

Ксенофонт-

На правах рукописи

Ксенофонтова (Косорукова) Ольга Дмитриевна

**Влияние корпоративного управления на формирование
стоимости бизнеса**

Специальность: 5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2022

Работа выполнена в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова».

Научный доктор экономических наук, профессор
руководитель: **Екимова Ксения Валерьевна**

Официальные **Якупова Наиля Маликовна**
оппоненты: доктор экономических наук, профессор, ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет», профессор кафедры проектного менеджмента и оценки бизнеса

Бакулина Анна Александровна
доктор экономических наук, профессор, ФГАОУ ВО «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации», профессор кафедры государственного управления

Ведущая Федеральное государственное бюджетное образовательное
организация: учреждение высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»

Защита состоится 27 января 2023 г. в 12 часов на заседании диссертационного совета 24.2.372.04, созданного на базе федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, г. Москва, Стремянный пер., д. 36, корп. 3., ауд. 353.

С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в Научно-информационном библиотечном центре имени академика Л.И. Абалкина ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, г. Москва, ул. Зацепа, д.43. и на сайте организации: <http://ords.rea.ru/>.

Автореферат разослан «__» _____ 2022 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета 24.2.372.04
кандидат экономических наук, доцент

 Гордиенко Михаил Сергеевич

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

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 проблема корпоративной социальной ответственности бизнеса, которая является частью корпоративного управления, и они определяют ряд ESG-факторов 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.

Степень разработанности проблемы. 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.Старюка, 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 недостаточное 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.

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.

Цель исследования - разработка теоретико-методических положений формирования стоимости бизнеса с учетом влияния факторов корпоративного управления и их апробация на практике.

Цель работы обусловила необходимость постановки и решения следующих **задач**:

- 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.

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.

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.

Эмпирическую и информационную основу исследования составили данные базы данных «СКРИН» (www.skrin.ru), материалы научно-практических конференций, информация, опубликованная в научной литературе и периодической печати, в справочных системах «Консультант плюс» (<http://www.consultant.ru>), «Гарант» (<https://www.garant.ru>), в обзорах Банка России, материалах Минэкономразвития России, национальных докладах Национального совета по корпоративному управлению, Российского института директоров (РИД), рейтинговых агентств, данные открытого доступа официальных источников сети «Интернет», законодательные акты и нормативные документы, регламентирующие формирование стоимости бизнеса и применение принципов корпоративного управления в Российской Федерации, материалы периодических изданий, результаты российских и зарубежных научных и методических публикаций и исследований.

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.

Наиболее существенные результаты, определяющие научную новизну исследования, полученные лично соискателем и выносимые на защиту, заключаются в следующем:

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. Выделены 4 группы: финансовые, нефинансовые, фундаментальные и нефундаментальные. Классификация представлена в матричном виде. Она 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.

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».

Апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность и обоснованность положений, выводов и рекомендаций, приведенных в диссертационном исследовании, базируются на всестороннем и комплексном

рассмотрении исследуемой проблемы, а также подтверждаются корректной обработкой и анализом собранного фактического материала с использованием корреляционно-регрессионных моделей, построенных на основании эмпирических данных выборки отчетности публичных акционерных обществ (объем выборки составил 20 публичных акционерных обществ за 11 лет (за период с 2009 по 2019 год), осуществляющих свою деятельность на территории Российской Федерации).

Основные положения и полученные результаты исследования изложены в докладах на российских и международных научно-практических 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; III Всероссийская научно-практическая конференция «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире», Финансовый университет, Москва, 2021; Тринадцатая Международная научно-методическая конференция «Стоимость собственности: оценка и управление», Университет «Синергия», 2021; 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 используются в учебном процессе Университета «Синергия» в рамках преподавания дисциплин «Оценка стоимости бизнеса» и «Основы корпоративного управления» для программ бакалавриата направления подготовки 38.03.01 «Экономика».

Выводы диссертационного исследования внедрены в практическую деятельность оценочной организации ЗАО «Российская оценка», НП «Российский

институт директоров», Акционерного общества «Навигационно-информационный центр Омской области», Университета «Синергия».

Апробация и внедрение результатов диссертационного исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные научные результаты опубликованы в 12 научных работах общим объемом 12,92 печ. л., в том числе 6 работ в рецензируемых изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации (9,66 печ. л.).

Структура работы обусловлена целью, задачами исследования и состоит из введения, трех глав, объединяющих 9 параграфов, заключения, списка использованных источников и приложений.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И 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.

В результате проведенного в работе анализа моделей корпоративного управления и критериев их сравнения было определено, что описанные в литературе три основные зарубежные модели (американская, германская и азиатская) сравниваются по шести общепринятым критериям: культурно-исторические особенности, участники реализации, экономические особенности, структура владения акциями, стиль управления, особенности взаимодействия с акционерами. Для более качественного проведения анализа предложено семь дополнительных критериев сравнения: наличие независимых директоров, иностранных инвесторов, ориентация инвестирования, уровень вознаграждения менеджеров, роль наемного персонала, степень раскрытия информации (табл. 1).

Таблица 1 - Анализ дополнительных критериев сравнения зарубежных моделей корпоративного управления

Наименование критерия	Американская модель	Германская модель	Азиатская модель
1) Независимые директора	Число независимых директоров регулярно растет	Независимые директора практически не оказывают влияния на корпорацию	В около 80 % публичных акционерных обществ отсутствуют независимые директора
2) Иностранные инвесторы	Высокий процент	Значительный процент	Минимальный процент
3) Период инвестирования	Краткосрочная	Долгосрочная	Долгосрочная
4) 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
5) Роль наемного персонала	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
6) Степень раскрытия информации	Высокая	Средняя	Низкая

Источник: составлено автором.

Дополнительные критерии были определены на основе российских принципов КУ, представленных в Кодексе КУ, который в 2014 году утвердил Банк России. Данные критерии позволяют более детально подойти к описанию моделей КУ и учесть их при дальнейшем анализе ценообразующих факторов бизнеса.

Были проанализированы особенности отечественной модели КУ по 13 критериям (в том числе по 7 предложенным в данном исследовании): несмотря на то, что отечественная модель по 9 из 13 критериям (69 % из 100 %) схожа с американской моделью, по 4 из 13 критериям (31 % из 100 %) схожа с германской моделью, по 2 из 13 критериям (15 % из 100 %) схожа с азиатской моделью, все равно она наиболее близка германской модели, так как один из критериев - наемный персонал принимает участие в управлении организацией - не реализуется в американской практике, в отличие от российской практики корпоративного управления (табл. 2).

Таблица 2 - Российская модель корпоративного управления и ее элементы

Наименование критерия	Характеристика для российской модели	Соответствие зарубежным моделям
1) Страны распространения	Россия	Отсутствует
2) 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
3) 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 организаций
4) 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
5) Структура владения акциями	Увеличение доли миноритариев (акционеры, которые владеют некоторой частью ценных бумаг и становятся ими ради извлечения прибыли в виде дивидендов)	Отсутствует
6) Стиль управления	Структура корпоративного управления является двухуровневой, однако нечеткое разделение обязанностей	Американская модель: отсутствует четкое разделение функций собственности и контроля

Наименование критерия	Характеристика для российской модели	Соответствие зарубежным моделям
	между управленцами и собственниками организации	
7) 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
8) 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
9) Иностранные инвесторы	Удельный вес иностранных инвесторов в российских организациях достаточно высок.	Американская модель: высокий удельный вес иностранных инвесторов
10) Ориентация инвестирования	Ориентация на краткосрочное инвестирование	Американская модель: краткосрочное инвестирование
11) Уровень вознаграждения менеджеров	Высокий уровень вознаграждения менеджеров	Американская модель: уровень вознаграждения существенно превышает уровень оплаты труда
12) 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
13) Степень раскрытия информации	В России относительно низкая степень раскрытия информации и прозрачности бизнеса	Германская модель: Степень раскрытия информации невысокая

Источник: составлено автором.

Представленное описание российской модели корпоративного управления необходимо для дальнейшего анализа факторов корпоративного управления, оказывающих влияние на формирование стоимости российского бизнеса.

2) *Обоснована классификация показателей, оказывающих влияние на стоимость бизнеса. Выделены 4 группы: 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.*

Рассмотрены ценообразующие факторы стоимости бизнеса: финансовые, нефинансовые; фундаментальные, нефундаментальные. Влияние финансовых

показателей на стоимость бизнеса достаточно подробно исследовано и применяется на практике. Однако для расчета и управления стоимостью бизнеса оценщикам настоящее время недостаточно учитывать только их. Возрастающее внимание должно уделяться нефинансовым показателям.

В рамках оценки стоимости бизнеса довольно часто встречается деление показателей на фундаментальные и нефундаментальные. На основе систематизации результатов научных исследований, в диссертации впервые разработана матрица классификации ценообразующих факторов формирования стоимости бизнеса. Авторский подход к их классификации позволил обосновать вывод об отнесении корпоративного управления к фундаментальным показателям стоимости бизнеса. Это опровергает существующую точку зрения об отнесении КУ к нефундаментальным факторам ценообразования (рис. 1).



Рисунок 1 - Матрица классификации показателей в разрезе влияния на формирование стоимости бизнеса

Источник: составлено автором.

Каждый квадрант матрицы имеет свои особенности:

1) В квадрант «финансовые - фундаментальные» показатели входят показатели, которые являются финансовыми и оказывают влияние на стоимость бизнеса организации. Их влияние изучено и применяется на практике. В этом

квадранте отражены факторы формирования стоимости бизнеса.

2) В квадрант «нефинансовые – фундаментальные» показатели входят показатели, которые не являются финансовыми, но оказывают влияние на стоимость бизнеса организации. В этом квадранте также отражаются факторы формирования стоимости бизнеса.

3) В квадрант «финансовые – нефундаментальные» показатели входят показатели, которые являются финансовыми и не оказывают влияние на стоимость бизнеса.

4) В квадрант «нефинансовые – нефундаментальные» показатели входят показатели, которые не являются финансовыми показателями и не оказывают влияние на стоимость бизнеса.

В представленной классификации корпоративное управление является нефинансовым фундаментальным показателем, оказывающим влияние на стоимость бизнеса.

Представленная классификация факторов используется для дальнейшего анализа взаимосвязи принципов корпоративного управления с формированием стоимости и уровнем капитализации организации (табл. 3).

Таблица 3 - Анализ взаимосвязи принципов корпоративного управления и стоимости и уровня капитализации бизнеса

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>	<p>1) Структура капитала.</p> <p>2) Наличие государственного участия в структуре собственников.</p> <p>3) Выплаченные дивиденды.</p>
II. Совет	Стоимость бизнеса создается и разрушается в момент	

Наименование принципа КУ	Влияние принципа на расчет стоимости бизнеса	Фактор корпоративного управления для проведения анализа
директоров общества	<p>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 эмитентов.</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 стоимости. У обществ приняты внутренние документы, которые описывают политику управления рисками, 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

Наименование принципа КУ	Влияние принципа на расчет стоимости бизнеса	Фактор корпоративного управления для проведения анализа
		деловой репутации. 5) Выручка. 6) Показатели рентабельности.
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. При этом раскрытие информации способствует снижению рисков инвесторов, что влечет за собой снижение ставки дисконтирования, и соответственно, рост стоимости бизнеса.	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.

Данные таблицы 3 позволяют определить факторы, связанные с принципами КУ, которые будут применяться для проведения корреляционно-регрессионного анализа влияния корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса: структура капитала, наличие государственного участия, выбор сферы деятельности (отрасль), выплаченные дивиденды, элементы деловой репутации, выручка, показатели рентабельности, существенные факты.

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.

Для анализа наилучшей практики КУ формируется рейтинг его качества. В России имеется Национальный рейтинг качества КУ (учитывает 3 принципа Кодекса, оценивается 4 компонента), который формирует Российский институт директоров (РИД), и Методика самооценки качества КУ в обществах с госучастием (учитывает 5 принципов Кодекса; оценивается 6 компонентов), утвержденная Росимуществом. Дополнительными критериями в рейтинге и Методике являются корпоративная социальная ответственность, деловая этика, комплаенс. Существует также методика формирования рейтинга Национального рейтингового агентства, однако по ней на практике не проводится пока рейтингование организаций.

Поскольку существующие рейтинги РИД и НРА, а также Методика Росимущества не анализируют соблюдение организациями всех российских принципов КУ, то, на наш взгляд, необходимо включить в рейтинг недостающие два компонента, раскрытие которых должно базироваться на требованиях Кодекса КУ: существенные корпоративные действия и система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества. При этом дополнительно необходимо учесть критерии, которые существенно влияют на соответствующий принцип КУ (табл. 4).

Таблица 4 - Дополнительные компоненты и их критерии для учета в рейтингах качества корпоративного управления

Дополнительные компоненты рейтинга	Критерии компонентов
Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества	наличие политики вознаграждения
	наличие политики возмещения расходов (компенсаций), конкретизирующую перечень расходов, подлежащих возмещению, и уровень обслуживания, на который могут претендовать
	наличие комитета по вознаграждению
	наличие прозрачных механизмов определения размера вознаграждения
	размер выплачиваемого обществом вознаграждения
Существенные корпоративные действия	определен состав (список/перечень) существенных корпоративных действий в организации
	определен порядок их совершения
	закреплены во внутренних документах правила и процедуры осуществления обществом существенных корпоративных действий
	раскрывается информация о совершении существенных корпоративных действий с объяснением причин, условий и последствий их совершения

Источник: составлено автором.

При этом нужно учесть, что дополнительные компоненты рейтинга являются важными факторами формирования стоимости бизнеса (табл. 3).

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.

Для проведения данного анализа было отобрано 20 российских публичных акционерных обществ четырех различных отраслей. Для анализа использовалась ежедневная капитализация отобранных обществ и информация об опубликованных существенных фактах обществ за период с 2017 по 2019 год. Источником информации послужила база данных «СКРИН».

Было выявлено, что влияние существенных фактов на уровень капитализации организации не зависит от ее отраслевой принадлежности, а является индивидуальным для конкретного публичного акционерного общества. 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 влияние этих существенных фактов на капитализацию отдельных организаций.

Построенные графики показали влияние часто встречающихся у организаций существенных фактов на уровень капитализации отдельных организаций. К таким существенным фактам относятся сообщения о существенных фактах о проведении заседания совета директоров эмитента, о сведениях, направляемых или предоставляемых эмитентом соответствующему органу/организации иностранного государства, о начисленных и (или) выплаченных доходах по эмиссионным ценным бумагам эмитента, о раскрытии эмитентом ежеквартального отчета. Результаты данного анализа могут быть использованы для управления стоимостью бизнеса публичных акционерных обществ.

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.

В диссертации предложено рассматривать анализ влияния корпоративного управления на стоимость бизнеса через призму 7 российских принципов корпоративного управления, утвержденных Банком России в Кодексе КУ в 2014 году. Взаимосвязь принципов Кодекса с формированием стоимости и уровнем капитализации организации представлена в таблице 3. На основе проведенного анализа взаимосвязи в таблице 3 выявлены факторы, связанные с принципами КУ, которые используются для проведения корреляционно-регрессионного анализа влияния корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса.

Представленные факторы частично используются для классификации организаций выборки. В качестве классификационных признаков используются отраслевая принадлежность, структура собственников и наличие государства в структуре собственников. Факторными признаками для построения регрессионных моделей являются рентабельность продаж и собственного капитала, выручка и дивидендные выплаты.

Проведенный корреляционно-регрессионный анализ доказал влияние факторов КУ на стоимость и уровень капитализации бизнеса, показал, что наибольшим влиянием на стоимость бизнеса из четырех переменных факторов обладают только два: выручка и дивидендная политика, а на уровень капитализации организаций оказывают влияние все четыре. Кроме того, показано, что наибольшее влияние на стоимость бизнеса оказывают факторы корпоративного управления для обществ с числом 11 и более собственников, а на уровень капитализации бизнеса наибольшим влиянием обладают факторы корпоративного управления для обществ с числом собственников от 6 и более человек (табл. 5).

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. 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.

Таблица 5 - 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			Уравнение регрессии	Коэффициент детерминации (R2)
		к1 (отрасль)	к2 (структура собственников)	к3 (гос. участие)		
y1	рентабельность собственного капитала (x3)	энергетическая	11 и более	нет	$y=2677419032-98055570x3$	0,520
	дивиденды (x4)	нефтегазовая	11 и более	нет	$y=0,017-59,2x4$	0,477
y2	выручка (x1)	энергетическая	11 и более	нет	$y=0,0036x1-0,001$	0,514
		энергетическая	11 и более	да	$y=0,058+0,054x1$	0,460
		химическая	11 и более	да	$y=0,013+34,6x1$	0,493
	дивиденды (x4)	нефтегазовая	11 и более	нет	$y=0,05+0,016x4$	0,865
		химическая	11 и более	да	$y=0,073+32,1x4$	0,563
y3	выручка (x1)	нефтегазовая	6-10 вкл.	нет	$y=4,795+34,17x1$	0,480
		химическая	11 и более	нет	$y=3,012+21,5x1$	0,792
		химическая	11 и более	да	$y=2,073+46,9x1$	0,554
	рентабельность продаж (x2)	энергетическая	1	нет	$y=49767700000+1531410000x2$	0,691
	рентабельность собственного капитала (x3)	нефтегазовая	6-10 вкл.	нет	$y=1090000000000-1178460000000x3$	0,585
		энергетическая	1	нет	$y=3670000000+2139360000x3$	0,745
	дивиденды (x4)	нефтегазовая	6-10 вкл.	нет	$y=17,383+65,03x4$	0,759
		химическая	11 и более	нет	$y=3,609+41,5x4$	0,599
		химическая	11 и более	да	$y=13,059+83,48x4$	0,803

Источник: составлено автором.

б) *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.*

Одним из элементов КУ является деловая репутация руководителя организации, поскольку именно в рамках КУ рассматривается взаимосвязь менеджмента и собственников компании и ее влияние на стоимость бизнеса. При учете деловой репутации руководителей в ставке дисконтирования это можно сделать в методе кумулятивного построения в рамках премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» или в модели оценки капитальных активов (модель CAPM) в прочих особых рисках бизнеса. Разработана методика определения величины премии за риск, связанной с ключевой фигурой в руководстве организации, на основе анализа деловой репутации членов ее совета директоров и исполнительных органов (табл. б).

Таблица 6 -Методика расчета итогового значения премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства»

Элементы риска	Ответы (да, нет, не знаю)	Значение
Профильное образование и опыт работы		
Наличие высшего образования у руководителя оцениваемой организации		
Профильное образование исполнительного органа (руководителя организации, генерального директора) оцениваемой организации		
Опыт работы исполнительного органа (руководителя организации, генерального директора) оцениваемой организации в данной области более 5 лет		
Время работы руководителя организации на должности более 2-х лет		
Сумма значений:		
Количество составляющих факторов:		
Значение элемента премии за риск (K_1):		
Выполнение требований к деловой репутации в части недобросовестности (нечестности директора)		
Действовал при наличии конфликта интересов и не раскрыл его		

Элементы риска	Ответы (да, нет, не знаю)	Значение
Скрывал информацию о совершенной им сделке от участников		
Совершил сделку без необходимого корпоративного одобрения		
Уклонялся от передачи документов, касающихся обстоятельств, повлекших убытки		
Знал или должен был знать о том, что его действия (бездействия) не отвечали интересам организации		
Сумма значений:		
Количество составляющих факторов:		
Значение элемента премии за риск (К ₂):		
Выполнение требований к деловой репутации в части неразумности (непрофессионализма)		
Принял решение без учета известной ему информации		
До принятия решения не предпринял действий, направленных на получение необходимой информации		
Совершил сделку без соблюдения обычно требующихся или принятых в данном юридическом лице внутренних процедур		
Сумма значений:		
Количество составляющих факторов:		
Значение элемента премии за риск (К ₃):		
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		
Наличие факта расторжения с лицом трудового договора по инициативе работодателя по основаниям, предусмотренным п.п. 7 или 7.1 части первой ст. 81 Трудового кодекса Российской Федерации		
Предоставление недостоверных сведений о своем соответствии квалификационным требованиям и (или) требованиям к деловой репутации, установленных законодательством		
Признание судом лица виновным в причинении убытков какому-либо юридическому лицу при исполнении им обязанностей единоличного исполнительного органа		
Осуществление лицом действий (организации действий), относящихся в соответствии с законодательством Российской Федерации к неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком		
Сумма значений:		
Количество составляющих факторов:		
Значение элемента премии за риск (К ₄):		
Сумма значений:		

Элементы риска	Ответы (да, нет, не знаю)	Значение
Количество составляющих факторов:		
Итоговое значение элемента премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» ($r_{руководство}$):		

Источник: составлено автором.

Итоговое значение элемента премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» будет определяться по формуле 1:

$$r_{руководство} = \sum_{k=1}^m \frac{K_k}{m} \quad (1)$$

где $r_{руководство}$ - 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.

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, обусловленной раскрытием информации об эмитенте. Проведенный анализ показателей рентабельности для различных организационно-правовых форм организаций для ПАО, АО и ООО за период с 2009 по 2019 год (выборка составила от 500 до 10000 организаций в разрезе нескольких отраслей) 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 их стоимости в рамках применения доходного подхода к оценке.

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.*

Методика включает 5 этапов.

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 исследования были выявлены сходства и отличия в соблюдении принципов КУ для АО и ООО. Кодекс КУ содержит рекомендации для акционерных обществ, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам, а также государственным корпорациям и организациям. Однако на открытом рынке согласно ГК РФ, в настоящее время размещают ценные бумаги не только ПАО, но и АО и ООО (чаще всего публично размещаются облигации). При этом в качестве рекомендаций для выпуска облигаций, Банк России определил: соблюдение требований законодательства к раскрытию информации (в случае размещения облигаций путем открытой подписки или регистрации проспекта ценных бумаг), наличие устойчивости основной деятельности, перспективных проектов развитая системы управления рисками и высокий уровень корпоративного управления. В связи с этим в работе анализировались особенности соблюдения российских принципов КУ как для АО, так и для ООО.

Для различных организационно-правовых форм КУ имеет свои особенности. Были определены отличия и отсутствие отличий по всем 7 принципам КУ, указанным в российском Кодексе КУ. Например, совет директоров формируется обязательно только в ПАО, при соблюдении шестого принципа корпоративного управления (раскрытие информации об обществе, информационная политика общества) в зависимости от вида акционерного общества раскрывается разный объем информации. Также существуют различия осуществления прав акционеров с одной и той же долей в ПАО и в непубличном АО и прав участников ООО, что, в свою очередь, будет влиять на величины применяемых премии за контроль и скидки за неконтрольный характер оцениваемой доли. То есть, если, например, для оценки стоимости долей свыше 25% в АО применяется премия за контроль в размере от 31% до 59%, 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.

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

Анализ позволил сформулировать следующие выводы: наиболее значим уровень КУ в обществах с большим количеством собственников; наибольшим

влиянием на стоимость бизнеса из фундаментальных факторов организаций обладают только выручка и дивидендная политика; на уровень капитализации бизнеса оказывают существенное влияние все анализируемые факторы; наибольшее влияние на уровень капитализации и стоимость бизнеса факторы оказывают в организациях без участия государства в структуре собственников (67% случаев); наименее значимое влияние оказывают факторы на общества металлургической отрасли; в этой отрасли корпоративное управление в России менее развито; большинство всех 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.

4) Анализ деловой репутации руководителей организации.

II этап. Определение факторов КУ, влияющих на стоимость организации.

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

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

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

В диссертации проанализировано различие в применении этапов методики оценки влияния КУ на формирование и управление стоимостью бизнеса для оценки стоимости бизнеса и управления его стоимостью (табл. 7).

Таблица 7 – Особенности использования методики оценки влияния корпоративного управления на определение и управление стоимостью бизнеса для целей оценки и управления стоимостью бизнеса

Номер и наименование этапа методики	Наименование подэтапа методики	Использование для оценки стоимости бизнеса	Использование для управления стоимостью бизнеса
I этап. Проведение анализа состояния корпоративного управления в организации с учетом особенностей ее организационно-правовой формы	1.1. Анализ соблюдения организацией принципов корпоративного управления.	применяется	применяется
	1.2. Анализ отраслевой принадлежности и структуры собственников организации, в том числе наличие государственного участия в ее	применяется	применяется

Номер и наименование этапа методики	Наименование подэтапа методики	Использование для оценки стоимости бизнеса	Использование для управления стоимостью бизнеса
	деятельности.		
	1.3. Анализ существенных корпоративных действий конкретной организации с учетом отраслевой принадлежности и структуры ее собственников.	неприменяется	применяется
	1.4. Анализ деловой репутации руководителей организации.	применяется	применяется
II этап. Определение факторов корпоративного управления, влияющих на стоимость организации.	Определение факторов корпоративного управления, влияющих на стоимость организации.	применяется	применяется
III этап. Использование полученных регрессионных моделей в рамках сравнительного подхода	Использование полученных регрессионных моделей в рамках сравнительного подхода	применяется	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.	применяется	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.	применяется	не применяется

Источник: составлено автором.

Из представленной таблицы 7 видно, что не все этапы методики применимы для оценки стоимости бизнеса и не все этапы применимы для управления стоимостью бизнеса.

В работе представлена апробация представленной методики, которая подтверждает ее корректность и эффективность при формировании стоимости конкретных публичных акционерных обществ.

В **заключении** приведены основные выводы и рекомендации по теме диссертации.

III. ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Рецензируемые издания

1) Косорукова, О. Д. Роль корпоративного управления при формировании стоимости акций и бизнеса публичного акционерного общества в современной российской экономике / М. А. Шуклина, О. Д. Косорукова. Текст : электронный // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2018. – № 12(207). – С. 6-16. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=36613640> (дата обращения: 20.12.2021) – Режим доступа: Науч. электрон. б-ка elibrary.ru. – 0,90 печ. л. – 0,45 авт. печ. л.

2) Косорукова, О. Д. Финансовые и нефинансовые показатели как факторы формирования стоимости бизнеса: анализ и классификация / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // Проблемы теории и практики управления. – 2020. – № 3. – С. 129-141. – 1,06 печ. л.

3) Косорукова, О. Д. Анализ российской модели корпоративного управления в современных условиях / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // Проблемы теории и практики управления. – 2020. – № 12. – С. 97-116. – 1,25 печ. л.

4) Косорукова, О. Д. Методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа и членов совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса / О. Д. Косорукова. Текст : непосредственный // Современная конкуренция/Journal of Modern Competition. – 2021. – Т. 15, № 1(81). – С. 80-96. – 1,39 печ. л.

5) Косорукова, О. Д. Методика оценки влияния корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // Финансы и кредит. – 2021. – Т. 27, № 9. – С. 2008-2032. – 3,13 печ. л.

6) Косорукова, О. Д. Анализ влияния факторов корпоративного управления на стоимость бизнеса и уровень его капитализации/ О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // Дайджест-Финансы. – 2021. – Т. 26, № 3. – С. 291-309. – 2,38 печ. л.

Монография

7) Косорукова, О. Д. Финансовые инновации в финансовой отчетности и контроле организаций: проблемы и перспективы развития / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // Стоимость собственности в цифровой экономике: оценка и управление : монография / коллектив авт. – Москва : КНОРУС, 2020. – ISBN 978-5-406-07966-9. – 420 с. – С. 278-295. – 26,5 печ. л. – 1,13 авт. печ. л.

Другие публикации

8) Косорукова, О. Д. Корпоративное управление как фактор, влияющий на стоимость организации / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный //

Актуальные проблемы корпоративного менеджмента на современном этапе : материалы междунар. науч.-практ. конф.. 18 окт. 2018 г. – Хабаровск : РИЦ ХГУЭП, 2018. – С. 40-44. – 0,29 печ. л.

9) Косорукова, О. Д. Принципы корпоративного управления и их влияние на формирование стоимости бизнеса в сфере услуг / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // Современные проблемы и перспективы развития туризма и сферы услуг в условиях глобализации : сб. ст. I Всероссийской науч.-практ. конф. 13-14 дек. 2018 г. – Владимир : АТЛАС, 2018. – С. 147-151. – 0,29 печ. л.

10) Косорукова, О. Д. Обзор моделей корпоративного управления за рубежом / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // 25 лет оценочной деятельности в Российской Федерации: траектория развития : Материалы Десятой Междунар. науч.-практ. конф. – Москва : Синергия, 2019. – С. 128-139. – 0,75 печ. л.

11) Косорукова, О. Д. / Анализ факторов корпоративного управления в формировании стоимости бизнеса / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // Стоимость собственности: оценка и управление : материалы Одиннадцатой междунар. науч.-методической конф. 20 нояб. 2019 г. – Москва : Синергия, 2019. – С. 154-160. – 0,44 печ. л.

12) Косорукова, О. Д. Анализ влияния деловой репутации исполнительного органа и членов совета директоров на расчет ставки дисконтирования в оценке бизнеса / О. Д. Косорукова. – Текст : непосредственный // XXXIV Международные Плехановские чтения. 24-25 марта 2021 г. : сб. ст. молодых ученых. – Москва : РЭУ им. Г. В. Плеханова. – С. 114-120. – 0,36 печ. л.