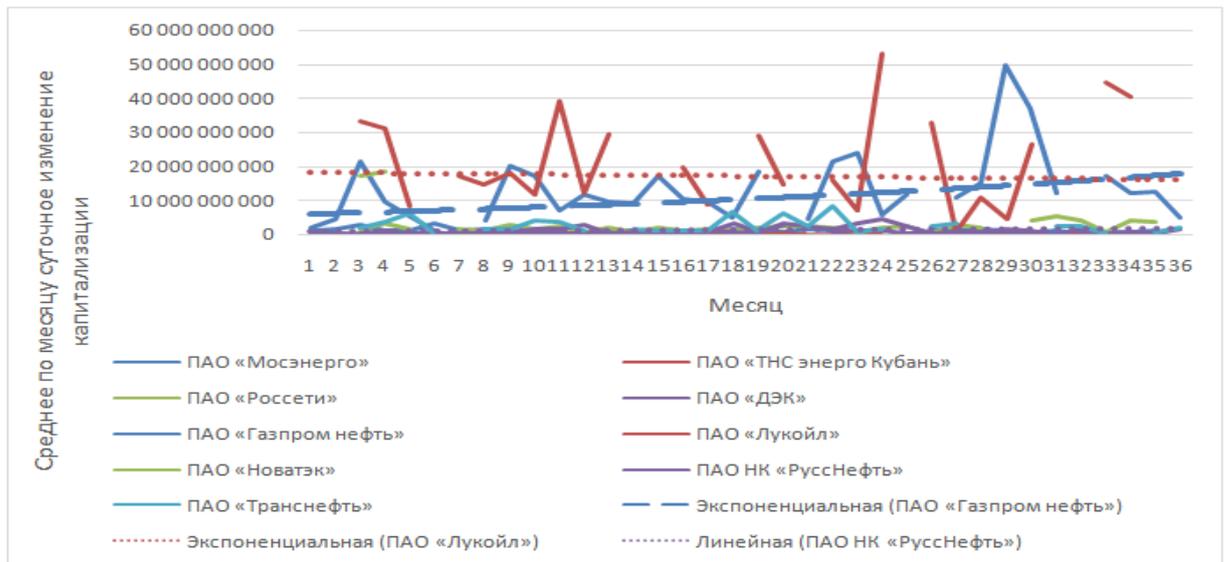


Рисунок Ю.2 – Влияние принятия решений совета директоров на уровень капитализации организаций энергетической отрасли

Источник: составлено автором.

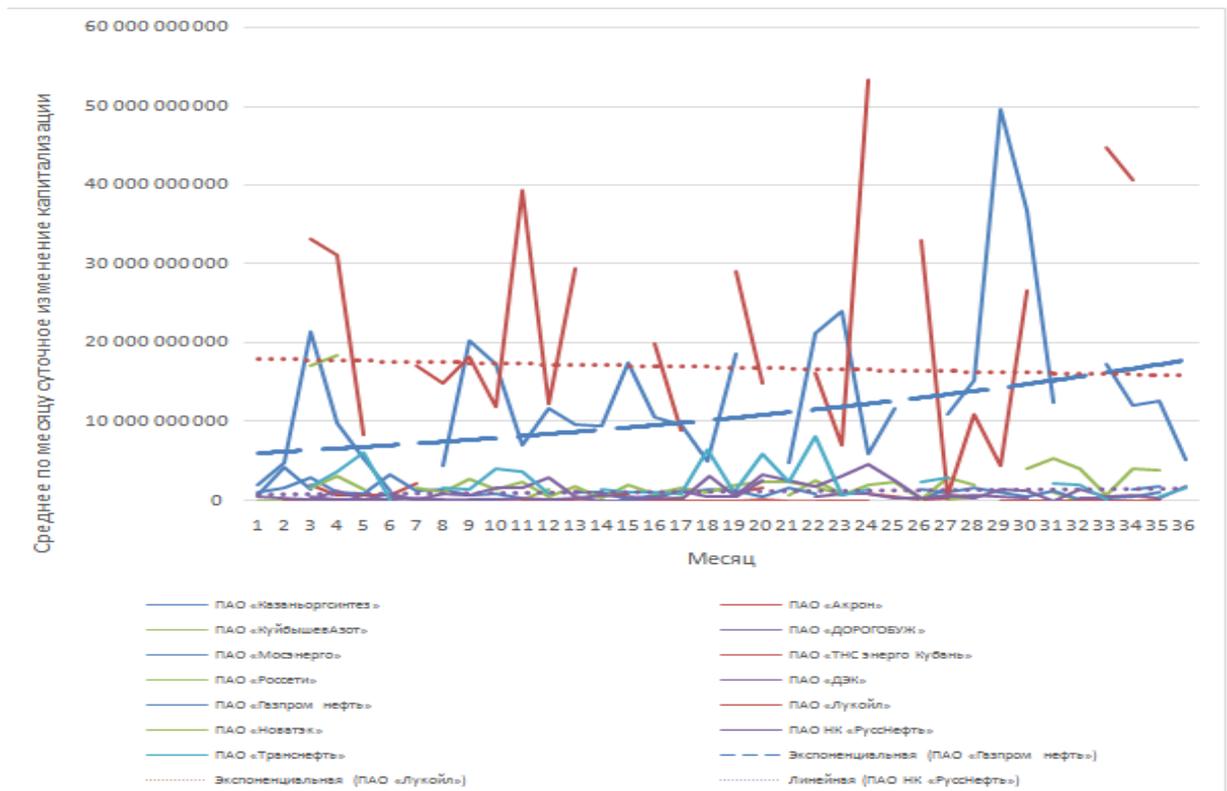


Рисунок Ю.3 – Влияние принятия решений совета директоров на уровень капитализации организаций химической отрасли

Источник: составлено автором.

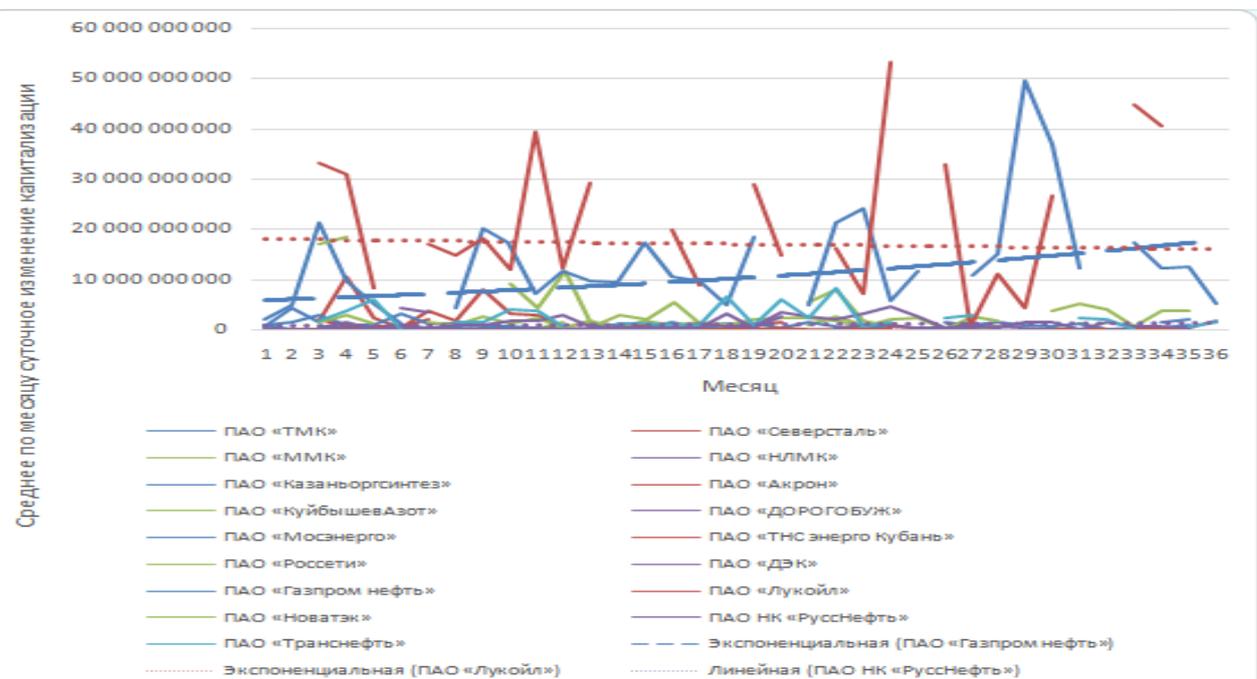


Рисунок Ю.4 – Влияние принятия решений совета директоров на уровень капитализации организаций металлургической отрасли

Источник: составлено автором.

Приложение Я

(обязательное)

Динамика скачков капитализации вследствие направления за пределы Российской Федерации сведений для их раскрытия иностранным инвесторам организаций за период с 2017 по 2019 год

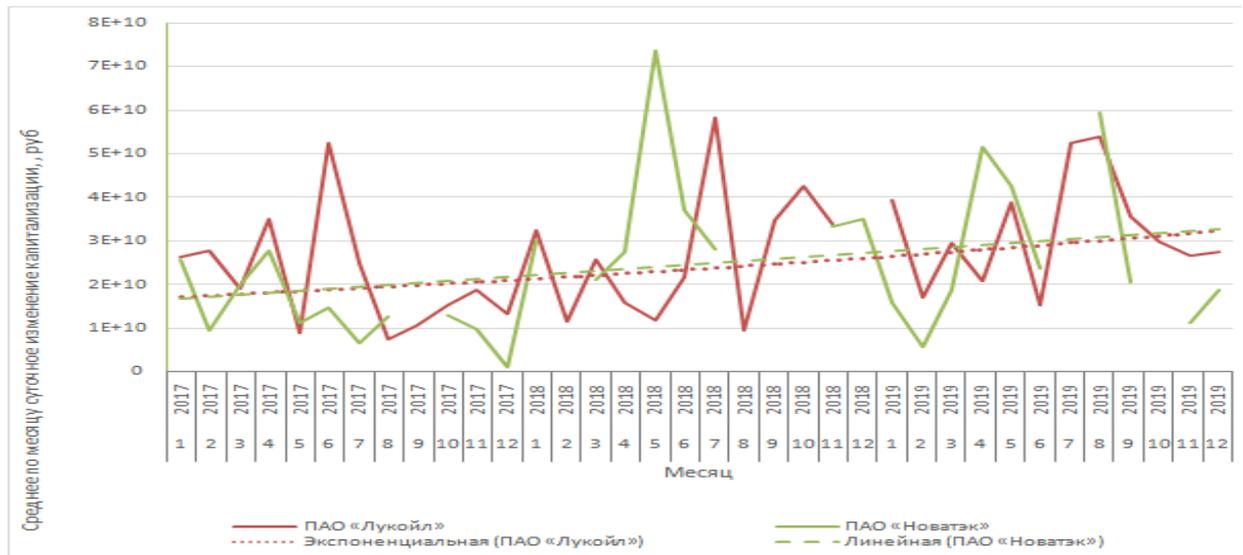


Рисунок Я.1 - Динамика скачков капитализации организаций нефтегазовой отрасли

Источник: составлено автором.



Рисунок Я.2 - Динамика скачков капитализации организаций энергетической отрасли

Источник: составлено автором.

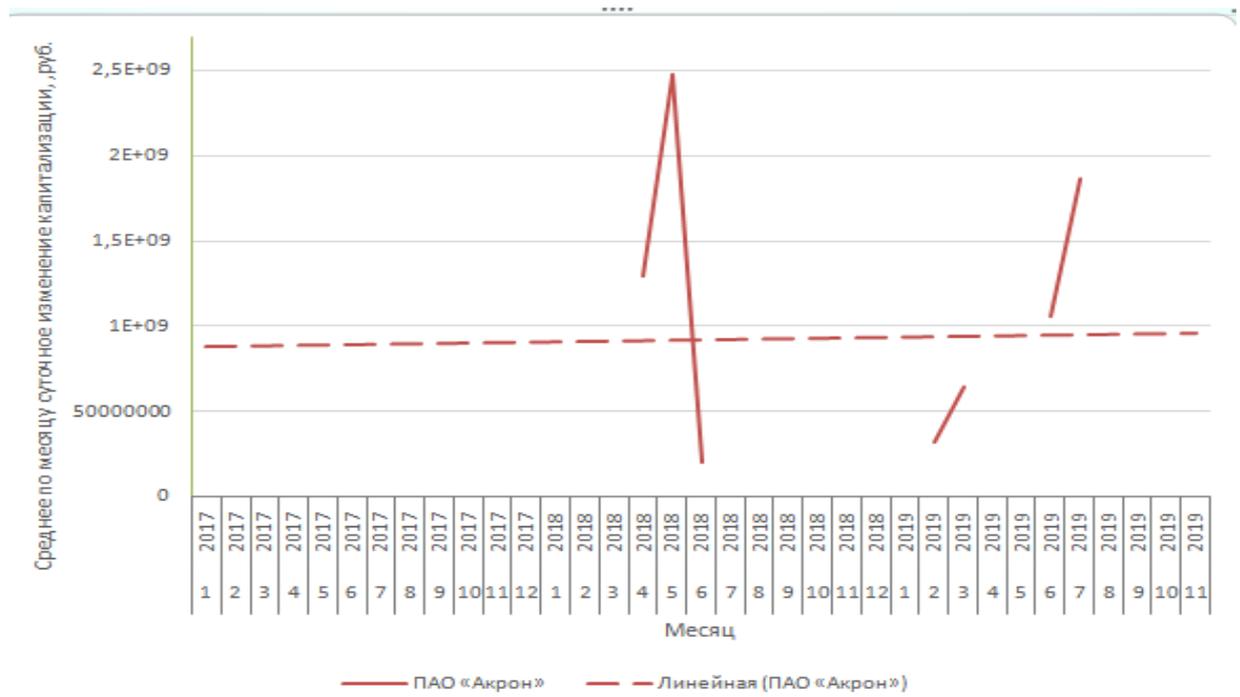


Рисунок Я.3 - Динамика скачков капитализации организаций химической отрасли

Источник: составлено автором.

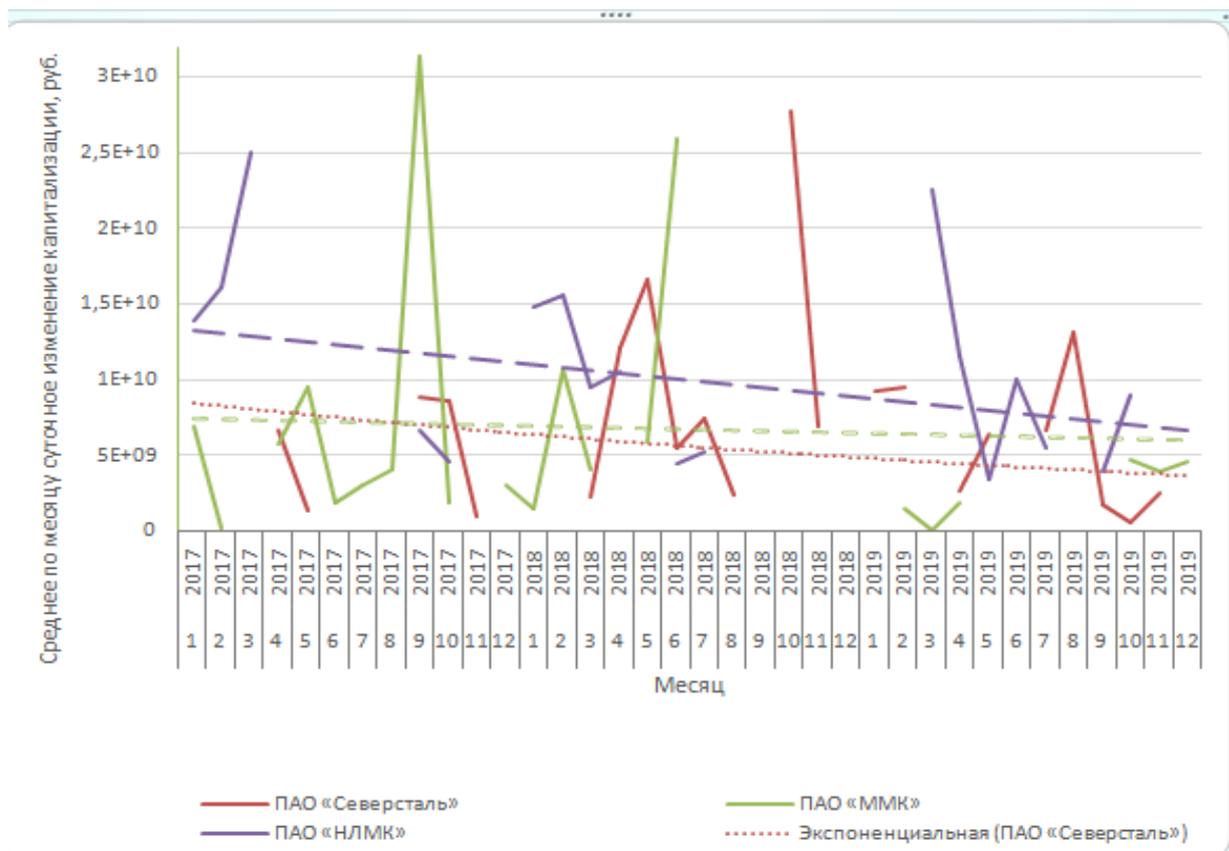


Рисунок Я.4 - Динамика скачков капитализации организаций металлургической отрасли

Источник: составлено автором.

Приложение 1

(обязательное)

Динамика скачков капитализации вследствие начисления или выплаты дохода по эмитированным ценным бумагам за период с 2017 по 2019 год

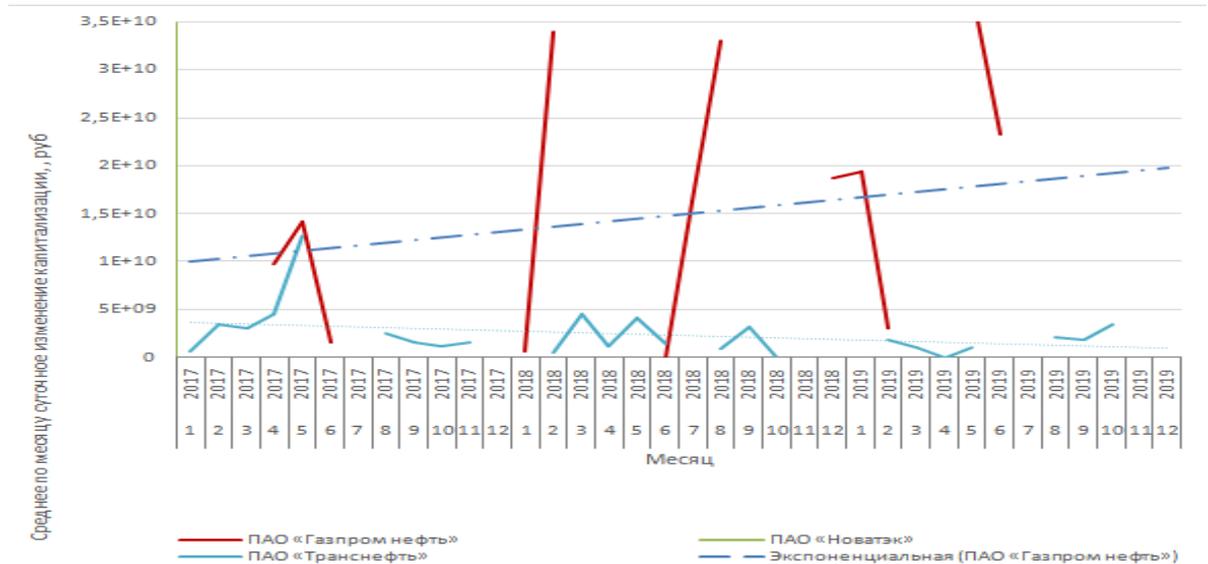


Рисунок 1.1 - Динамика скачков капитализации вследствие начисления или выплаты дохода нефтегазовой отрасли

Источник: составлено автором.

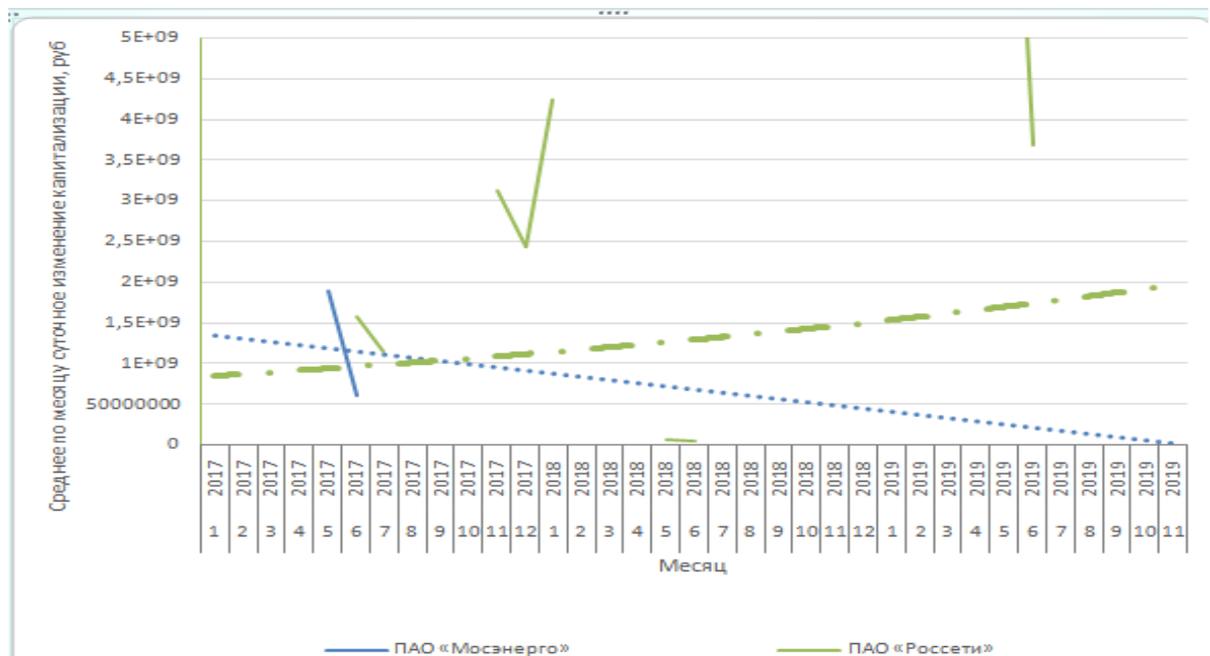


Рисунок 1.2 - Динамика скачков капитализации вследствие начисления или выплаты дохода энергетической отрасли

Источник: составлено автором.

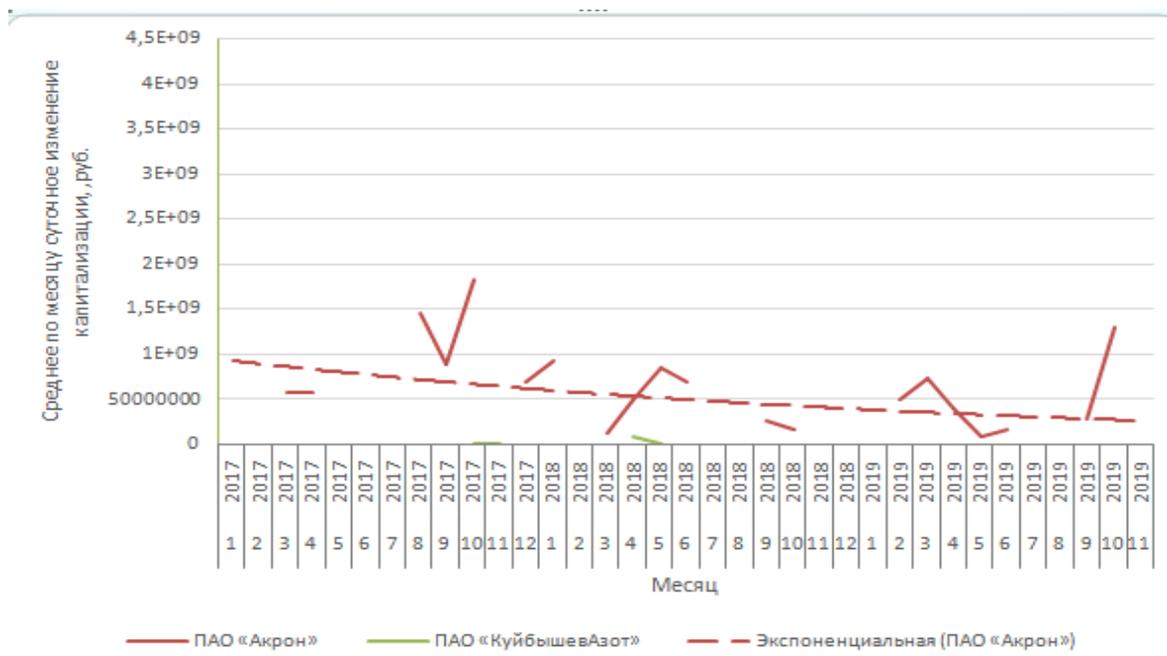


Рисунок 1.3 - Динамика скачков капитализации вследствие начисления или выплаты дохода химической отрасли

Источник: составлено автором.

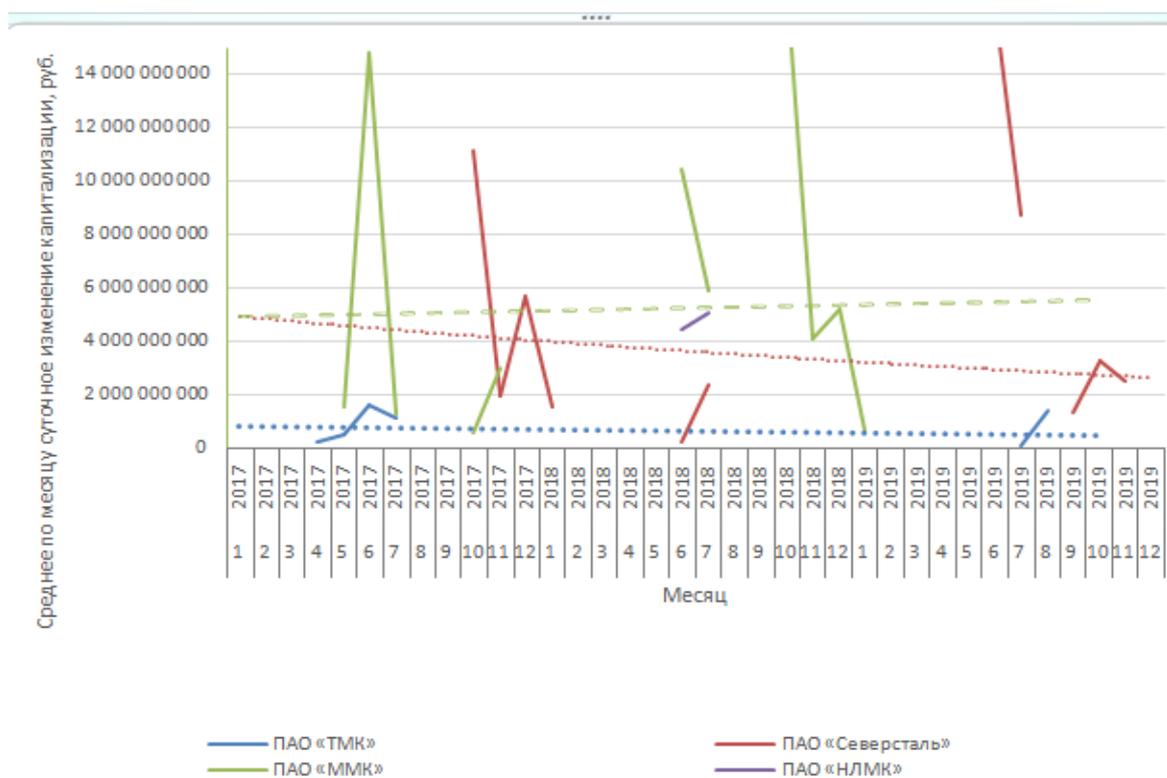


Рисунок 1.4 - Динамика скачков капитализации вследствие начисления или выплаты дохода металлургической отрасли

Источник: составлено автором.

Приложение 2

(обязательное)

Динамика скачков капитализации вследствие раскрытия ежеквартальной отчетности эмитента за период с 2017 по 2019 год

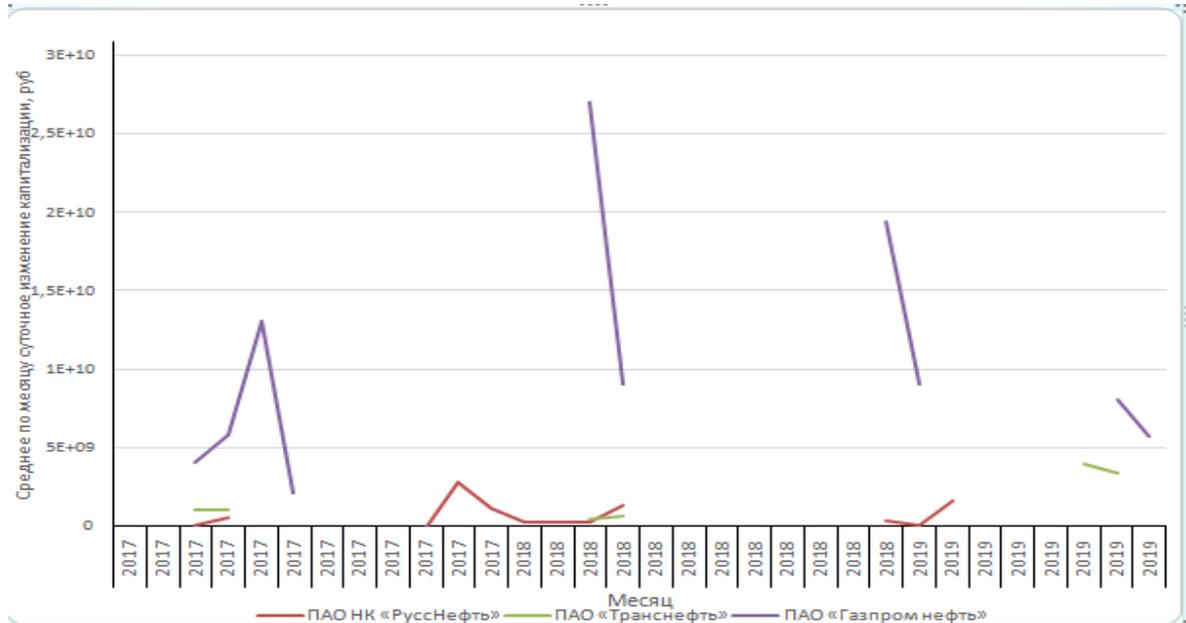


Рисунок 2.1 - Динамика скачков капитализации вследствие раскрытия ежеквартальной отчетности эмитента нефтегазовой отрасли

Источник: составлено автором.

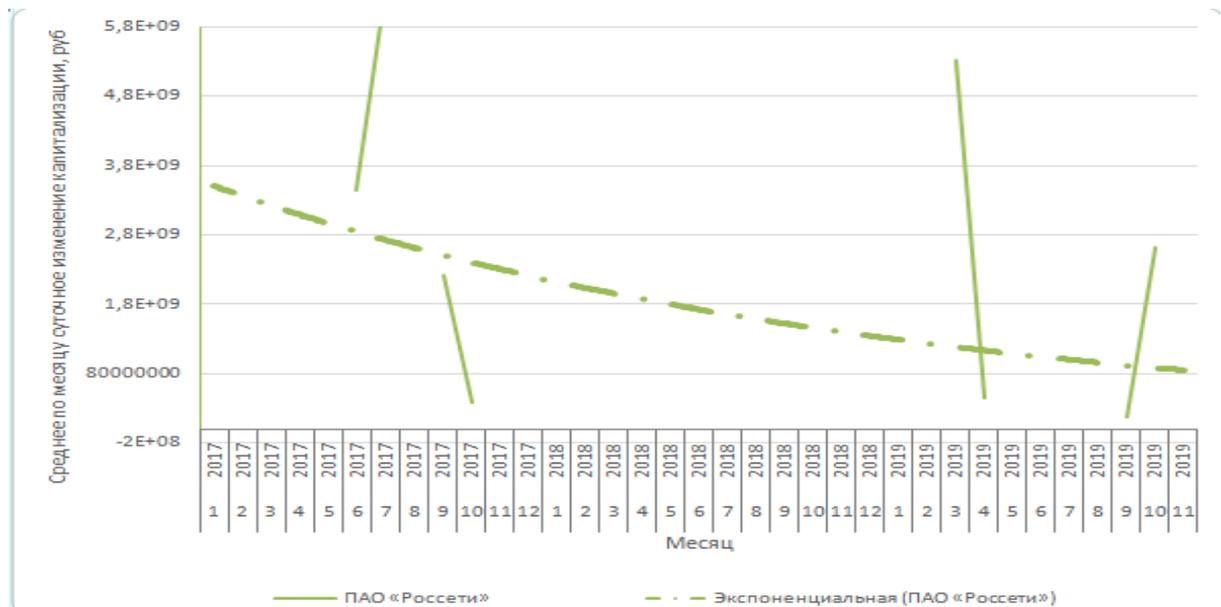


Рисунок 2.2 - Динамика скачков капитализации вследствие раскрытия ежеквартальной отчетности эмитента энергетической отрасли

Источник: составлено автором.

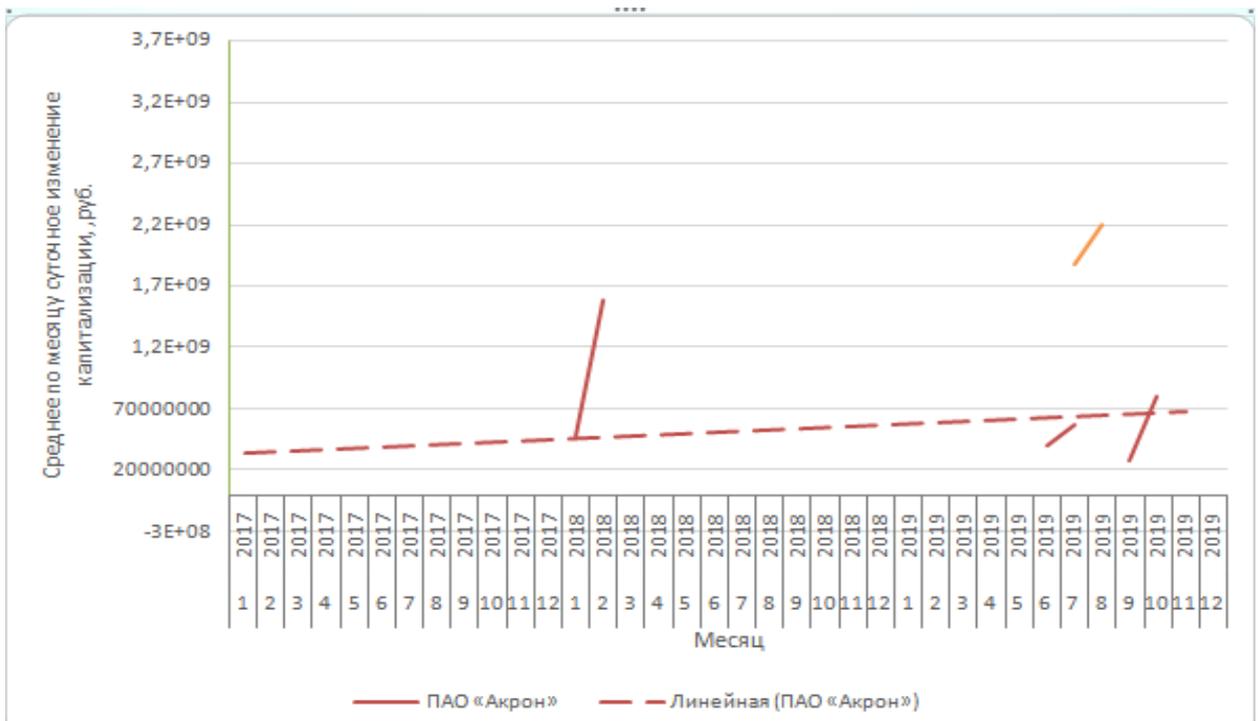


Рисунок 2.3 - Динамика скачков капитализации вследствие раскрытия ежеквартальной отчетности эмитента химической отрасли

Источник: составлено автором.

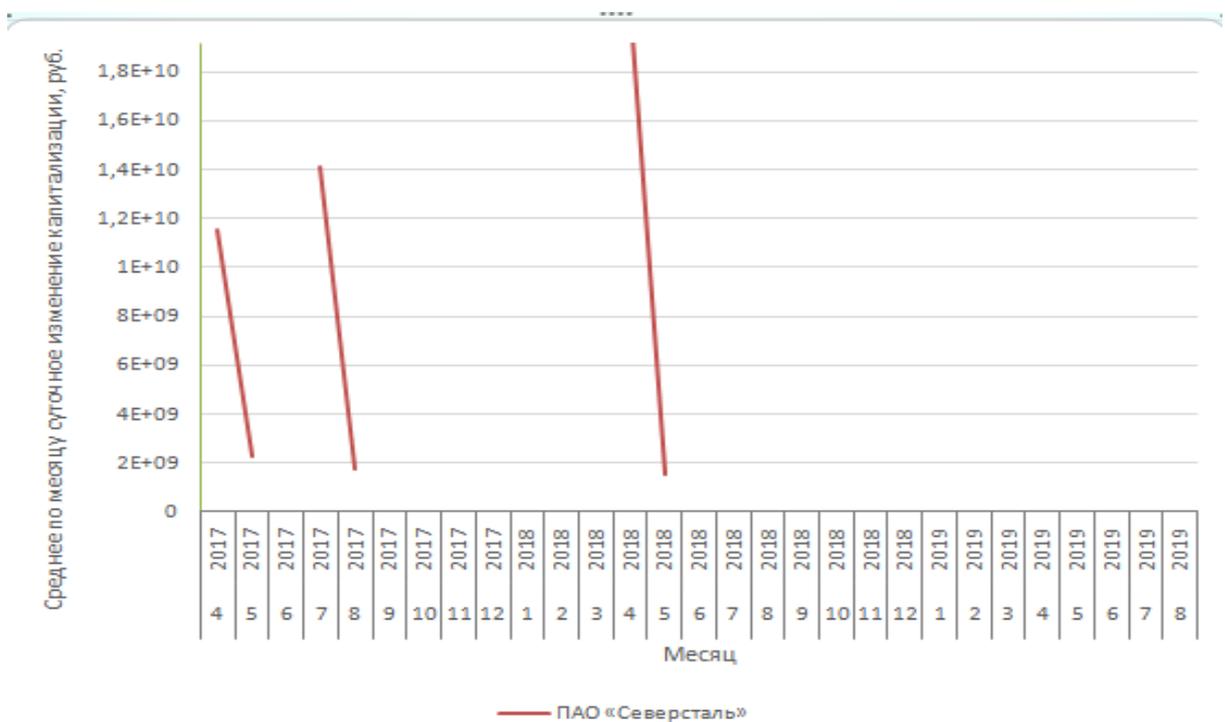


Рисунок 2.4 - Динамика скачков капитализации вследствие раскрытия ежеквартальной отчетности эмитента металлургической отрасли

Источник: составлено автором.

Приложение 3

(обязательное)

Значения уровня капитализации российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год

Таблица 3.1 - Значения капитализации российских публичных акционерных обществ

В миллиардах рублей

Исследуемая отрасль	Организация	Значение капитализации										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	1582,90	1390,89	1370,09	1431,59	699,81	668,04	728,50	1024,35	1162,09	1639,06	1994,90
	ПАО «Лукойл»	2734,34	2883,81	2841,65	3423,66	1723,58	1886,12	2000,95	2915,73	2823,01	3739,50	4405,47
	ПАО «Новатэк»	1317,74	2125,16	2375,63	2066,47	1218,22	1323,82	1807,81	2378,94	2048,29	3438,92	3833,63
	ПАО НК «РуссНефть»	-	-	-	-	-	-	-	164,41	171,35	156,29	162,29
	ПАО «Транснефть»	67,10	93,21	150,14	211,43	132,88	191,63	295,11	309,34	277,38	262,22	274,74
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	257,45	247,16	150,29	122,81	34,68	25,57	32,51	98,63	104,46	81,72	89,07
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	0,40	5,25	3,86	3,03	2,33	1,86	2,63	2,73	2,51	2,30	2,34
	ПАО «Россети»	422,25	676,46	210,63	302,01	126,69	69,40	75,62	228,60	166,93	156,22	279,79
	ПАО «ДЭК»	32,58	45,93	15,60	34,54	8,55	17,20	12,05	11,95	12,12	22,90	16,18
	ПАО «Волгоградэнергообл»	1,42	2,33	1,28	2,12	0,22	0,21	0,39	0,54	0,39	0,29	0,56
	ПАО «РусГидро»	597,95	925,89	559,87	471,06	180,29	202,97	258,75	356,12	309,52	206,87	238,76
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	20,55	25,54	7,92	19,10	12,87	25,42	60,52	77,61	143,64	181,72	187,09
	ПАО «Акрон»	83,25	101,88	61,23	54,21	45,40	74,98	151,96	144,50	157,51	189,29	195,04
	ПАО «КуйбышевАзот»	19,58	20,10	19,48	41,12	21,98	20,55	20,67	21,22	20,98	26,59	34,93
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	41,94	44,14	14,29	28,78	13,80	14,84	28,79	30,72	31,77	32,39	-
Металлургия	ПАО «Северсталь»	436,59	910,95	774,16	622,08	265,97	416,68	512,93	778,15	748,25	789,38	788,46
	ПАО ММК»	530,56	620,69	312,53	227,34	82,37	117,28	206,33	369,59	473,12	479,99	471,16
	ПАО «НЛМК»	993,90	1303,68	752,14	738,41	328,18	389,85	376,31	685,68	884,54	944,05	858,82
	ПАО «ТМК»	216,56	300,35	88,86	75,73	87,69	34,27	60,31	80,42	76,49	55,47	60,21
	ПАО «ЧТПЗ»	58,05	75,32	31,76	20,87	14,03	18,84	19,27	47,47	56,92	49,97	63,27

Источник: [156].

Приложение 4

(обязательное)

Расчет стоимости российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год (V1)

Таблица 4.1 - Расчет денежного потока российских публичных акционерных обществ

В миллиардах рублей

Исследуемая отрасль	Организации по отраслям	Денежный поток организаций										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	-136,68	14,97	2076,36	2506,28	102,58	-711,91	563,21	-719,36	294,53	905,21	-359,65
	ПАО «Лукойл»	-23,19	-12,66	303,58	-111,29	73,33	752,25	741,17	183,25	-46,51	364,35	1005,59
	ПАО «Новатэк»	-28,78	-13,86	78,59	-38,11	-54,69	135,92	-128,09	307,55	155,00	-106,90	9,06
	ПАО НК «РуссНефть»	-2,38	7,20	-25,05	8,70	-17,62	-11,51	0,17	29,54	-8,66	4,30	-8,14
	ПАО «Транснефть»	2166,76	29,74	-1395,50	110,48	-107,54	-83,36	-55,80	-186,02	62,13	-118,05	-170,15
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	-7,52	17,18	-27,42	-132,19	-109,22	76,83	-44,76	50,69	0,43	-44,51	-46,06
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	15,44	1,56	-4,02	0,27	-0,83	3,92	-3,63	5,23	-3,96	-0,39	-0,65
	ПАО «Россети»	12,37	-20,79	116,66	-91,42	36,02	-3,42	100,84	-38,88	220,66	-240,50	54,04
	ПАО «ДЭК»	1,61	7,77	-154,75	-0,11	0,20	1,36	-1,09	0,49	0,16	20,41	-4,77
	ПАО «Волгоградэнерго»	0,80	-0,27	0,39	-0,83	-0,17	-0,37	0,32	-0,14	-0,13	0,23	-0,41
	ПАО «РусГидро»	-31,74	1643,13	222,61	-0,07	-0,05	-0,09	91,85	229,10	99,96	-82,11	-248,08
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	8,26	-1,07	-0,09	7,87	-2,34	27,03	-21,49	6,40	75,19	-36,03	15,09
	ПАО «Акрон»	-4,03	7,25	-7,35	31,64	-12,86	22,32	32,35	-21,29	36,97	-31,19	-13,79
	ПАО «КуйбышевАзот»	-2,00	0,53	5,11	-107,63	-2,13	-7,07	0,95	1,01	0,04	3,81	-3,15
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	0,31	4,70	0,18	-10,74	-4,78	16,44	10,88	-9,49	-9,74	-27,18	25,68
Металлургия	ПАО «Северсталь»	-19,41	-47,98	-91,08	34,90	-141,71	439,07	-134,42	-338,54	-67,75	-510,17	592,14
	ПАО ММК»	-119,00	51,40	0,01	0,53	-63,16	92,64	47,41	-59,92	150,40	137,67	213,38
	ПАО «НЛМК»	-273,77	-158,52	-16,14	85,83	41,77	-169,05	-59,00	184,22	-184,01	471,01	-285,14
	ПАО «ТМК»	-1,14	-0,30	8,78	-9,19	-1,30	18,78	71,43	-25,99	121,73	39,14	-106,32
	ПАО «ЧТПЗ»	-0,89	4,32	7,17	30,59	-34,55	22,53	29,52	37,84	56,68	-29,05	41,97

Источник: составлено автором.

Таблица 4.2 - Расчет ставки дисконтирования российских публичных акционерных обществ нефтегазовой отрасли

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Безрисковая ставка	r_f	8,89	8,16	8,43	8,34	8,74	10,23	9,40	8,95	9,28	8,88	6,6	Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).
Коэффициент бетта	β	0,80	0,67	0,71	0,85	1,27	1,26	1,33	1,78	1,61	1,68	1,27	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).
Рыночная премия за риск	$r_m - r_f$	8,00	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,60	10,17	9,24	7,96	9,43	
Ставка дисконтирования по модели CAPM	r	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58	Расчет автора

Таблица 4.3 - Расчет ставки дисконтирования российских публичных акционерных обществ энергетической отрасли

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Безрисковая ставка	r_f	8,89	8,16	8,43	8,34	8,74	10,23	9,40	8,95	9,28	8,88	6,60	Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).
Коэффициент бетта	β	1,08	1,57	0,89	0,82	1,21	1,51	1,44	1,41	1,37	1,37	1,30	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).
Рыночная премия за риск	$r_m - r_f$	8,00	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,60	10,17	9,24	7,96	9,43	
Ставка дисконтирования по модели CAPM	r	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86	Расчет автора

Таблица 4.4 - Расчет ставки дисконтирования российских публичных акционерных обществ химической отрасли

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Безрисковая ставка	r_f	8,89	8,16	8,43	8,34	8,74	10,23	9,40	8,95	9,28	8,88	6,60	Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).
Коэффициент бетта	β	0,84	1,39	1,64	0,70	1,02	0,99	0,92	1,12	1,03	1,15	1,06	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).
Рыночная премия за риск	$r_m - r_f$	8,00	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,60	10,17	9,24	7,96	9,43	
Ставка дисконтирования по модели CAPM	r	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60	Расчет автора

Таблица 4.5 - Расчет ставки дисконтирования российских публичных акционерных обществ металлургической отрасли

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Безрисковая ставка	r_f	8,89	8,16	8,43	8,34	8,74	10,23	9,40	8,95	9,28	8,88	6,60	Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).
Коэффициент бетта	β	0,84	1,39	1,64	0,90	1,36	1,28	1,29	1,44	1,35	1,50	1,42	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Рыночная премия за риск	$r_m - r_f$	8,00	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,60	10,17	9,24	7,96	9,43	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).
Ставка дисконтирования по модели CAPM	r	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99	Расчет автора

Таблица 4.6 - Значения ставки дисконтирования организаций

В процентах

Исследуемая отрасль	Организации по отраслям	Значение ставки дисконтирования организаций										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
	ПАО «Лукойл»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
	ПАО «Новатэк»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
	ПАО НК «РуссНефть»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
	ПАО «Транснефть»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «Россети»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «ДЭК»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «Волгоградэнерго»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «РусГидро»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60
	ПАО «Акрон»	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60
	ПАО «КуйбышевАзот»	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60
Металлургия	ПАО «Северсталь»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99
	ПАО ММК»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99
	ПАО «НЛМК»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99
	ПАО «ТМК»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99
	ПАО «ЧТПЗ»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99

Источник: составлено автором.

Таблица 4.7 – Стоимость российских публичных акционерных обществ (V1)

В миллиардах рублей

Исследуемая отрасль	Организация	Стоимость организации										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	-1,61	0,19	25,72	31,14	1,21	-7,20	6,19	-8,33	3,26	10,50	-5,60
	ПАО «Лукойл»	-0,27	-0,16	3,76	-1,38	0,87	7,61	8,14	2,12	-0,52	4,22	15,66
	ПАО «Новатэк»	-0,34	-0,18	0,97	-0,47	-0,65	1,38	-1,41	3,56	1,72	-1,24	0,14
	ПАО НК «РуссНефть»	-0,03	0,09	-0,31	0,11	-0,21	-0,12	0,00	0,34	-0,10	0,05	-0,13
	ПАО «Транснефть»	25,56	0,38	-17,29	1,37	-1,27	-0,84	-0,61	-2,15	0,69	-1,37	-2,65
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	-0,09	0,22	-0,34	-1,64	-1,29	0,78	-0,49	0,59	0,00	-0,52	-0,72
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	0,18	0,02	-0,05	0,00	-0,01	0,04	-0,04	0,06	-0,04	0,00	-0,01
	ПАО «Россети»	0,15	-0,27	1,44	-1,14	0,43	-0,03	1,11	-0,45	2,45	-2,79	0,84
	ПАО «ДЭК»	0,02	0,10	-1,91	0,00	0,00	0,01	-0,01	0,01	0,00	0,24	-0,07
	ПАО «Волгоградэнерго»	0,01	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01
	ПАО «РусГидро»	-0,37	20,99	2,75	0,00	0,00	0,00	1,01	2,66	1,11	-0,95	-3,86
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	0,10	-0,01	0,00	0,10	-0,03	0,27	-0,24	0,07	0,84	-0,42	0,24
	ПАО «Акрон»	-0,05	0,09	-0,09	0,39	-0,15	0,23	0,36	-0,25	0,41	-0,36	-0,22
	ПАО «КуйбышевАзот»	-0,02	0,01	0,06	-1,34	-0,03	-0,07	0,01	0,01	0,00	0,04	-0,05
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	0,00	0,06	0,00	-0,13	-0,06	0,17	0,12	-0,11	-0,11	-0,32	0,40
Металлургия	ПАО «Северсталь»	-0,23	-0,61	-1,12	0,43	-1,67	4,44	-1,48	-3,93	-0,75	-5,92	9,21
	ПАО ММК»	-1,40	0,66	0,00	0,01	-0,75	0,94	0,52	-0,70	1,67	1,60	3,32
	ПАО «НЛМК»	-3,23	-2,03	-0,20	1,07	0,49	-1,71	-0,65	2,14	-2,04	5,47	-4,43
	ПАО «ТМК»	-0,01	0,00	0,11	-0,11	-0,02	0,19	0,78	-0,30	1,35	0,45	-1,65
	ПАО «ЧТПЗ»	-0,01	0,06	0,09	0,38	-0,41	0,23	0,32	0,44	0,63	-0,34	0,65

Источник: составлено автором.

Приложение 5

(обязательное)

Расчет стоимости российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год (V2)

Таблица 5.1 - Расчет денежного потока российских публичных акционерных обществ

В миллиардах рублей

Исследуемая отрасль	Организации по отраслям	Денежный поток организаций										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	61,69	207,71	187,78	120,67	380,23	725,10	506,97	451,99	461,67	349,74	302,51
	ПАО «Лукойл»	15,35	14,10	39,08	15,55	12,39	72,48	127,23	132,43	121,54	157,29	250,61
	ПАО «Новатэк»	8,62	5,65	13,49	10,65	5,76	32,50	20,56	43,08	20,72	10,89	7,70
	ПАО НК «РуссНефть»	0,90	1,10	1,44	2,60	1,24	1,19	1,36	2,76	1,71	2,44	1,36
	ПАО «Транснефть»	268,66	271,40	135,08	76,29	68,42	70,96	79,55	54,90	60,72	56,13	36,23
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	2,07	28,31	25,57	12,35	1,61	9,45	4,96	10,04	20,50	16,09	11,45
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	0,05	0,21	0,16	0,20	0,18	0,57	0,20	0,73	0,33	0,29	0,23
	ПАО «Россети»	2,53	0,85	12,52	3,38	6,98	6,64	16,72	12,84	34,90	10,85	16,26
	ПАО «ДЭК»	0,26	1,04	0,05	0,04	0,06	0,20	0,09	0,14	0,15	2,19	1,72
	ПАО «Волгоградэнерго»	0,17	0,15	0,19	0,10	0,09	0,05	0,08	0,07	0,05	0,08	0,03
	ПАО «РусГидро»	37,58	8,37	30,63	23,82	18,55	9,03	18,14	40,95	50,93	42,97	18,16
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	1,01	0,91	0,90	1,62	1,40	4,14	2,29	2,72	10,33	6,96	8,05
	ПАО «Акрон»	2,14	1,34	0,66	3,51	2,13	3,69	6,79	3,33	7,16	4,41	2,58
	ПАО «КуйбышевАзот»	0,40	0,45	0,98	0,67	0,54	0,10	0,13	0,20	0,20	0,61	0,21
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	0,35	0,80	1,99	0,83	0,51	3,73	6,66	4,55	3,12	1,01	3,40
Металлургия	ПАО «Северсталь»	21,95	17,15	30,81	34,30	20,13	98,72	111,67	62,80	55,22	11,15	65,68
	ПАО ММК»	3,47	8,36	9,19	9,13	3,14	14,91	23,33	14,94	29,52	48,73	65,27
	ПАО «НЛМК»	29,24	13,49	11,75	19,69	25,32	17,87	14,63	27,80	8,91	60,34	26,64
	ПАО «ТМК»	0,04	0,01	0,94	0,01	0,01	2,05	9,76	6,76	19,02	23,00	12,31
	ПАО «ЧТПЗ»	0,01	0,44	1,16	4,21	0,76	3,01	5,80	9,34	15,15	13,63	16,96

Источник: составлено автором.

Таблица 5.2 - Расчет ставки дисконтирования российских публичных акционерных обществ нефтегазовой отрасли

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Безрисковая ставка	r_f	8,89	8,16	8,43	8,34	8,74	10,23	9,40	8,95	9,28	8,88	6,60	Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).
Коэффициент бетта	β	0,80	0,67	0,71	0,85	1,27	1,26	1,33	1,78	1,61	1,68	1,27	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).
Рыночная премия за риск	$r_m - r_f$	8,00	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,60	10,17	9,24	7,96	9,43	
Ставка дисконтирования по модели CAPM	r	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58	Расчет автора

Таблица 5.3 - Расчет ставки дисконтирования российских публичных акционерных обществ энергетической отрасли

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Безрисковая ставка	r_f	8,89	8,16	8,43	8,34	8,74	10,23	9,40	8,95	9,28	8,88	6,60	Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).
Коэффициент бетта	β	1,08	1,57	0,89	0,82	1,21	1,51	1,44	1,41	1,37	1,37	1,30	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).
Рыночная премия за риск	$r_m - r_f$	8,00	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,60	10,17	9,24	7,96	9,43	
Ставка дисконтирования по модели CAPM	r	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86	Расчет автора

Таблица 5.4 - Расчет ставки дисконтирования российских публичных акционерных обществ химической отрасли

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Безрисковая ставка	r_f	8,89	8,16	8,43	8,34	8,74	10,23	9,40	8,95	9,28	8,88	6,60	Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).
Коэффициент бетта	β	0,84	1,39	1,64	0,70	1,02	0,99	0,92	1,12	1,03	1,15	1,06	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).
Рыночная премия за риск	$r_m - r_f$	8,00	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,60	10,17	9,24	7,96	9,43	
Ставка дисконтирования по модели CAPM	r	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60	Расчет автора

Таблица 5.5 - Расчет ставки дисконтирования российских публичных акционерных обществ металлургической отрасли

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Безрисковая ставка	r_f	8,89	8,16	8,43	8,34	8,74	10,23	9,40	8,95	9,28	8,88	6,60	Банк России : [сайт]. – URL: https://cbr.ru/finmarket/supervision/sv_ra/ (дата обращения: 30.08.2022).
Коэффициент бетта	β	0,84	1,39	1,64	0,90	1,36	1,28	1,29	1,44	1,35	1,50	1,42	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).

Наименование показателя	Обозначение показателя	Период											Источник информации
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Рыночная премия за риск	$r_m - r_f$	8,00	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,60	10,17	9,24	7,96	9,43	Дамодаран А.: [сайт]. – URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (дата обращения: 30.08.2022).
Ставка дисконтирования по модели CAPM	r	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99	Расчет автора

Таблица 5.6 - Значения ставки дисконтирования организаций

В процентах

Исследуемая отрасль	Организации по отраслям	Значение ставки дисконтирования организаций										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
	ПАО «Лукойл»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
	ПАО «Новатэк»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
	ПАО НК «РуссНефть»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
	ПАО «Транснефть»	15,29	12,78	13,58	15,39	18,98	19,55	20,83	27,05	24,16	22,25	18,58
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «Россети»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «ДЭК»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «Волгоградэнерго»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
	ПАО «РусГидро»	17,53	18,99	14,88	15,11	18,48	21,43	21,78	23,29	21,94	19,79	18,86
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60
	ПАО «Акрон»	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60
	ПАО «КуйбышевАзот»	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	15,61	17,75	20,32	14,11	16,97	17,57	17,35	20,34	18,80	18,03	16,60
Металлургия	ПАО «Северсталь»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99
	ПАО ММК»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99
	ПАО «НЛМК»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99
	ПАО «ТМК»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99
	ПАО «ЧТПЗ»	15,61	17,75	20,32	15,79	19,72	19,70	20,47	23,59	21,75	20,82	19,99

Источник: составлено автором.

Таблица 5.7 – Стоимость российских публичных акционерных обществ (V2)

В миллиардах рублей

Исследуемая отрасль	Организация	Стоимость организации										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	7,28	26,73	23,26	14,99	44,94	73,36	55,68	52,32	51,13	40,55	47,10
	ПАО «Лукойл»	1,81	1,81	4,84	1,93	1,46	7,33	13,97	15,33	13,46	18,24	39,02
	ПАО «Новатэк»	1,02	0,73	1,67	1,32	0,68	3,29	2,26	4,99	2,29	1,26	1,20
	ПАО НК «РуссНефть»	0,11	0,14	0,18	0,32	0,15	0,12	0,15	0,32	0,19	0,28	0,21
	ПАО «Транснефть»	31,70	34,92	16,74	9,48	8,09	7,18	8,74	6,35	6,73	6,51	5,64
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	0,24	3,62	3,16	1,53	0,19	0,95	0,54	1,17	2,27	1,87	1,78
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	0,01	0,03	0,02	0,02	0,02	0,06	0,02	0,08	0,04	0,03	0,04
	ПАО «Россети»	0,30	0,11	1,55	0,42	0,83	0,67	1,83	1,49	3,87	1,26	2,53
	ПАО «ДЭК»	0,03	0,13	0,01	0,00	0,01	0,02	0,01	0,02	0,02	0,25	0,27
	ПАО «Волгоградэнерго»	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
	ПАО «РусГидро»	4,42	1,07	3,79	2,96	2,19	0,91	1,99	4,76	5,65	4,99	2,83
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	0,12	0,12	0,11	0,20	0,17	0,42	0,25	0,32	1,15	0,81	1,26
	ПАО «Акрон»	0,25	0,17	0,08	0,44	0,25	0,37	0,75	0,39	0,80	0,51	0,40
	ПАО «КуйбышевАзот»	0,05	0,06	0,12	0,08	0,06	0,01	0,01	0,02	0,02	0,07	0,03
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	0,04	0,10	0,24	0,10	0,06	0,38	0,73	0,53	0,35	0,12	0,53
Металлургия	ПАО «Северсталь»	2,59	2,19	3,79	4,26	2,38	9,99	12,26	7,29	6,14	1,29	10,21
	ПАО ММК»	0,41	1,07	1,13	1,13	0,37	1,51	2,56	1,74	3,28	5,66	10,15
	ПАО «НЛМК»	3,45	1,73	1,44	2,45	2,99	1,81	1,61	3,23	0,99	7,00	4,14
	ПАО «ТМК»	0,00	0,00	0,12	0,00	0,00	0,21	1,07	0,78	2,11	2,67	1,91
	ПАО «ЧТПЗ»	0,00	0,06	0,14	0,52	0,09	0,30	0,64	1,08	1,68	1,58	2,64

Источник: составлено автором.

Приложение 6

(обязательное)

Значения переменных факторов российских публичных акционерных обществ за период с 2009 по 2019 год (x1-x4)

Таблица 6.1 - Значения выручки российских публичных акционерных обществ (x1)

В миллиардах рублей

Исследуемая отрасль	Организация	Выручка										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	503,81	598,38	824,39	905,51	1178,06	1249,47	1272,98	1233,85	1374,52	2070,01	37,96
	ПАО «Лукойл»	536,71	35,04	35,11	39,91	260,01	242,88	259,20	316,54	223,42	264,36	444,47
	ПАО «Новатэк»	77,74	106,95	151,94	169,86	245,08	318,92	412,70	429,34	468,54	560,65	528,54
	ПАО НК «РуссНефть»	116,14	139,08	160,60	162,80	147,03	102,43	99,10	97,39	123,12	176,37	192,30
	ПАО «Транснефть»	318,52	397,55	632,78	687,14	704,71	717,35	756,94	803,08	835,94	937,77	960,81
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	112,23	143,76	160,82	155,44	154,12	158,82	164,51	190,34	196,83	199,05	189,78
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	21,88	30,88	35,78	34,18	37,86	39,08	44,26	49,56	52,94	55,92	58,71
	ПАО «Россети»	3,44	4,00	4,44	4,62	6,10	6,24	6,51	26,66	26,51	27,19	39,43
	ПАО «ДЭК»	47,50	54,89	58,21	60,04	62,00	64,66	70,43	77,47	83,53	86,06	97,75
	ПАО «Волгоградэнерго»	15,36	19,28	19,67	19,30	19,74	20,91	22,46	24,57	26,42	27,73	27,75
	ПАО «РусГидро»	79,00	88,98	92,50	94,21	108,79	108,48	107,10	115,03	144,70	162,81	155,18
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	22,50	33,73	37,02	45,46	46,13	54,48	68,60	75,41	72,00	79,02	72,44
	ПАО «Акрон»	18,99	22,75	33,25	36,06	33,42	39,40	50,38	50,22	54,78	67,75	67,11
	ПАО «КуйбышевАзот»	16,04	21,08	31,22	28,35	28,05	30,87	38,09	37,91	43,01	59,66	53,97
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	9,92	10,96	16,66	15,10	17,36	16,13	26,65	23,25	24,00	27,15	21,65
Металлургия	ПАО «Северсталь»	143,57	209,77	254,27	223,61	212,90	233,63	278,61	305,31	359,53	432,77	457,59
	ПАО ММК»	137,32	201,82	247,29	243,06	224,64	266,48	314,12	339,11	392,78	458,22	434,87
	ПАО «НЛМК»	128,57	179,93	221,18	240,12	225,49	262,74	318,59	335,24	411,81	493,83	421,82
	ПАО «ТМК»	0,81	0,91	0,96	1,04	1,11	1,19	83,24	143,46	184,73	211,17	229,99
	ПАО «ЧТПЗ»	24,65	42,70	76,65	84,05	82,72	97,18	112,29	99,81	116,09	127,01	139,23

Источник: составлено автором.

Таблица 6.2 - Рентабельность продаж российских публичных акционерных обществ (х2)

Исследуемая отрасль	Организация	Рентабельность продаж										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	0,072	0,064	0,018	0,002	0,015	0,007	0,132	0,072	0,064	0,018	0,002
	ПАО «Лукойл»	0,830	0,835	0,822	0,855	0,706	0,800	0,887	0,830	0,835	0,822	0,855
	ПАО «Новатэк»	0,258	0,261	0,205	0,190	0,206	0,209	0,181	0,258	0,261	0,205	0,190
	ПАО НК «РуссНефть»	0,043	-0,026	0,038	0,084	0,110	0,166	0,152	0,043	-0,026	0,038	0,084
	ПАО «Транснефть»	0,017	0,017	0,028	0,061	0,074	0,061	0,109	0,017	0,017	0,028	0,061
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	0,088	0,077	0,091	0,130	0,171	0,142	0,092	0,088	0,077	0,091	0,130
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	0,013	0,025	0,027	0,011	0,012	0,015	0,019	0,013	0,025	0,027	0,011
	ПАО «Россети»	0,475	0,381	0,333	0,838	0,830	0,828	0,882	0,475	0,381	0,333	0,838
	ПАО «ДЭК»	0,000	-0,004	0,012	0,040	0,033	0,025	0,025	0,000	-0,004	0,012	0,040
	ПАО «Волгоградэнерго»	-0,005	0,013	0,034	0,047	0,036	0,024	0,032	-0,005	0,013	0,034	0,047
	ПАО «РусГидро»	0,459	0,397	0,403	0,510	0,421	0,405	0,395	0,459	0,397	0,403	0,510
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	0,131	0,215	0,359	0,352	0,273	0,309	0,234	0,131	0,215	0,359	0,352
	ПАО «Акрон»	0,276	0,386	0,431	0,288	0,243	0,336	0,262	0,276	0,386	0,431	0,288
	ПАО «КуйбышевАзот»	0,131	0,133	0,259	0,130	0,095	0,163	0,069	0,131	0,133	0,259	0,130
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	0,257	0,253	0,436	0,245	0,279	0,273	0,153	0,257	0,253	0,436	0,245
Металлургия	ПАО «Северсталь»	0,071	0,170	0,241	0,222	0,193	0,233	0,138	0,071	0,170	0,241	0,222
	ПАО ММК»	0,054	0,153	0,229	0,235	0,220	0,254	0,191	0,054	0,153	0,229	0,235
	ПАО «НЛМК»	-0,003	0,127	0,172	0,170	0,166	0,230	0,144	-0,003	0,127	0,172	0,170
	ПАО «ТМК»	-0,616	-0,603	0,054	0,054	0,045	0,045	0,040	-0,616	-0,603	0,054	0,054
	ПАО «ЧТПЗ»	0,090	0,147	0,122	0,119	0,068	0,074	0,047	0,090	0,147	0,122	0,119

Источник: составлено автором.

Таблица 6.3 - Рентабельность собственного капитала российских публичных акционерных обществ (х3)

Исследуемая отрасль	Организация	Рентабельность собственного капитала										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	0,28	0,23	0,27	0,25	0,20	0,06	0,07	0,35	0,38	0,24	0,47
	ПАО «Лукойл»	0,14	0,33	0,39	0,29	0,24	0,33	0,23	0,14	0,15	0,22	0,42

Исследуемая отрасль	Организация	Рентабельность собственного капитала										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	ПАО «Новатэк»	0,23	0,30	0,38	0,28	0,32	0,18	0,30	0,38	0,26	0,28	0,33
	ПАО НК «РуссНефть»	0,48	0,06	-0,12	0,22	-1,46	1,17	-6,71	0,20	0,14	0,14	0,15
	ПАО «Транснефть»	0,03	0,04	0,08	0,07	0,07	0,08	0,08	0,17	0,31	0,06	0,43
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	0,03	0,04	0,06	0,04	0,04	0,01	0,03	0,05	0,11	0,09	0,06
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	-0,44	0,54	0,41	0,57	0,08	0,11	0,07	0,04	0,02	0,04	0,13
	ПАО «Россети»	0,41	0,25	-0,58	-0,02	-1,29	-0,37	-0,12	0,58	-0,04	-0,03	0,28
	ПАО «ДЭК»	-0,10	0,01	0,001	-0,01	-0,02	-0,05	-0,03	0,02	-0,12	0,03	-0,23
	ПАО «Волгоградэнерго»	0,36	0,59	0,06	-1,51	1,18	-0,01	-0,04	-0,05	-0,10	-0,04	0,57
	ПАО «РусГидро»	0,02	0,08	0,06	0,02	0,06	0,04	0,04	0,05	0,04	0,04	0,04
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	-0,28	0,13	0,05	0,29	0,17	0,34	0,55	0,38	0,28	0,30	0,18
	ПАО «Акрон»	0,48	0,14	0,32	0,21	-0,08	-0,36	0,47	0,39	0,34	0,55	0,80
	ПАО «КуйбышевАзот»	0,03	0,16	0,38	0,15	0,14	0,09	0,21	0,15	0,11	0,20	0,11
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	0,38	0,22	0,34	0,19	0,16	0,02	0,26	0,18	0,17	0,10	0,09
Металлургия	ПАО «Северсталь»	0,004	-0,15	-0,01	0,08	0,04	-0,10	0,33	0,58	0,71	0,70	0,59
	ПАО ММК»	0,16	0,13	-0,01	0,04	-0,36	-0,01	0,21	0,34	0,29	0,30	0,23
	ПАО «НЛМК»	0,09	0,11	0,11	0,08	-0,04	0,06	0,15	0,12	0,32	0,35	0,28
	ПАО «ТМК»	-0,01	-0,21	0,05	0,34	0,13	-1,44	-1,72	0,73	0,32	-0,10	0,38
	ПАО «ЧТПЗ»	0,06	0,15	0,07	0,04	-0,01	0,07	0,20	0,14	0,04	0,14	0,07

Источник: составлено автором.

Таблица 6.4 - Выплаченные дивиденды российских публичных акционерных обществ (х4)

В миллиардах рублей

Исследуемая отрасль	Организация	Дивиденды										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	16,93	21,05	34,61	44,09	88,95	61,35	61,35	50,64	142,24	284,48	359,96
	ПАО «Лукойл»	44,23	50,18	63,79	153,10	187,12	261,97	150,55	331,72	365,74	375,00	759,57
	ПАО «Новатэк»	16,70	24,29	36,44	41,66	47,91	62,55	81,98	84,41	90,79	158,25	196,33
	ПАО НК «РуссНефть»	0,00	0,00	2,67	0,00	0,00	0,00	0,00	2,38	2,52	2,52	4,62

Исследуемая отрасль	Организация	Дивиденды										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	ПАО «Транснефть»	0,97	1,22	2,79	4,87	7,90	2,95	12,80	3,61	165,09	77,61	84,18
Энергетическая	ПАО «Мосэнерго»	0,50	0,79	1,19	1,19	1,58	0,40	2,24	3,36	6,57	8,32	4,80
	ПАО «ТНС энерго Кубань»	0,00	0,60	0,58	1,00	0,00	0,00	0,00	0,08	0,24	0,07	0,00
	ПАО «Россети»	0,00	0,10	0,15	0,17	0,00	0,00	0,00	7,57	0,00	4,94	23,02
	ПАО «ДЭК»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	ПАО «Волгоградэнергобыт»	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	ПАО «РусГидро»	0,00	2,50	2,50	3,68	5,25	6,03	15,01	19,88	11,23	15,92	15,67
Химическая	ПАО «Казаньоргсинтез»	0,00	0,34	0,13	0,99	0,65	1,83	5,79	9,09	7,62	13,94	8,15
	ПАО «Акрон»	1,19	1,88	12,30	8,91	0,00	23,59	7,30	20,27	43,13	19,25	36,85
	ПАО «КуйбышевАзот»	0,19	0,53	2,36	1,56	1,44	1,44	1,08	1,43	1,90	3,33	0,95
	ПАО «ДОРОГОБУЖ»	0,03	0,15	0,19	0,19	0,19	0,28	1,14	2,19	2,19	4,46	10,24
Металлургия	ПАО «Северсталь»	0,00	13,52	15,31	19,24	13,91	123,45	98,65	67,52	184,38	269,29	194,15
	ПАО ММК»	4,13	3,69	0,00	6,26	0,00	12,96	19,89	43,85	62,26	65,95	119,23
	ПАО «НЛМК»	1,32	21,82	23,97	3,72	4,02	29,25	83,31	110,52	168,29	273,41	208,08
	ПАО «ТМК»	0,00	0,80	3,40	4,39	3,41	0,79	4,80	4,03	2,36	0,00	5,27
	ПАО «ЧТПЗ»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,75	5,46	4,70	11,01

Источник: составлено автором.

Приложение 7

(обязательное)

Результаты регрессионного анализа для выявления связи переменных факторов (x1-x4) и результативных факторов (стоимость и капитализация организации) за период с 2009 по 2019 год

Таблица 7.1 - Результаты регрессионного анализа для выявления влияния выручки (фактора x1) на стоимость и уровень капитализации российских публичных акционерных обществ (результативных факторов y1 – y3)

k1	k2	k3	Стоимость (y1)					Стоимость (y2), р.					Капитализация (y3), р.				
			p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b
1	3	0	0,382	0,196	-	-	-	0,002	0,619	0,383	0,005	-102508300	0,004	0,693	0,480	4,795	341655000000
2	4	0	0,449	-0,255	-	-	-	0,013	-0,717	0,514	-0,001	36593540	0,063	-0,577	-	-	-
2	4	1	0,987	0,006	-	-	-	0,022	0,678	0,460	0,058	538607800	0,058	-0,187	-	-	-
3	4	0	0,656	-0,100	-	-	-	0,007	0,556	0,309	0,007	116283300	<0,001	0,890	0,792	3,012	-21468300000
3	4	1	0,283	0,239	-	-	-	<0,001	0,702	0,493	0,013	346187100	<0,001	0,744	0,554	2,073	-46980900000
4	4	0	0,233	0,183	-	-	-	<0,001	0,560	-	0,114	-320069500	<0,001	0,552	-	1,502	84245700000

Источник: составлено автором.

Таблица 7.2 - Результаты регрессионного анализа для выявления влияния рентабельности продаж (фактора x2) на стоимость и уровень капитализации российских публичных акционерных обществ (результативных факторов y1 – y3)

k1	k2	k3	Стоимость (y1)					Стоимость (y2), тыс. р.					Капитализация (y3), тыс. р.				
			p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b
1	4	0	0,07	0,56	-	-	-	0,04	0,62	0,38	19865100	-557,75	0,78	-0,09	-	-	-
1	4	1	0,61	0,12	-	-	-	0,46	-0,17	-	-	-	-0,01	0,52	0,27	6687720000	345358000
2	1	0	0,09	-0,54	-	-	-	0,69	-0,14	-	-	-	-0,00	0,83	0,69	49767700	1531410
3	4	1	0,81	0,06	-	-	-	0,02	0,51	0,26	2007930	-106,59	0,01	0,57	0,33	338039000	-12984700

Источник: составлено автором.

Таблица 7.3 - Результаты регрессионного анализа для выявления влияния рентабельности собственного капитала (фактора x3) на стоимость и уровень капитализации российских публичных акционерных обществ (результативных факторов y1 – y3)

k1	k2	k3	Стоимость (y1)					Стоимость (y2), тыс. р.					Капитализация (y3), тыс. р.				
			p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b
1	3	0	0,809	0,055	-	-	-	0,375	0,199	-	-	-	<0,001	0,767	0,588	10900000000000	-1178460000000
1	4	1	0,969	-0,009	-	-	-	0,647	0,103	-	-	-	0,001	0,649	0,421	28900000000000	170704000000

k1	k2	k3	Стоимость (y1)					Стоимость (y2), тыс. р.					Капитализация (y3), тыс. р.				
			p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b
2	1	0	0,060	-0,583	0,340	-135048958	32654056,04	0,961	0,017	-	-	-	<0,001	0,863	0,745	3670000000	2139360000
2	5	0	0,012	0,721	0,520	267 741 903 212	-9805557011,25	0,289	-0,351	-	-	-	0,278	0,359	-	-	-
3	4	0	0,240	-0,262	-	-	-	0,449	0,170	-	-	-	0,004	0,595	0,354	147000000000	36319500000
4	4	0	0,763	-0,047	-	-	-	0,006	0,407	-	5926160000	2075360000	0,010	0,386	0,149	626000000000	351259000000

Источник: составлено автором.

Таблица 7.4 - Результаты регрессионного анализа для выявления влияния выплаченных дивидендов (фактора x4) на стоимость и уровень капитализации российских публичных акционерных обществ (результативных факторов y1 – y3)

k1	k2	k3	Стоимость (y1)					Стоимость (y2), тыс. р.					Капитализация (y3), тыс. р.				
			p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b	p	R	R ²	a	b
1	3	0	0,69	0,09	-	-	-	0,01	0,53	0,28	0,01	572190000	<0,001	0,871	0,759	17,383	650339000000
1	4	0	0,02	0,69	0,48	0,02	-592022792,83	<0,01	0,93	0,87	0,05	-1657130000	0,050	0,603	0,364	2,325	2272840 000000
1	4	1	0,85	-0,04	-	-	-	0,10	0,36	-	-	-	0,005	0,581	0,338	3,767	463454000000
2	4	0	0,05	0,61	0,38	0,25	-1835331,34	0,12	0,48	-	-	-	0,481	0,238	-	-	-
3	4	0	0,60	0,12	-	-	-	0,03	0,47	0,22	0,01	268877000	<0,001	0,774	0,599	3,609	41463600000
3	4	1	0,79	0,06	-	-	-	<0,01	0,75	0,56	0,07	32171500	<0,001	0,896	0,803	13,059	8348590000
4	4	0	0,42	0,13	-	-	-	<0,01	0,54	0,29	0,02	1850750000					

Источник: составлено автором.

Приложение 8

(обязательное)

Факторы риска**Таблица 8.1 - Факторы риска и значения премий**

В процентах

Риск	Премия
Ключевая фигура в руководстве; качество руководства	0 - 5
Размер компании	0 - 5
Финансовая структура (источники финансирования компании)	0 - 5
Товарная и территориальная диверсификация	0 - 5
Диверсификация клиентуры	0 - 5
Доходы: рентабельность и предсказуемость	0 - 5
Прочие особые риски	0 - 5
Плюс безрисковая ставка	

Источник: [174].

Приложение 9

(обязательное)

Расчет значения премии за риск «Профильное образование и опыт работы»

Таблица 9.1 - Расчет премии за риск «Профильное образование и опыт работы»

Составляющий фактор	Ответ (да, нет, не знаю)	Значение
Наличие высшего образования у руководителя оцениваемой организации, %	Да	0
Профильное образование исполнительного органа (руководителя организации, генерального директора) оцениваемой организации, %	Нет	5
Опыт работы исполнительного органа (руководителя организации, генерального директора) оцениваемой организации в данной области более 5 лет, %	Да	0
Время работы руководителя организации на должности более 2-х лет, %	Да	0
Сумма значений, %:		5
Количество составляющих факторов:		4
Значение премии за риск «Профильное образование и опыт работы» , %:		1,25

Источник: составлено автором.

Приложение 10

(обязательное)

Описание объекта оценки с приведением ссылок на документы, устанавливающие количественные и качественные характеристики объекта оценки ПАО 1

Таблица 10.1 - Описание количественных и качественных характеристик объекта оценки

Наименование показателя		Характеристика показателя	Источник информации и комментарий
Ценная бумага	Наименование	Акция	Устав ПАО 1 за 2016 год
	Вид	Бездокументарная именная	
	Категория	Обыкновенная	
	Прочие характеристики	Бессрочные, эмиссионные	
	Номинальная стоимость, р.	2,5	
Размер уставного капитала, р.		323750	
Количество, штук	Размещенных акций в 100% уставного капитала ПАО	129500000	Отчет об итогах выпуска
	Акций, представленных для оценки	129500000	В соответствии с заданием на оценку
Доля оцениваемых акций в уставном капитале ПАО, %		100	Расчет автора
Количество, штук	Оплаченных акций	129500000	Принято: 100% акций оплачено на дату оценки
	Голосующих акций в обществе	129500000	Расчет автора
Доля оцениваемых акций от количества голосующих акций, %		100	Расчет автора
Правоустанавливающий документ		Решение о выпуске акций (основной выпуск), зарегистрировано в ФСФР России	Примечание: с 01.09.2013 регистрация выпуска акций, которая ранее осуществлялась упраздненной ФСФР России, производится Банком России, которому переданы функции по регулированию, надзору и контролю на рынке ценных бумаг [8]
Правоподтверждающий документ на объект оценки, представленный на оценку		Выписка по счету депо Центрального депозитария на дату заключения договора о проведении оценки	О центральном депозитарии : федеральный закон от 29.11.2011 N 414 [вступил в силу с 07.12.2011] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL:

Наименование показателя	Характеристика показателя	Источник информации и комментарии
	ПАО 1	http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122865/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.
Обременения акций (залог, судебное решение)	Представленные акции на дату оценки обременений не имеют	По информации Центрального депозитария
Ограничения обращения акций (объекта оценки)	Согласно представленным документам ограничений обращения на дату оценки акции не имеют	Устав ПАО 1 за 2016 год

Приложение 11

(обязательное)

Бухгалтерский баланс и отчет о финансовых результатах ПАО 1 за период с 2017 по 2019**год****Таблица 11.1 - Отчет о финансовых результатах ПАО 1**

В рублях

Наименование показателя	Год		
	2019	2018	2017
Выручка	26729968000,00	13818899000,00	94420 000,00
Себестоимость продаж, в т.ч.	-3632960000,00	-286576000,00	-2621453000,00
амортизация	2368000,00	18936000,00	13719000,00
Валовая прибыль (убыток)	23097008 000,00	1095323000,00	322751000,00
Коммерческие расходы	0,00	0,00	0,00
Управленческие расходы	0,00	0,00	0,00
Прибыль (убыток) от продаж	2309700000,00	10950323000,00	1322751000,00
Доходы от участия в других организациях	0,00	0,00	0,00
Проценты к получению	1576247000,00	1593977 000,00	831930000,00
Проценты к уплате	-2544648000,00	-254651800,00	-1471125000,00
Прочие доходы	1238146 000,00	5846688000,00	12573160000,00
Прочие расходы	-4855172000,00	-18063037000,00	-7132929000,00
Прибыль (убыток) до налогообложения	2965900000,00	-221856000,00	35174391000,00
Текущий налог на прибыль	-97261 000,00	0,00	0,00
в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	0,00	0,00	0,00
Изменение отложенных налоговых обязательств	0,00	0,00	0,00
Изменение отложенных налоговых активов	0,00	284611000,00	108225000,00
Прочее	0,00	0,00	0,00
Чистая прибыль (убыток)	28682288000,00	62044000,00	8735230 000,00

Источник: [156].

Таблица 11.2 - Бухгалтерский баланс ПАО 1

В рублях

Наименование показателя	Код строки	Дата		
		31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Актив				
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Нематериальные активы	1110	88393000,00	116364000,00	0,00
Результаты исследований и разработок	1120	0,00	0,00	0,00
Основные средства	1150	3481000,00	29187000,00	4304000,00
Доходные вложения в материальные ценности	1160	0,00	0,00	0,00
Финансовые вложения	1170	61566472000,00	61458406000,00	71811054000,00
Отложенные налоговые активы	1180	6666577000,00	7184716000,00	4338105000,00
Прочие внеоборотные активы	1190	0,00	4406000,00	91594000,00
Итого по разделу I	1100	68356260000,00	68793079000,00	76245057000,00
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Запасы	1210	33000,00	71000,00	37000,00
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	0,00	0,00	8000,00
Дебиторская задолженность	1230	659894000,00	2257720000,00	1829943000,00
Финансовые вложения	1240	9627549000,00	19106016000,00	13232951000,00
Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	3590148000,00	61597000,00	13094000,00
Прочие оборотные активы	1260	106697000,00	148290000,00	123230000,00
Итого по разделу II	1200	13984321000,00	21573694000,00	15199263000,00
БАЛАНС	1600	82340581000,00	90366773000,00	91444320000,00
Пассив				
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
Уставный капитал	1310	323750000,00	323750000,00	323750000,00
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	0,00	0,00	0,00
Переоценка внеоборотных активов	1340	0,00	0,00	0,00

В рублях

Наименование показателя	Код строки	Дата		
		31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Добавочный капитал (без переоценки)	1350	6831631000,00	6831631000,00	6831631000,00
Резервный капитал	1360	48563000,00	48563000,00	48563000,00
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	8689263000,00	12252475000,00	25221931000,00
Итого по разделу III	1300	15893207000,00	19456419000,00	32425875000,00
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Заемные средства	1410	61905700000,00	69470600000,00	28800100000,00
Отложенные налоговые обязательства	1420	550000,00	0,00	0,00
Оценочные обязательства	1430	0,00	0,00	0,00
Прочие обязательства	1450	0,00	0,00	0,00
Итого по разделу IV	1400	61906250000,00	69470600000,00	28800100000,00
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Заемные средства	1510	1921074000,00	472529000,00	29444141000,00
Кредиторская задолженность	1520	2162670000,00	188763000,00	102173000,00
Доходы будущих периодов	1530	0,00	0,00	0,00
Оценочные обязательства	1540	457380000,00	778462000,00	672031000,00
Прочие обязательства	1550	0,00	0,00	0,00
Итого по разделу V	1500	4541124000,00	1439754000,00	30218345000,00
БАЛАНС	1700	82340581000,00	90366773000,00	91444320000,00

Источник: [156].

Приложение 12

(обязательное)

Расчет показателей ПАО 1 для формирования стоимости доходным подходом

Таблица 12.1 - Расчет нормы амортизации ПАО 1 за период с 2017 по 2019 год

Наименование показателя	Период		
	2019 г.	2018 г.	2017 г.
Выручка, р.	26729968000,0000	1381899000,0000	3944204000,0000
Амортизация, р.	21368000,0000	1893000,0000	13719000,0000
Доля амортизации в выручке	0,0008	0,0014	0,0035
Среднее значение доли амортизации в выручке	0,0019		
Норма амортизации, %	0,1900		

Источник: составлено автором.

Таблица 12.2 - Прогнозные значения отрасли и организации ПАО 1

Показатель	Период				Источник информации
	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г. (постпрогнозный)	
Ожидаемые темпы прироста выручки реальные цепные, %	4,0	5,9	6,3	6,6	Информация Министерства экономического развития Российской Федерации от 26 сентября 2020 г. «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов» / Минэкономразвития России. – URL: https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/74590638/ (дата обращения 30.08.2021).
Планируемые капитальные вложения, млн. р.	20000,0	20000,0	20000,0	Отсутствует	Годовой отчет ПАО 1 за 2019 г. с поправкой на пессимистический прогноз с учетом пандемии

Таблица 12.3 - Расчет начисления амортизации ПАО 1

Показатель	Норма амортизации в процентах от выручки, %	Период		
		2020 г.	2021 г.	2022 г.
Стоимость основных средств, р.	0,19	20123211000,00	20145551000,00	20004304000,00
Величина амортизации, р.		1055598333,44	1058878 635,11	1062587 989,13

Источник: составлено автором.

Таблица 12.4–Прогнозные значения выручки ПАО 1

Показатель	Период		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Темп прироста, доли ед.	0,04	0,06	0,06
Выручка, р.	27799166720,00	29439317556,00	31293994563,00

Источник: составлено автором.

Таблица 12.5 - Расчет потребности в оборотном капитале ПАО 1

Показатель	Период		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Выручка, р.	27799166720,00	29439317556,00	31293994563,00
Норма ЧОК, %	0,60	0,60	0,60
Требуемый ЧОК (произведение выручки и нормы ЧОК), р.	167721639,00	177617216,00	188807101,00
Прирост (изменение) ЧОК, р.	-15959359054,00	9895577,00	11189885,00

Источник: составлено автором.

Таблица 12.6 - Прогноз величины чистой прибыли ПАО 1

В рублях

Показатель	Период		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Выручка	27799166720	29439317556	31293994563
Себестоимость продаж	3777906757	4000803256	4252853861
Валовая прибыль (убыток)	31577073477	33440120812	35546848424
Коммерческие расходы	0	0	0

Показатель	Период		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Управленческие расходы	0	0	0
Прибыль (убыток) от продаж	31577073477	33440120812	35546848424
Доходы от участия в других организациях	0,00	0,00	0,00
Проценты к получению	3569798319	3780416420	4018582654
Проценты к уплате	-4509118566	-4775156561	-5075991424
Прочие доходы	37751778140	39979133050	4249781433
Прочие расходы	-30553339886	-32355986939	-34394414116
Прибыль (убыток) до налогообложения	37836191485	40068526782	42592843970
Текущий налог на прибыль	7567238297	8013705356	8518568794
Изменение отложенных налоговых обязательств	0	0	0
Изменение отложенных налоговых активов	2163081412	2290703216	2435017518
Прочее	0	0	0
Чистая прибыль (убыток)	32432034600	34345524641	36509292694

Источник: составлено автором.

Приложение 13

(обязательное)

Анализ факторов корпоративного управления, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, в ПАО 1

Таблица 13.1 - Анализ факторов корпоративного управления, оказывающих влияние на стоимость бизнеса

Название этапа / подэтапа	Описание этапа / подэтапа ПАО 1	Вывод	Источник информации
1) Проведение анализа состояния корпоративного управления в организации с учетом особенностей ее организационно-правовой формы			
1.1) Анализ соблюдения организацией принципов корпоративного управления	Принципы Кодекса КУ соблюдаются не полностью (приложение 15).	Организацией полностью соблюдаются только 3/7 принципов (корпоративный секретарь, раскрытие информации, управление рисками и внутренний контроль). Частично соблюдены 4 принципа КУ, которым необходимо в большей степени уделить внимание (права акционеров, состав и работа совета директоров, политика общества по вознаграждению, существенные корпоративные действия). Полностью не соблюдающиеся принципы отсутствуют.	Годовой отчет ПАО 1 за 2019 год
1.2) Анализ отраслевой принадлежности и структуры собственников организации, в том числе наличие государственного участия в ее деятельности	<ul style="list-style-type: none"> - Химическая отрасль - Собственников более 11 - Наличие госучастия 	<p>Применяем в сравнительном подходе регрессионные модели:</p> <p>1) Для влияния выручки (фактор x1) на стоимость бизнеса (фактор y2): $y=0,013+346187100x1$</p> <p>2) Для влияния величины дивидендов (фактор x4) на стоимость бизнеса (фактор y2): $y=0,073+32\ 171\ 500x4$</p>	Анализ проводился в разделе 2.3
1.3) Анализ существенных факторов конкретной организации с учетом отраслевой принадлежности и структуры ее собственников	подэтап применяется для управления стоимостью, а не для ее расчета		Табл. 22 настоящей работы
1.4) Анализ деловой репутации руководителей организации	Анализ деловой репутации руководителя организации, членов совета директоров и исполнительного органа ПАО 1 проведен в приложении 14.	Влияние на расчет стоимости ПАО 1 проанализировано в приложении 14. Премия за риск составляет 0,5625 %	Общий анализ проводился в разделе 2.3. Анализ деловой репутации руководителя организации, членов совета директоров и исполнительного органа ПАО 1 проводился на основе анкетирования, годового отчета ПАО 1 за 2019 год, внутренних документов ПАО 1, информации из суда
3) Определение факторов КУ, влияющих на стоимость организации	На стоимость организации химической отрасли с госучастием в числе собственников более 11 влияют два фактора корпоративного управления: выручка и выплаченные дивиденды	<p>Исходя из табл. 21, регрессионные модели для этих двух случаев имеют следующий вид:</p> <p>1) Для влияния выручки (фактор x1) на стоимость бизнеса (y2): $y=0,013+34,6x1$</p> <p>2) Для влияния величины дивидендов (фактор x4) на стоимость бизнеса (y2): $y=0,073+32,1x4$</p>	Анализ проводился в разделе 2.3
3) Использование полученных регрессионных моделей в рамках сравнительного подхода в зависимости от выводов на этапах 1 и 2 для формирования стоимости бизнеса	<p>1) Для влияния выручки (фактор x1) на стоимость бизнеса (y2): $y=0,013+34,6x1 = 0,013 + +34,6 \cdot 26729968000 = 924856892800$ р.</p> <p>2) Для влияния величины дивидендов (фактор x4) на стоимость бизнеса (y2): $y=0,073+32,1 \cdot 8061375000 =$</p>	Полученные результаты по первой модели (для факторного признака в виде выручки) существенно отличаются от полученной величины стоимости в сравнительном подходе (результат оценки в сравнительном подходе 405723500000 р., отклонение в 1,5 раза), но по второй модели (для факторного признака в виде дивидендов) результаты достаточно близки к результатам оценки стоимости доходным подходом (результат оценки стоимости доходным подходом с учетом округления 273116000000 р.) и к итоговой стоимости объекта с учетом округления 31289000000 р. без влияния факторов КУ.	Раздел 2.3 и консолидированная финансовая отчетность ПАО 1

Название этапа / подэтапа	Описание этапа / подэтапа ПАО 1	Вывод	Источник информации
	=259346525813 р.		
3) В рамках применения доходного подхода учет в расчете премии за риск в ставке дисконтирования деловой репутации членов совета директоров и руководителей организации	<p>Ставка дисконтирования для расчета стоимости бизнеса без учета влияния на нее факторов КУ рассчитывается по модели CAPM: $r = r_f + \beta(r_m - r_f)$</p> <p>Однако для расчета стоимости бизнеса с учетом влияния на нее факторов КУ в модели CAPM необходимо учесть особый риск - риск деловой репутации, который составляет для ПАО 1 0,5625%.</p> <p>Таким образом, учет в ставки дисконтирования в расчете премии за риск деловую репутацию, тогда формула модели CAPM будет иметь следующий вид:</p> $r = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_{\text{руководство}}$	<p>Расчет ставки дисконтирования представлен в табл. 28. Расчет стоимости ПАО 1 в рамках доходного подхода представлен в табл. 29.</p> <p>Результат оценки стоимости доходным подходом без учета факторов КУ равен 273116000000 р. Результат оценки стоимости доходным подходом с учетом фактора КУ (деловая репутация руководителей организации) с учетом округления равен 261333000000 р., и он очень близок к результатам оценки стоимости доходным подходом без учета факторов и результатам сравнительного подхода с учетом факторов КУ (259346525813 р.).</p>	Анализ проводился в разделе 2.3
4) Учет влияния величины премий и скидок при оценке стоимости не 100% долей участия в бизнесе	Этап не применяется для ПАО 1, поскольку оценивается 100% доля владения бизнеса		Табл. 22 настоящей работы

Источник: составлено автором.

Приложение 14

(обязательное)

Расчет значения премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» ПАО 1

Таблица 14.1 -Расчет премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства»

Элемент риска	Ответ (да, нет, не знаю)	Значение	Источник информации
Профильное образование и опыт работы			
Наличие высшего образования у руководителя оцениваемой организации, %	да	0,00	Годовой отчет ПАО 1 за 2019 г.
Профильное образование исполнительного органа (руководителя организации, генерального директора) оцениваемой организации, %	нет	5,00	Годовой отчет ПАО 1 за 2019 г.
Опыт работы исполнительного органа (руководителя организации, генерального директора) оцениваемой организации в данной области более 5 лет, %	да	0,00	Годовой отчет ПАО 1 за 2019 г.
Время работы руководителя организации на должности более 2 лет, %	да	0,00	Годовой отчет ПАО 1 за 2019 г.
Сумма значений, %:		5,00	Расчет автора
Количество составляющих факторов:		4	Расчет автора
Значение элемента премии за риск (K_1), %:		1,25	Расчет автора
Выполнение требований к деловой репутации в части недобросовестности (нечестности директора)			
Действовал при наличии конфликта интересов и не раскрыл его, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
Скрывал информацию о совершенной им сделке от участников, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
Совершил сделку без необходимого корпоративного одобрения, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
Уклонялся от передачи документов, касающихся обстоятельств, повлекших убытки, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
Знал или должен был знать о том, что его действия (бездействия) не отвечали интересам организации, %	да	5,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
Сумма значений, %:		5,00	Расчет автора
Количество составляющих факторов:		5	Расчет автора
Значение элемента премии за риск (K_2), %:		1,00	Расчет автора
Выполнение требований к деловой репутации в части неразумности (непрофессионализма)			
Принял решение без учета известной ему информации, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
До принятия решения не предпринял действий, направленных на получение необходимой информации, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
Совершил сделку без соблюдения обычно требующихся или принятых в данном юридическом лице внутренних процедур, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
Сумма значений, %:		0	0,00 %
Количество составляющих факторов:		3	Расчет автора

Элемент риска	Ответ (да, нет, не знаю)	Значение	Источник информации
Значение элемента премии за риск (K_3), %:		0,00	Расчет автора
Выполнение требований к деловой репутации в части требований законодательства к финансовым организациям			
Наличие фактов привлечения к административной или уголовной ответственности в связи с банкротством и в связи с деятельностью финансовой организации, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, справка из суда, результат анкетирования
Расторжение с лицом трудового договора по инициативе работодателя по основаниям, предусмотренным п.п. 7 или 7.1 части первой ст. 81 Трудового кодекса Российской Федерации, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, справка из суда, результат анкетирования
Предоставление недостоверной информации о соответствии квалификационным требованиям и (или) требованиям к деловой репутации, установленных законодательством, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, результат анкетирования
Признание судом лица виновным в причинении убытков какому-либо юридическому лицу при исполнении им обязанностей единоличного исполнительного органа, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, справка из суда, результат анкетирования
Осуществление лицом действий (организации действий), относящихся в соответствии с законодательством Российской Федерации к неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 1, справка из суда, результат анкетирования
Сумма значений, %:		0,00	Расчет автора
Количество составляющих факторов:		5	Расчет автора
Значение элемента премии за риск (K_4), %:		0,00	Расчет автора
Определение итоговой величины элемента премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства»			
Сумма величин, %:		2,25	Расчет автора
Количество факторов:		4	Расчет автора
Итоговая величина элемента премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» ($r_{руководство}$), %:		0,56	Расчет автора

Приложение 15

(обязательное)

Соблюдение принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления ПАО 1

Таблица 15.1 - Соблюдение принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления

Принцип корпоративного управления	Статус соответствия принципу (соблюдается / частично соблюдается / не соблюдается)	Комментарий
1) Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав	частично соблюдается	– Не все кандидаты ответили на вопросы акционеров – Отсутствует удаленное участие акционеров в собраниях
2) Совет директоров общества		– Совет директоров имеет полномочия в управлении членами исполнительного органа, но не каждого – Только у пяти комитетов из шести председателем является независимый директор
3) Корпоративный секретарь общества	соблюдается	Отсутствует
4) Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества	частично соблюдается	– В области вознаграждения членов совета директоров отсутствует единый внутренний документ, регламентирующий выплаты им – Практически исключается возможность неправомерного начисления переменного вознаграждения
5) Система управления рисками и внутреннего контроля	соблюдается	Отсутствует
6) Раскрытие информации об обществе, информационная политика общества		Отсутствует
7) Существенные корпоративные действия	частично соблюдается	– Некоторые существенные сделки были совершены до предварительного согласия органов управления по срочности

Источник: годовой отчет ПАО 1 за 2019 год.

Приложение 16

(обязательное)

**Описание объекта оценки с приведением ссылок на документы, устанавливающие
количественные и качественные характеристики объекта оценки ПАО 2**

Таблица 16.1 – Описание количественных и качественных характеристик объекта оценки

Наименование показателя		Характеристика показателя	Источник информации и комментарии
Ценная бумага	Наименование	Акция	Устав ПАО 2 за 2017 год
	Вид	Бездокументарная именная	
	Категория	Обыкновенная	
	Прочие характеристики	Бессрочные, эмиссионные	
	Номинальная стоимость, р.	0,5	
Размер уставного капитала, р.		63733661531,0	
Количество, штук	Размещенных акций в 100% уставного капитала ПАО	127665323063,0	Отчет об итогах выпуска
	Акции, представленных для оценки	1274665323063,0	В соответствии с заданием на оценку
Доля оцениваемых акций в уставном капитале ПАО, %		100,0	Расчет автора
Количество, штук	Оплаченных акций	1274665323063,0	Принято: 100% акций оплачено на дату оценки
	Голосующих акций в обществе	1274665323063,0	Расчет автора
Доля оцениваемых акций от количества голосующих акций, %		100,0	Расчет автора
Правоустанавливающий документ		Решение о выпуске акций (основной выпуск), зарегистрировано в ФСФР России	Примечание: с 01 сентября 2013 г. регистрация выпуска акций, которая ранее осуществлялась упраздненной ФСФР России, производится Банком России, которому переданы функции по регулированию, надзору и контролю на рынке ценных бумаг[2]
Правоподтверждающий документ на объект оценки		Выписка по счету депо Центрального депозитария на дату заключения	О центральном депозитарии : федеральный закон от

Наименование показателя	Характеристика показателя	Источник информации и комментарии
	договора о проведении оценки ПАО 2	29.11.2011 N 414 [вступил в силу с 07.12.2011] // Консультант Плюс : информ. - правовой портал. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122865/ (дата обращения: 20.08.2021). – Режим доступа: по подписке.
Обременения акций (залог, судебное решение)	Представленные акции на дату оценки обременений не имеют	По информации Центрального депозитария
Ограничения обращения акций (объекта оценки)	Согласно представленным документам ограничений обращения на дату оценки акции не имеют	Устав ПАО 2 за 2017 год

Приложение 17

(обязательное)

Бухгалтерский баланс и отчет о финансовых результатах ПАО 2

за период с 2017 по 2019 год

Таблица 17.1 - Отчет о финансовых результатах ПАО 2

В рублях

Наименование показателя	Год		
	2019	2018	2017
Выручка	242700173000,00	240294489000,00	215999310000,00
Себестоимость продаж, в т.ч.	-114447268000,00	-110825202000,00	-102383316000,00
Амортизация	36969000000,00	33500000000,00	29648000000,00
Валовая прибыль (убыток)	128252905000,00	129469287000,00	113615994000,00
Коммерческие расходы	0,00	0,00	0,00
Управленческие расходы	-8953311000,00	-8490827000,00	-8253906000,00
Прибыль (убыток) от продаж	119299594000,00	120978460000,00	105362088000,00
Доходы от участия в других организациях	2746883000,00	2452691000,00	1912559000,00
Проценты к получению	10534122000,00	10108953000,00	10 613 322 000,00
Проценты к уплате	-4913722000,00	-3978163000,00	-3 941 486 000,00
Прочие доходы	34719384000,00	35661516000,00	33532350000,00
Прочие расходы	-14809682000,00	-15815686000,00	-14885537000,00
Прибыль (убыток) до налогообложения	147576579000,00	149407771000,00	132593296000,00
Текущий налог на прибыль	-14894202000,00	-17215308000,00	-12880041000,00
В т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	0,00	0,00	0,00
Изменение отложенных налоговых обязательств	0,00	0,00	-5278564000,00
Изменение отложенных налоговых активов	0,00	0,00	-69824000,00
Прочее	-197558000,00	-197558000,00	-3227000,00
Чистая прибыль (убыток)	132484819000,00	131994905000,00	114361640000,00

Источник: [156].

Таблица 17.2 - Бухгалтерский баланс ПАО 2

В тысячах рублей

Наименование показателя	Код строки	Дата		
		31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Актив				
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Нематериальные активы	1110	4658225,00	3741290,00	2673277,00
Результаты исследований и разработок	1120	950,00	6778,00	82442,00
Основные средства	1150	991719785,00	95319673,00	878328073,00
Доходные вложения в материальные ценности	1160	0,00	0,00	0,00
Финансовые вложения	1170	6603891,00	57702933,00	84064907,00
Отложенные налоговые активы	1180	0,00	0,00	0,00
Прочие внеоборотные активы	1190	269095933,00	25183633,00	285625335,00
Итого по разделу I	1100	1331513807,00	1266954307,00	1250774034,00
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Запасы	1210	11676657,00	10937851,00	9749040,00
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	973489,00	915376,00	650020,00
Дебиторская задолженность	1230	131956157,00	169855975,00	128379075,00
Финансовые вложения	1240	25735205,00	6578091,00	2051190,00
Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	30434073,00	31772829,00	33409107,00
Прочие оборотные активы	1260	34699,00	48165,00	27568,00
Итого по разделу II	1200	200810280,00	220108287,00	174266000,00
БАЛАНС	1600	1532324087,00	1487062594,00	1425040034,00
Пассив				
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
УК (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	637332662,00	637332662,00	637332662,00
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	0,00	0,00	0,00
Переоценка внеоборотных активов	1340	255708535,00	240935676,00	285993481,00

В тысячах рублей

Наименование показателя	Код строки	Дата		
		31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Добавочный капитал (без переоценки)	1350	31867163,00	31867163,00	31867163,00
Резервный капитал	1360	24419781,00	21610434,00	19492352,00
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	170421718,00	142430454,00	62885484,00
Итого по разделу III	1300	1119749859,00	1074176389,00	1037571142,00
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Заемные средства	1410	196622387,00	224463734,00	233862457,00
Отложенные налоговые обязательства	1420	89794704,00	77044739,00	55006638,00
Оценочные обязательства	1430	0,00	0,00	0,00
Прочие обязательства	1450	27518412,00	17708107,00	17242803,00
Итого по разделу IV	1400	313935503,00	319216580,00	306111898,00
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Заемные средства	1510	30436665,00	22245391,00	23687193,00
Кредиторская задолженность	1520	64304991,00	68223409,00	54484828,00
Доходы будущих периодов	1530	625671,00	643517,00	668204,00
Оценочные обязательства	1540	3271398,00	2557308,00	2516769,00
Прочие обязательства	1550	0,00	0,00	0,00
Итого по разделу V	1500	98638725,00	93669625,00	81356994,00
БАЛАНС	1700	1532324087,00	1487062594,00	1425040034,00

Источник: [156].

Приложение 18

(обязательное)

Расчет показателей ПАО 2 для формирования стоимости бизнеса доходным подходом

Таблица 18.1 - Расчет нормы амортизации за период с 2017 по 2019 год

Наименование показателя	Период		
	2019 г.	2018 г.	2017 г.
Выручка, р.	242700173000,0000	240294489000,0000	215999310000,0000
Амортизация, р.	36969000000,0000	33500000000,0000	29648000000,0000
Доля амортизации в выручке	0,1500	0,1430	0,1430
Среднее значение доли амортизации в выручке	0,1430		
Норма амортизации, %	14,3000		

Источник: составлено автором.

Таблица 18.2 - Прогнозные значения отрасли и организации ПАО 2

Показатель	Период				Источник информации
	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г. (постпрогнозный)	
Ожидаемые темпы прироста выручки реальные цепные, %	3,00	3,00	3,00	3,00	Информация Министерства экономического развития Российской Федерации от 26 сентября 2020 г. «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов» / Минэкономразвития России. – URL: https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/74590638/ (дата обращения 30.08.2021)
Планируемые капитальные вложения, млн. р.	34687,5	34687,5	34687,5	Отсутствует	Годовой отчет ПАО 2 за 2019 г. с поправкой на пессимистический прогноз с учетом пандемии

Таблица 18.3 - Расчет начисления амортизации за период с 2020 по 2022 год

Показатель	Норма амортизации в процентах от выручки, %	Период		
		2020 г.	2021 г.	2022 г.
Стоимость основных средств, р.	14,3	991719785000,00	1026407285000,00	1061094785000,00
Величина амортизации, р.		37481683481,17	38554102735,61	39658694567,67

Источник: составлено автором.

Таблица 18.4–Прогнозные значения выручки ПАО 2

Показатель	Период		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Темп прироста, доли ед.	0,03	0,03	0,03
Выручка, р.	249981178190,00	257480613536,00	265205031942,00

Источник: составлено автором.

Таблица 18.5 - Расчет потребности в оборотном капитале ПАО 2

Показатель	Период		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Выручка, р.	249981178190,00	257480613536,00	265205031942,00
Норма ЧОК, %	0,46	0,46	0,46
Требуемый ЧОК (произведение выручки и нормы ЧОК), р.	114766048525,00	118209029981,00	121755300881,00
Прирост (изменение) ЧОК, р.	3342700442,00	3442981456,00	3546270899,00

Источник: составлено автором.

Таблица 18.6 - Прогноз величины чистой прибыли ПАО 2

В рублях

Показатель	Период		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Выручка	249981178190,00	257480613536,00	265205031942,00
Себестоимость продаж	-117221370080,00	-120738011182,00	-124360151518,00
Валовая прибыль (убыток)	132759808110,00	136742602353,00	140844880424,00

Показатель	Период		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Коммерческие расходы	0,00	0,00	0,00
Управленческие расходы	-9202486860,00	-9478561465,00	-9762918309,00
Прибыль (убыток) от продаж	123557321251,00	127264040888,00	131081962115,00
Доходы от участия в других организациях	0,00	0,00	0,00
Проценты к получению	11216553356,00	11553049957,00	11899641455,00
Проценты к уплате	-4587079849,00	-4724692245,00	-4866433012,00
Прочие доходы	37222617206,00	38339295723,00	39489474594,00
Прочие расходы	-16311535007,00	-16800881057,00	-17304907488,00
Прибыль (убыток) до налогообложения	151097876957,00	155630813266,00	160299737664,00
Текущий налог на прибыль	30219575391,00	31126162653,00	32059947533,00
Изменение отложенных налоговых активов	0,00	0,00	0,00
Прочее	-1230836978,00	-1267762087,00	-1305794950,00
Чистая прибыль (убыток)	-26936330,00	-27744419,00	-28576752,00

Источник: составлено автором.

Приложение 19

(обязательное)

Анализ факторов корпоративного управления, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, в ПАО 2

Таблица 19.1 - Анализ факторов корпоративного управления, оказывающих влияние на стоимость бизнеса

Название этапа / подэтапа	Описание этапа / подэтапа ПАО 2	Выводы	Источник информации
1) Проведение анализа состояния корпоративного управления в организации с учетом особенностей ее организационно-правовой формы			
1.1) Анализ соблюдения организацией принципов корпоративного управления	Принципы Кодекса КУ соблюдаются не полностью (приложение 21).	Организацией полностью соблюдаются только 3/7 принципов (корпоративный секретарь, раскрытие информации, управление рисками и внутренний контроль). Частично соблюдены 4 принципа КУ, которым необходимо в большей степени уделить внимание (права акционеров, состав и работа совета директоров, политика общества по вознаграждению, существенные корпоративные действия). Полностью не соблюдающиеся принципы КУ отсутствуют.	Годовой отчет ПАО 2 за 2019 год
1.2) Анализ отраслевой принадлежности и структуры собственников организации, в том числе наличие государственного участия в ее деятельности	<ul style="list-style-type: none"> - Энергетическая отрасль - Собственников более 11 - Наличие госучастия 	Применяем в сравнительном подходе регрессионная модель для влияния выручки (фактор x1) на стоимость бизнеса (фактор y2): $y=0,058+0,054x1$	Анализ проводился в разделе 2.3
1.3) Анализ существенных фактов конкретной организации с учетом отраслевой принадлежности и структуры ее собственников	Подэтапприменяется для управления стоимостью, а не для ее расчета		Табл. 22 настоящей работы
1.4) Анализ деловой репутации руководителей организации	Анализ деловой репутации руководителя организации, членов совета директоров и исполнительного органа ПАО 2 проведен в приложении 19.	Влияние на расчет стоимости ПАО 2 проанализировано в приложении 19. Премия за риск составляет 0,9733%	Общий анализ проводился в разделе 2.3. Анализ деловой репутации руководителя организации, членов совета директоров и исполнительного органа ПАО 2 проводился на основе анкетирования, годового отчета ПАО 2 за 2019 год, внутренних документов ПАО 2, информации из суда
2) Определение факторов КУ, влияющих на стоимость организации	На стоимость организации энергетической отрасли с госучастием в числе собственников более 11 влияет один фактор корпоративного управления - выручка	Исходя из табл. 21, регрессионная модель для влияния выручки (фактор x1) на стоимость бизнеса (фактор y2): $y=0,058+0,054x1$	Анализ проводился в разделе 2.3
3) Использование полученных регрессионных моделей в рамках сравнительного подхода в зависимости от выводов на этапах 1 и 2 для формирования	Для влияния выручки (фактор x1) на стоимость бизнеса (фактор y2): $y=0,058+0,054x1 = 0,058 - 0,054 \cdot 242700173000 = 1307202062392$ р.	Полученные результаты по модели (для факторного признака в виде выручки) не очень близки к результатам оценки стоимости доходным подходом (результат оценки стоимости доходным подходом с учетом округления 907859000000 р.) и к итоговой стоимости объекта с учетом округления 998462 000000 р., однако близки с результатом оценки сравнительным подходом (1209869495897 р.). Итоговая стоимость объекта 998461872382 р.	Раздел 2.3 и консолидированная финансовая отчетность ПАО 2

Название этапа / подэтапа	Описание этапа / подэтапа ПАО 2	Выводы	Источник информации
стоимости бизнеса			
4) В рамках применения доходного подхода учет в расчете премии за риск в ставке дисконтирования деловой репутации членов совета директоров и руководителей организации	<p>Ставка дисконтирования для расчета стоимости бизнеса без учета влияния на нее факторов КУ рассчитывается по модели CAPM: $r = r_f + \beta(r_m - r_f)$</p> <p>Однако для расчета стоимости бизнеса с учетом влияния на нее факторов КУ в модели CAPM необходимо учесть особый риск - риск деловой репутации, который составляет для ПАО 20,9733%. Таким образом, учтем в ставки дисконтирования в расчете премии за риск деловую репутацию, тогда формула модели CAPM будет иметь следующий вид: $r = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_{\text{руководство}}$</p>	<p>Расчет ставки дисконтирования представлен в табл. 28.</p> <p>Расчет стоимости ПАО 2 в рамках доходного подхода представлен в табл. 29.</p> <p>Результат оценки стоимости доходным подходом без учета факторов КУ равен 907859000000 р. Результат оценки стоимости доходным подходом с учетом фактора КУ (деловая репутация руководителей организации) с учетом округления равен 851696000000 р, и он относительно близок к результатам оценки стоимости доходным подходом без учета факторов и результатам сравнительного подхода с учетом факторов КУ (1307202000000 р.). Итоговая стоимость объекта 988347683218 р.</p> <p>Итоговая стоимость объекта с учетом и без учета факторов КУ практически совпадает.</p>	Анализ проводился в разделе 2.3
5) Учет влияния величины премий и скидок при оценке стоимости не 100% долей участия в бизнесе		Этап не применяется для ПАО 2, поскольку оценивается 100% доля владения бизнеса	Табл. 22 настоящей работы

Источник: составлено автором.

Приложение 20

(обязательное)

Расчет итогового значения премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» ПАО 2

Таблица 20.1 - Расчет значения премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства»

Элемент риска	Ответ (да, нет, не знаю)	Значение	Источник информации
Профильное образование и опыт работы			
Наличие высшего образования у руководителя оцениваемой организации, %	да	0,00	Годовой отчет ПАО 2 за 2019 г.
Профильное образование исполнительного органа (руководителя организации, генерального директора) оцениваемой организации, %	да	0,00	Годовой отчет ПАО 2 за 2019 г.
Опыт работы исполнительного органа (руководителя организации, генерального директора) оцениваемой организации в данной области более 5 лет, %	нет	5,00	Годовой отчет ПАО 2 за 2019 г.
Время работы руководителя организации на должности более 2 лет, %	да	0,00	Годовой отчет ПАО 2 за 2019 г.
Сумма значений, %:		5,00	Расчет автора
Количество составляющих факторов:		4	Расчет автора
Значение элемента премии за риск (K ₁) , %:		1,25	Расчет автора
Выполнение требований к деловой репутации в части недобросовестности (нечестности директора)			
Действовал при наличии конфликта интересов и не раскрыл его, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, результат анкетирования
Скрывал информацию о совершенной им сделке от участников, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, результат анкетирования
Совершил сделку без необходимого корпоративного одобрения, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, результат анкетирования
Уклонялся от передачи документов, касающихся обстоятельств, повлекших убытки, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, результат анкетирования
Знал или должен был знать о том, что его действия (бездействия) не отвечали интересам организации, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, результат анкетирования
Сумма значений, %:		0,00	Расчет автора
Количество составляющих факторов:		5,00	Расчет автора
Значение элемента премии за риск (K ₂) , %:		0,00	Расчет автора
Выполнение требований к деловой репутации в части неразумности (непрофессионализма)			
Принял решение без учета известной ему информации, %	не знаю	2,50	-
До принятия решения не предпринял действий, направленных на получение необходимой информации, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, результат анкетирования
Совершил сделку без соблюдения обычно требующихся или принятых в данном юридическом лице внутренних процедур, %	не знаю	2,50	-
Сумма значений, %:		5,00	Расчет автора
Количество составляющих факторов:		3	Расчет автора
Значение элемента премии за риск (K ₃) , %:		1,70	Расчет автора

Элемент риска	Ответ (да, нет, не знаю)	Значение	Источник информации
Выполнение требований к деловой репутации в части требований законодательства к финансовым организациям			
Наличие фактов привлечения к административной или уголовной ответственности в связи с банкротством и в связи с деятельностью финансовой организации, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, справка из суда, результат анкетирования
Расторжение с лицом трудового договора по инициативе работодателя по основаниям, предусмотренным п.п. 7 или 7.1 части первой ст. 81 Трудового кодекса Российской Федерации, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, справка из суда, результат анкетирования
Предоставление недостоверной информации о соответствии квалификационным требованиям и (или) требованиям к деловой репутации, установленных законодательством, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, результат анкетирования
Признание судом лица виновным в причинении убытков какому-либо юридическому лицу при исполнении им обязанностей единоличного исполнительного органа, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, справка из суда, результат анкетирования
Осуществление лицом действий (организации действий), относящихся в соответствии с законодательством Российской Федерации к неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, %	нет	0,00	Внутренние документы ПАО 2, справка из суда, результат анкетирования
Сумма значений, %:		0,00	Расчет автора
Количество составляющих факторов:		5	Расчет автора
Значение элемента премии за риск (K ₄) , %:		0,00	Расчет автора
Определение итоговой величины элемента премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства»			
Сумма величин, %:		2,90	Расчет автора
Количество факторов:		3	Расчет автора
Итоговая величина элемента премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» (r_{руководство}) , %:		0,97	Расчет автора

Приложение 21

(обязательное)

Соблюдение принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления ПАО 2

Таблица 21.1 - Соблюдение принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления

Принцип корпоративного управления	Статус соответствия принципу (соблюдается / частично соблюдается / не соблюдается)	Комментарий
1) Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав	частично соблюдается	– Во внутренних документах не установлена процедура контроля за выявлением и одобрением с аффилированными лица
2) Совет директоров общества		– По Уставу, члены правления избираются советом директоров, председатель правления – общим собранием акционеров – Оценка кандидатов в совет директоров не проводилась в 2019 году – Независимых директоров менее 1/3 – Председатель совета директоров не является независимым директором – Кворум на заседании совета директоров отсутствует (согласно уставу, решения принимаются большинством голосов принимающих участие в заседании) – Только в 3 комитетах из 4 председателем является независимый директор – Оценка качества и эффективности работы совета директоров проводилась в заочном формате
3) Корпоративный секретарь общества	соблюдается	Отсутствует
4) Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества	частично соблюдается	– Отсутствует программа долгосрочной мотивации для членов исполнительных органов с использованием акций
5) Система управления рисками и внутреннего контроля	соблюдается	Отсутствует
6) Раскрытие информации об обществе, информационная политика общества		Отсутствует
7) Существенные корпоративные действия	частично соблюдается	– Уставом не определено понятие существенных корпоративных действий – Отсутствует расширенный перечень оснований для лиц признающиеся заинтересованными в сделках

Источник: Годовой отчет ПАО 2 за 2019 год.