

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

На правах рукописи

Шестакова Елена Дмитриевна

ФОРМИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ НА ОСНОВЕ АКЦИОНИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ ЦИФРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Косорукова Ирина Вячеславовна,
доктор экономических наук, профессор

Москва - 2024

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

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 11 сентября 2024 г. в 14:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

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

Персональный состав диссертационного совета:

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

члены диссертационного совета:

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

Автореферат диссертации разослан 28 июня 2024 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101

С.Р. Древинг

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования определяется недостаточной изученностью проблем инвестиционной привлекательности, недооцененности на финансовом рынке и конкурентоспособности российских компаний в связи с существенными изменениями экономической ситуации в России и мире.

Способность бизнеса создавать стоимость в долгосрочной перспективе с учетом актуальных и потенциальных вызовов задает основу его инвестиционной привлекательности и значимости для заинтересованных лиц. Для российской экономики способность отечественных компаний обеспечивать формирование стоимости с учетом современных вызовов означает сохранение независимости, конкурентоспособности и потенциалов роста, что является приоритетной задачей обеспечения экономического, технологического и финансового суверенитета России.

Исследование публичного акционирования (далее – акционирование) является актуальной задачей как с позиции привлечения финансовых ресурсов для осуществления деятельности компаний, так и с точки зрения эффектов, оказываемых ключевыми факторами акционирования на стоимость бизнеса и потенциал ее роста в долгосрочной перспективе.

На российском рынке ценных бумаг наблюдается рост компаний, осуществляющих акционирование.

Отличительные свойства акционирования, характерные не только для открытых компаний, но являющиеся обязательными условиями акционирования, позволяют идентифицировать акционирование не только как один из методов финансирования компании, но и в качестве потенциального инструмента формирования стоимости бизнеса и его инвестиционной привлекательности.

Современные российские компании действуют в условиях существенной трансформации экономических отношений вследствие новых социально-политических и научно-технологических вызовов, связанных с развитием национальной цифровой экономики, запускающей процессы цифровой трансформации бизнеса.

Акционированию российских компаний посвящено достаточное количество исследований, однако его особенности в текущих экономических условиях

санкционного давления и цифровизации экономики, а также его влияние не только на уровень капитализации, но и на стоимость компаний, мало изучены. Исследование этого вопроса в современных экономических условиях является актуальной научно-практической задачей, что обуславливает актуальность приращения научных знаний в анализируемой области, выбор темы исследования, ее цель и прикладные задачи.

Степень разработанности темы исследования. Несмотря на значительное количество фундаментальных и прикладных исследований, посвященных влиянию структуры капитала на стоимость компаний, а также отдельным аспектам влияния публичного акционирования на финансовые результаты организаций, вопрос влияния акционирования на формирование и рост стоимости российских компаний с учетом становления и развития цифровой экономики и ключевых особенностей публичных компаний является открытым.

Анализ современных работ в области исследования акционирования как инструмента формирования стоимости позволяет выявить отсутствие комплексного рассмотрения ключевых особенностей акционирования с позиции их влияния на стоимость компаний.

Исследование акционирования в основном касается анализа влияния отдельных аспектов, связанных с акционированием, на финансовые результаты и рыночную капитализацию компаний, но не на их стоимость.

В основе проведенного автором исследования лежат труды отечественных ученых, внесших существенный вклад в изучение корпоративных финансов и оценку бизнеса, М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой, Ю.В. Козыря, И.В. Косоруковой, О.В. Лосевой, Т.В. Тазихиной, С.Р. Древинг, Л.Е. Хрустовой, Т.В. Тепловой, Ю.А. Данилова, и др. Зарубежными исследователями, которые рассматривают проблематику корпоративных финансов и оценки бизнеса, являются Е. Фама, К. Френч, У. Шарп, Р. Брейли, С. Майерс, Т. Коллер, М. Годхарт, Д. Весселс, А. Дамодаран, С. Росс, Р.С. Каплан, Д.П. Нортон и другие.

В работе рассмотрены современные исследования основных аспектов акционирования и цифровой экономики К.В. Криничанского, Б.Б. Рубцова, Е.А. Федоровой, С.О. Мусиенко, И.И. Смотрицкой, Е.П. Кочеткова.

Выводы в рамках исследований проанализированы и расширены результатами изучения акционирования в качестве инструмента формирования стоимости российских компаний в современных условиях, включая реализацию факторов цифровой экономики.

Целью исследования является теоретико-методическое обоснование акционирования в качестве инструмента формирования стоимости российских компаний в условиях цифровой экономики, разработка финансовой модели стоимостной оценки российских компаний с учетом факторов акционирования и совершенствование на ее основе методики принятия решений относительно применения акционирования в качестве инструмента формирования стоимости в условиях цифровой экономики.

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

1) обосновать основные факторы акционирования и цифровизации деятельности, влияющие на рыночную стоимость современных российских компаний;

2) разработать специфические принципы построения финансовой модели стоимостной оценки российских акционируемых компаний с учетом выявленных факторов;

3) разработать финансовую модель стоимостной оценки российских компаний, применяющих акционирование или планирующих применять акционирование в современных условиях;

4) разработать методику оценки цифровой зрелости российских компаний с учетом выявленных и теоретически обоснованных основных факторов цифровой экономики, влияющих на стоимость их бизнеса;

5) выявить эмпирические закономерности, учитывающие влияние идентифицированных факторов акционирования и цифровой экономики на рыночную стоимость российских компаний;

6) разработать научно-практические рекомендации по совершенствованию инструментов формирования стоимости российских компаний на основе акционирования в современных условиях, включая реализацию факторов цифровой экономики.

Объектом исследования является стоимость российских компаний при применении ими акционирования в условиях цифровой экономики.

Предметом исследования выступают финансово-экономические отношения, возникающие при формировании стоимости российских компаний на основе акционирования в условиях цифровой экономики.

Область исследования диссертации соответствует п. 15. «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент», п. 16. «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Методология и методы исследования. Теоретической основой исследования стали ключевые положения теории корпоративных финансов и оценки стоимости бизнеса, а также труды российских и зарубежных ученых, посвященные проблемам акционирования и цифровизации бизнеса и их влияния на стоимость бизнеса.

Методология исследования основана на общенаучных методах познания, сравнительного анализа, индукции, дедукции, и специальных методах научного познания, факторного анализа, корреляционно-регрессионного анализа, а также подходах и методах оценочной деятельности. Расчеты, осуществляемые в ходе исследования, проведены с помощью программного обеспечения Microsoft Excel и открытых библиотек для языка программирования Python.

Информационной базой исследования являются «Система профессионального анализа рынков и компаний» (далее – СПАРК), данные Центра раскрытия корпоративной информации Группы «Интерфакс», материалы научно-практических конференций, информация, опубликованная в научной литературе и периодической печати, в справочных системах «Консультант плюс», «Консорциум Кодекс», в обзорах Банка России, аналитика рейтингового агентства АО «Эксперт РА», 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 использованы законы Российской Федерации, Постановления и Распоряжения Правительства Российской Федерации, нормативно-правовые документы Министерства экономического развития Российской Федерации, а также нормативные акты и информационные письма Центрального банка Российской Федерации и другие.

Научная новизна работы заключается в разработке финансовой модели стоимостной оценки российских компаний с учетом факторов, влияющих на стоимость российских компаний при акционировании и цифровизации их деятельности, методики принятия финансово-инвестиционных решений с учетом особенностей акционирования и совершенствовании на ее основе методики принятия решений относительно применения акционирования в качестве инструмента формирования стоимости в условиях цифровой экономики.

Положения, выносимые на защиту:

1) выявлены факторы, влияющие на стоимость российских компаний при акционировании и цифровизации их деятельности. К факторам акционирования отнесены: раскрытие информации, включая финансовые и нефинансовые сведения, корпоративное управление, согласование корпоративных решений, внутренний контроль. В состав основных факторов цифровизации деятельности компаний включены: цифровые технологии, цифровые данные, цифровые платформы, цифровые навыки и компетенции. Выявленные факторы использованы при разработке финансовой модели стоимостной оценки российских акционируемых компаний и разработке методики оценки Индекса раскрытия информации о цифровизации (далее - ИРИЦ) (С. 20-66);

2) предложены специфические принципы построения финансовой модели стоимостной оценки российских акционируемых компаний с делением на процедурные и содержательные. В качестве специфических процедурных принципов выделены: принцип учета расходов на организацию акционирования, принцип учета рисков раскрытия информации, принцип учета рисков системы корпоративного управления, принцип учета структуры капитала, принцип учета ликвидности акционерного капитала. К специфическим содержательным принципам отнесены: отраслевой универсальности, учета внешних финансовых и нефинансовых сведений, учета реализации ESG-принципов акционируемыми

компаниями и необходимости раскрытия информации о данных аспектах. Предложенные принципы применяются при разработке финансовой модели стоимостной оценки российских компаний, применяющих акционирование или планирующих применять акционирование (С.74-80; 113-120);

3) разработана финансовая модель стоимостной оценки российских компаний, применяющих акционирование или планирующих применять акционирование. В отличие от существующих разработанная модель оценивает стоимость акционируемых компаний доходным подходом на базе внешних данных, финансовой отчетности, нефинансовой информации и специфических принципов, выявленных ранее в настоящем исследовании. Модель позволяет получить объективные значения стоимости за счет учета ключевых особенностей акционирования. Апробация модели проведена на 80 российских публичных компаниях различных отраслей (С. 106-112; 135-148);

4) разработана методика оценки цифровой зрелости российских компаний с учетом выявленных и теоретически обоснованных факторов цифровой экономики, влияющих на стоимость их бизнеса, на основе ИРИЦ. В отличие от существующих разработанная методика позволяет оценить уровень внедрения цифровых инициатив компаний любых отраслей с учетом факта раскрытия информации, а также возможность снижения рисков компаний, которые осуществляют цифровую трансформацию и привлекают капитал на открытых рынках (С. 120-129);

5) доказано, что раскрытие информации и корпоративное управление могут рассматриваться в качестве факторов формирования стоимости акционируемых компаний. На базе выборки из 26 российских публичных компаний проведен регрессионный анализ зависимости рыночной стоимости компаний от уровня раскрытия ими информации в рамках корпоративного управления. Полученные уравнения регрессии могут использоваться для принятия финансовых решений при выработке стратегии роста стоимости бизнеса с учетом применения факторов акционирования (С. 152-161);

6) на основании полученных выводов разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию инструментов формирования стоимости российских компаний на основе акционирования

в современных условиях, включая реализацию факторов цифровой экономики. Рекомендации включают методику принятия финансово-инвестиционных решений в области использования акционирования, построенную на этапах идентификации объекта оценки, расчета ИРИЦ, определении стоимости компании на базе предложенной финансовой модели стоимостной оценки, определении экономического эффекта от проведения акционирования на основе концепции стоимостно-ориентированного подхода к принятию финансовых и инвестиционных решений (С. 163-169).

Теоретическая значимость работы состоит в развитии положений теории корпоративных финансов и стоимостной оценки бизнеса с учетом факторов акционирования. Полученные теоретические положения и выводы составляют теоретическую основу и способствуют совершенствованию инструментария оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов на основе предложения специфических принципов построения финансовой модели акционируемой компании. Применение специфических принципов адаптировано к любым условиям осуществления акционирования, а сами принципы служат основой разработки финансовой модели стоимостной оценки акционируемой компании.

Практическая значимость работы состоит в возможности применения финансовой модели стоимостной оценки российскими компаниями с учетом факторов акционирования в условиях цифровой экономики. Предложенные разработки могут применяться финансовыми и инвестиционными консультантами, финансовым менеджментом публичных акционерных обществ и организаций с долей участия государства, оценщиками и оценочными компаниями.

Самостоятельное практическое значение имеет методика оценки уровня цифровой зрелости компаний, в основе которой лежит факт раскрытия информации. Методика позволяет интегрировать в оценку ключевые факторы акционирования. В отличие от имеющихся методик разработанная методика определяет уровень внедрения цифровых инициатив компаний любых отраслей и обладает объективными критериями оценки. Предложенные разработки могут применяться компаниями, научно-исследовательскими бюро и институтами, рейтинговыми агентствами. Кроме того, отдельные результаты исследования могут использоваться в консультациях частных и институциональных инвесторов по

вопросам повышения эффективности инвестиционных портфелей, включающих акции.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность полученных результатов и обоснованность выводов и рекомендаций, приведенных в диссертации, основаны на комплексном анализе исследуемой проблемы и аргументированы результатами применения финансовой модели стоимостной оценки в оценке рыночной стоимости 80 российских компаний, корреляционно-регрессионного анализа зависимости рыночной стоимости 26 российских компаний от уровня раскрытия информации в области корпоративного управления, применения методики оценки уровня цифровой зрелости 18 российских компаний с использованием разработанного Индекса раскрытия информации о цифровизации.

Основные результаты исследования изложены и получили одобрение на следующих научных мероприятиях: на Международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы внутренней и внешней экономической повестки России» (Москва, Всероссийская академия внешней торговли, 17 февраля 2022 года), на XVII Международном научном конгрессе «Роль бизнеса в трансформации общества – 2022» (Москва, Университет «Синергия», 11-15 апреля 2022 года), на Четырнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финансовый университет, Университет «Синергия», 24 ноября 2022 года), на XVIII Международном научном конгрессе «Роль бизнеса в трансформации общества – 2023» (Москва, Университет «Синергия», 10-14 апреля 2023 года), на XIX Международной научно-практической конференции «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса» (Москва, Финансовый университет, 25-26 мая 2023 года), на V Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 28 сентября 2023 года), на Пятнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финансовый университет, Университет «Синергия», 23 ноября 2023 года), на Международном

научном конгрессе «Роль бизнеса в трансформации общества – 2024» (Москва, Университет «Синергия», 8-12 апреля 2024 года).

Материалы исследования используются в практической деятельности Акционерного общества «Международный центр оценки», в частности используется разработанная в диссертации финансовая модель стоимостной оценки российских компаний, позволяющая получить объективные значения стоимости доходным подходом и отследить формирование стоимости компании при применении акционирования как финансовой стратегии. По материалам исследования внедрены разработанные в диссертации методика принятия финансово-инвестиционных решений в области использования акционирования в современных условиях, регрессионные модели зависимости рыночной стоимости компаний от уровня раскрытия ими информации о реализации аспектов корпоративного управления, с помощью которых проводится выбор финансовой стратегии развития компании на основе максимизации ее стоимости. Выводы и основные положения диссертации способствуют обоснованию акционирования как эффективной финансовой стратегии в части финансово-управленческого консультирования компаний по вопросам увеличения стоимости и выбора оптимальных стратегий роста.

Материалы диссертации использовались Департаментом корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Управление стоимостью компании» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01-«Экономика», образовательные программы «Корпоративные финансы» и «Экономика и бизнес», профиль «Корпоративные финансы и бизнес-аналитика» (с частичной реализацией на английском языке).

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные научные результаты диссертации опубликованы в 5 научных работах общим объемом 5,4 п.л. (весь объем авторский), из которых 4 работы авторским объемом 4,4 п.л. опубликованы в

рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 123 наименования, списка иллюстративного материала, 12 приложений. Текст диссертации изложен на 228 страницах, содержит 51 таблицу, 35 рисунков, 20 формул.

II Основное содержание работы

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

Выявлены факторы, влияющие на стоимость российских компаний при акционировании и цифровизации их деятельности. К факторам акционирования отнесены: раскрытие информации, включая финансовые и нефинансовые сведения, корпоративное управление, согласование корпоративных решений, внутренний контроль. В состав основных факторов цифровизации деятельности компаний включены: цифровые технологии, цифровые данные, цифровые платформы, цифровые навыки и компетенции. Выявленные факторы использованы при разработке финансовой модели стоимостной оценки российских акционируемых компаний и разработке методики оценки ИРИЦ.

В таблице 1 представлены финансовые и нефинансовые факторы формирования стоимости публичной компании, сформулированные исходя из анализа ключевых свойств акционирования.

Финансовые факторы формирования стоимости открытой компании выражают акционирование как метод финансирования.

Нефинансовые факторы формирования стоимости публичной компании могут стать финансовыми посредством определения затрат, необходимых для их реализации, что в последующем позволяет оценить их влияние на стоимость компании в рамках доходного подхода. Нефинансовым факторам могут быть

присвоены альтернативные количественные измерения, например, на основе формирования рейтингов, что позволяет в последующем идентифицировать их влияние на любой финансовый критерий, включая стоимость компании посредством построения регрессионных моделей и (или) оценки фактора риска на базе рейтингового подхода.

Таблица 1 - Факторы, влияющие на стоимость российских компаний при акционировании

Тип Влияния	Фактор			
	Финансовые факторы		Нефинансовые факторы	
Инструмент проявления	метод финансирования		инвестиционная привлекательность	
Факторы проявления акционирования	затраты на привлечение акционерного капитала и поступления от размещения акций		раскрытие информации	корпоративное управление
	притоки и оттоки по финансовой деятельности	расходы по размещению и обращению акций	тип и область информации	внутренний контроль, согласование корпоративных решений
Оценка	финансовые (стоимостные) критерии (прямое влияние на стоимость)		качественная и количественная оценка (прямое и опосредованное влияние на стоимость)	
Влияние на стоимость	изменение денежного потока за счет затрат на акционерный капитал или поступлений от размещения акций		придание финансовой (стоимостной) оценки	оценка качественных признаков акционирования с позиции их влияния на финансовые (стоимостные) критерии различными методами

Источник: составлено автором.

Для оценки влияния актуальных факторов цифровой экономики, представленных в таблице 2, на стоимость компании могут использоваться два основных направления, в зависимости от того на базе каких данных о компании проводится оценка.

При оценке влияния факторов цифровой экономики на основе внутренних данных внедрение в финансовую модель стоимостной оценки затрат, связанных с реализацией цифровых инициатив, и доходов, которые они формируют, позволяет оценить проявление данных факторов на стоимость компании.

При оценке влияния факторов цифровой экономики на основе внешних данных важно одновременно интегрировать качественную оценку уровня цифровой трансформации бизнеса и степень информационной открытости компаний о реализации ими цифровых инициатив.

Таблица 2 - Факторы, влияющие на стоимость российских компаний при цифровизации их деятельности

Фактор цифровой экономики	Влияние на стоимость компании
Цифровые данные	машиночитаемая информация о внутренней и внешней среде компании позволяет увеличить скорость обработки информации, автоматизировать процессы расчета стоимости и определить факторы ее роста
Цифровые платформы	развитие бизнес-моделей, основанных на цифровых данных: а) операционные модели, обеспечивающие взаимодействие с клиентами онлайн; б) инновационные модели, позволяющие создавать приложения и программное обеспечение на базе цифровых технологий
Знания и информация (цифровые навыки и компетенции)	центр цифровой трансформации компаний, лежащий в основе разработки системы принятия финансовых решений в рамках финансовой (стоимостной) модели на основе использования цифровых данных и технологий
Цифровые технологии	технологии сбора, хранения, обработки, поиска, передачи и представления данных в электронном виде, в основе которых находятся программные и аппаратные средства и системы, создающие дополнительную ценность для компаний посредством развития новых бизнес-моделей (цифровых платформ)

Источник: составлено автором.

Таким образом, для оценки влияния факторов цифровой экономики предложена методика оценки уровня раскрытия информации о реализации российскими компаниями цифровых инициатив в форме предложения расчета ИРИЦ, апробированная на примере 18 российских компаний различных организационно-правовых форм.

Предложены специфические принципы построения финансовой модели стоимостной оценки российских акционируемых компаний с делением на процедурные и содержательные. В качестве специфических процедурных принципов выделены: принцип учета расходов на организацию акционирования, принцип учета рисков раскрытия информации, принцип учета рисков системы корпоративного управления, принцип учета структуры капитала, принцип учета ликвидности акционерного капитала. К специфическим содержательным принципам отнесены: отраслевой универсальности, учета внешних финансовых и нефинансовых сведений, учета реализации ESG-принципов акционируемыми компаниями и необходимости раскрытия информации о данных аспектах. Предложенные принципы применяются при разработке финансовой модели стоимостной оценки российских компаний, применяющих акционирование или планирующих применять акционирование.

Согласно таблице 3 специфические процедурные принципы учитываются при оценке денежных потоков, ставки дисконтирования и итоговом расчете стоимости с учетом цели оценки, а специфические содержательные принципы являются необходимыми условиями применения процедурных принципов. Использование предложенных специфических принципов позволяет внедрить в оценку стоимости компании ключевые свойства акционирования как финансово-инвестиционной стратегии с последующим анализом эффективности ее применения для конкретных компаний в различных условиях с позиции стоимостно-ориентированного подхода к управлению бизнесом.

Таблица 3 - Специфические принципы построения финансовой модели стоимостной оценки акционируемой компании

Принцип и группа принципов	Содержание	Влияние на финансовую модель и оценку стоимости
1	2	3
<i>Процедурные</i>		
учета расходов на организацию акционирования	учет затрат, связанных с допуском и поддержкой обращения размещенных акций	индивидуальная оценка затрат компании, включая сравнительную оценку
учета рисков раскрытия информации	учет в ставке дисконтирования рыночных рисков, связанных с публичным привлечением капитала	оценка ставки дисконтирования с учетом присутствия или отсутствия влияния ключевых аспектов акционирования на риск возможности привлечения акционерного капитала и изменения его стоимости
учета рисков системы корпоративного управления	учет в ставке дисконтирования ключевых аспектов акционирования: раскрытие информации и корпоративное управление	
учета структуры капитала	- учет категории оцениваемых акций - учет уровня (размера) оцениваемого пакета акций и степени контроля - учет ключевых заинтересованных лиц	учет поправок на контроль и ликвидность
учета ликвидности акционерного капитала		
<i>Содержательные</i>		
отраслевой универсальности	унификация параметров финансовой модели стоимостной оценки акционируемой компании	возможность применения модели для компании любой отрасли, размера, жизненного цикла
учета внешних финансовых и нефинансовых сведений	возможность одновременной оценки большого количества компаний вне зависимости от времени оценки	возможность проведения оценки исключительно на основе внешних раскрываемых данных
учета реализации ESG-принципов акционируемыми компаниями и необходимости раскрытия информации о данных аспектах	перевес положительных эффектов реализации ESG-факторов на рыночную капитализацию и рыночную стоимость свидетельствует о практической значимости осуществления данных инициатив и раскрытия информации о них в предоставляемых нефинансовых сведениях	оценка положительных эффектов и рисков, связанных с раскрытием информации об ESG-инициативах с учетом их текущей и перспективной значимости на финансовом рынке, где осуществляется акционирование

Продолжение таблицы 3

1	2	3
учет реализации инициатив в области цифровизации акционеруемыми компаниями и необходимости раскрытия информации о данных аспектах	несмотря на отсутствие в настоящий момент единых формализованных форм внешней оценки инициатив компаний в области цифровизации (например, по сравнению с ESG), необходимость учета данных инициатив и раскрытия информации о них актуальна и объективна	оценка эффектов, оказываемых цифровой трансформацией на стоимость, в рамках анализа ключевых факторов акционирования в зависимости от типа используемых данных об объекте оценки: внутренней или внешней раскрываемой информации, служащей источником оценки цифровой зрелости оцениваемой компании, а также риск-анализ

Источник: составлено автором.

Разработана финансовая модель стоимостной оценки российских компаний, применяющих акционирование или планирующих применять акционирование. В отличие от существующих разработанная модель оценивает стоимость акционеруемых компаний доходным подходом на базе внешних данных, финансовой отчетности, нефинансовой информации и специфических принципов, выявленных ранее в настоящем исследовании. Модель позволяет получить объективные значения стоимости за счет учета ключевых особенностей акционирования. Апробация модели проведена на 80 российских публичных компаниях различных отраслей.

Разработанная финансовая модель стоимостной оценки акционеруемой компании, основные элементы которой представлены в таблице 4, позволяет оценить стоимость открытых компаний различных отраслей методом дисконтирования денежных потоков на основании финансовой отчетности.

Результаты внедрения предложенной финансовой модели стоимостной оценки для 80 российских публичных компаний различных отраслей продемонстрировали, что для крупнейших российских компаний характерна ситуация недооцененности, когда уровень рыночной стоимости превышает рыночную капитализацию. С одной стороны, данный факт подтверждает высокий уровень влияния систематических рисков на публичные компании и подверженность открытых компаний широкому спектру сложно прогнозируемых и неуправляемых рыночных факторов. С другой стороны, учитывая то, что к лидерам рынка предъявляется максимальный уровень требований относительно раскрытия информации и корпоративного управления учет в оценке стоимости

данных компаний ключевых свойств акционирования подтверждает положительное влияние акционирования на формирование стоимости и наличие объективных факторов инвестиционной привлекательности компаний открытого типа.

Таблица 4 – Характеристика элементов финансовой модели стоимостной оценки акционируемой компании (акционерного капитала) с учетом специфических процедурных принципов

Элементы модели дисконтирования денежных потоков	Специфические процедурные принципы финансовой модели стоимостной оценки акционируемой компании				
	принцип учета структуры капитала	принцип учета ликвидности акционерного капитала	принцип учета расходов на организацию акционирования	принцип учета рисков раскрытия информации	принцип учета рисков системы корпоративного управления
<i>Денежный поток, в том числе:</i>					
Выручка	формируется с учетом рекомендаций подразделений компании, отвечающих за систему внутреннего контроля и корпоративной стратегии				
Рентабельность (эффективность управления затратами)	формируется с учетом доли расходов, связанных с размещением акций и поддержкой их дальнейшего обращения			формируется с учетом доли расходов, связанных с раскрытием финансовой и нефинансовой информации и организацией системы корпоративного управления	
Налоги	формируется с учетом экономии по налогу на прибыль за счет исключения из налогооблагаемой базы эмиссионного дохода (пп. 3 п. 1 статья 251 Налогового кодекса Российской Федерации)		формируется с учетом экономии по налогу на прибыль за счет включения части расходов в налогооблагаемую базу (например, в соответствии с п. 1 статьи 252 Налогового кодекса РФ об «экономически оправданных расходах» и иных положениях согласно налоговому законодательству)		
Потребность в дополнительном оборотном капитале	формируется с учетом роста потребности в оборотном капитале за счет расширения инвестиций		формируется с учетом уровня расходов, отвлекаемых от возможностей расширения операционной деятельности		
Потребность в инвестициях	размер привлекаемых средств и возможность их привлечения за счет обеспечения должного уровня инвестиционной привлекательности в долгосрочной перспективе				
Ставка дисконтирования	финансовая оценка затрат на привлечение собственного капитала за счет эмиссии акций и обеспечения должного уровня дивидендной доходности			специфический риск, связанный с раскрытием информации в области цифровой экономики и корпоративного управления	

Источник: составлено автором.

Для оценки рисков, связанных с реализацией ключевых нефинансовых факторов акционирования, могут использоваться классические модели оценки затрат на капитал. В частности, для учета риска раскрытия информации предлагается внести модификацию в модель CAPM (Capital Asset Pricing Model), добавив в классическую формулу дополнительный специфический риск в виде

раскрытия информации. В качестве количественного метода оценки данного риска предлагается использовать рейтинговый подход, основой которого может выступать ИРИЦ.

Разработана методика оценки цифровой зрелости российских компаний с учетом выявленных и теоретически обоснованных факторов цифровой экономики, влияющих на стоимость их бизнеса, на основе ИРИЦ. В отличие от существующих разработанная методика позволяет оценить уровень внедрения цифровых инициатив компаний любых отраслей с учетом факта раскрытия информации, а также возможность снижения рисков компаний, которые осуществляют цифровую трансформацию и привлекают капитал на открытых рынках.

В основе предлагаемой методики, содержание которой представлено в таблице 5, лежит 6-бальная шкала оценки уровня раскрытия информации о цифровизации на базе выявленных актуальных факторов цифровой экономики.

Таблица 5 - Методика оценки уровня цифровой зрелости российских компаний на основе ИРИЦ

Критерий	Содержание	Шкала		
		maximum	medium	minimum
1	2	3	4	5
К1	наличие отдельного «Документа», в котором изложены направления инновационной деятельности компании	1	-	0
комментарий	- данный «Документ» может быть не представлен отдельно на официальном сайте компании, однако в годовых отчетах компаний, официальном сайте и иных источниках отсылка на наличие данного «Документа» должна присутствовать обязательно - данный «Документ» должен охватывать общие вопросы инновационного развития исследуемой компании			
К2	наличие в «Документе», на сайте и в прочих источниках компании информации о факторах, относящихся к цифровой трансформации	1	0,5	0
комментарий	поиск факторов цифровой трансформации в найденном «Документе» об инновационном развитии или других источниках может осуществляться на базе «Словаря» цифровой экономики по ключевым словам			
К3	раскрытие отдельного полного «Документа» на официальном сайте компании и иных источниках	1	0,5	0
комментарий	в качестве формы реализации данного «Документа» могут служить: стратегии, программы, карты, паспорта, представленные в форме отдельного «Документа» на официальных сайтах компаний			
К4	наличие информации о каких-либо результатах выполнения «Документа» в области цифровой трансформации	1	0,5	0
комментарий	примером показателей количественной оценки заявленных цифровых инициатив могут служить количество реализованных проектов в области цифрового развития, количество сотрудников, получивших цифровые навыки			

Продолжение таблицы 5

1	2	3	4	5
К5	наличие актуальной информации о цифровой трансформации, включая обновления, уточнения, ключевые результаты	1	0,5	0
К6	формирование и раскрытие ESG-отчетности как фактора акционирования	1	-	0
комментарий	ESG-отчетность включает в себя параметр, связанный с корпоративным управлением, который характерен для публичных компаний, так как методика оценки уровня цифровой зрелости учитывает ключевые свойства акционирования существует объективная необходимость учета данного критерия в предложенной методике			

Источник: составлено автором.

Агрегировано предложенные критерии (К1-К6) можно представить следующим образом, что отражает формула (1)

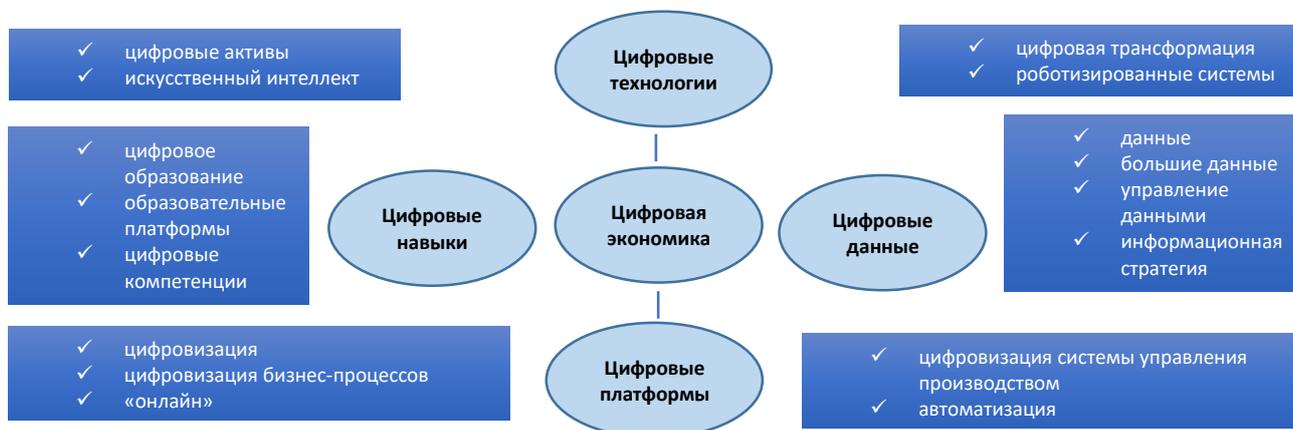
$$\text{ИРЦИ}_i = \sum_1^6 K_i, \quad (1)$$

где ИРЦИ – индекс раскрытия цифровой информации;

К – критерий;

i – период оценки.

В связи с тем, что ключевым принципом предлагаемой методики является факт того, как сама компания представляет широкому кругу лиц информацию о своих цифровых инициативах, возникает потребность формирования «Словаря» цифровой экономики, благодаря которому можно идентифицировать упоминания о цифровых инициативах в открытых источниках компаний на основе ключевых дефиниций, что демонстрирует рисунок 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1– «Словарь» цифровой экономики

Важно отметить, что в основе разработанной методики лежат не только ключевые факторы акционирования – раскрытие информации и корпоративное управление, но и внедрение основных аспектов цифровой трансформации российских компаний на основе теоретического и практического осмысления данного феномена в рамках настоящей работы.

Среди других значимых принципов формирования предлагаемой методики важно отметить, что разработанные критерии универсальны с позиции их применения для компаний различных отраслей и организационно-правовых форм, включая те компании, которые планируют осуществлять акционирование.

Однако использование методики требует индивидуального подхода: применение каждого критерия должно осуществляться индивидуально для каждой компании с учетом доступной информации для пользователей.

Сущность использования данного рейтинга заключается в том, что при повышении результатов уровень цифровой зрелости компаний растет, следовательно, при прочих равных условиях, уровень рисков, связанных с данной компанией, снижается, что может способствовать снижению ставки дисконтирования и, как следствие, способствовать росту стоимости.

Доказано, что раскрытие информации и корпоративное управление могут рассматриваться в качестве факторов формирования стоимости акционируемых компаний. На базе выборки из 26 российских публичных компаний проведен регрессионный анализ зависимости рыночной стоимости компаний от уровня раскрытия ими информации в рамках корпоративного управления. Полученные уравнения регрессии могут использоваться для принятия финансовых решений при выработке стратегии роста стоимости бизнеса с учетом применения факторов акционирования.

Одним из оптимальных способов оценки влияния корпоративного управления на стоимость компании является использование независимых рейтингов. В связи с тем, что информацию о системе корпоративного управления компании заинтересованные лица получают из внешних источников использование рейтингов раскрытия информации о корпоративном управлении, являющегося частью концепции ESG, позволит объединить ключевые факторы акционирования (раскрытие информации и корпоративное управление)

и проанализировать их влияние на рыночную стоимость компаний – обладателей соответствующего рейтинга.

На примере 26 российских публичных компаний, обладавших рейтингом ESG-прозрачности российских компаний и банков в 2022 г. по аспекту G (корпоративное управление) рейтингового агентства АО «Эксперт РА», было доказано положительное влияние уровня раскрытия информации в области корпоративного управления на рыночную стоимость российских публичных компаний, рассчитанную с применением ранее предложенной финансовой модели стоимостной оценки, что демонстрирует таблица 6.

Таблица 6 – Результаты регрессионной зависимости рыночной стоимости исследуемых публичных компаний и уровня раскрытия информации в области корпоративного управления в 2022 г.

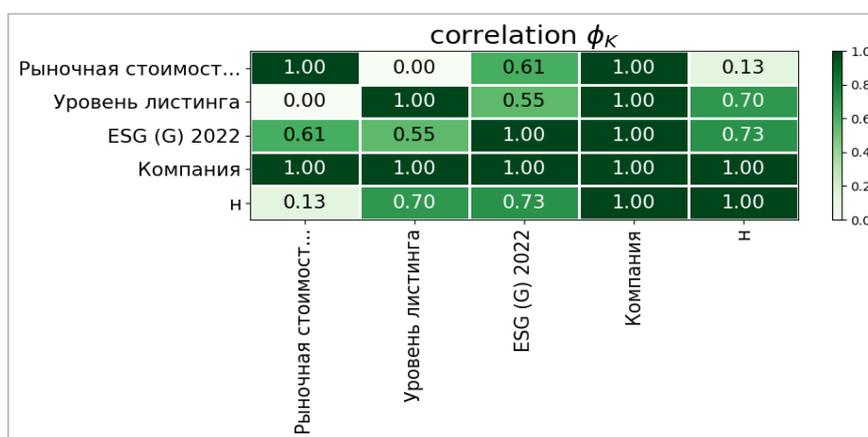
Наименование показателя	Вид модели и характеристика параметров модели	
Модель оценки денежного потока: на основании Отчета о движении денежных средств по МСФО	$ДП_{t, СК} = \text{Остаток денежных средств и денежных эквивалентов}_{t, оддс} - \text{Эмиссионный доход}_{t, оддс} + \text{Отток от выплаты дивидендов}_{t, одд}$ <i>где, t – конец оцениваемого периода;</i> <i>ОДДС – Отчет о движении денежных средств на конец оцениваемого периода</i>	
Ставка дисконтирования	Модель CAPM	Дивидендная доходность
	индивидуально рассчитанное значение для каждой компании по формуле (2) $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$, где K_e – стоимость акционерного капитала, R_f – безрисковая ставка, R_m – рыночная доходность	средний уровень дивидендной доходности по обыкновенным акциям на базе анализа 236 российских публичных котирующихся компаний в 2022 г., составивший 12,31%
Регрессионные модели	<i>где Y – рыночная стоимость публичной компании; x - уровень рейтинга публичной компании ESG-прозрачности</i>	
степенная	$Y=1,5299x^{0,0374}$ Коэффициент детерминации = 0,48	$Y=1,1225x^{9,8419}$ Коэффициент детерминации = 0,45
логарифмическая	$Y=0,064\ln(x)+1,5324$ Коэффициент детерминации = 0,46	не применимо
экспоненциальная	не применимо	$Y=0,0139e^{5,6175x}$ Коэффициент детерминации = 0,44

Источник: составлено автором.

В связи с тем, что результат рейтинга ESG-прозрачности по критерию G является категориальной переменной, а наибольшую точность построенной регрессионной модели продемонстрировали нелинейные уравнения регрессии, исследуемая зависимость была дополнительно протестирована (проверена) с помощью метода хи-квадрат, позволяющего точнее учесть нелинейные взаимосвязи между переменными в аналогичных условиях.

Метод хи-квадрат был реализован через свободно распространяемую библиотеку корреляционного анализатора «Phi_K» для языка программирования Python. Библиотека может быть использована при соответствующей адаптации и компетенции любым пользователем.

Результаты продемонстрировали положительную взаимосвязь с усиленным качеством по коэффициенту корреляции (0,61) для компаний, по которым рыночная стоимость была рассчитана на базе ставки дисконтирования по модели CAPM.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Результаты зависимости рыночной стоимости исследуемых публичных компаний и уровня раскрытия информации в области корпоративного управления в 2022 г. по математическому методу хи-квадрат, реализованного через библиотеку программных кодов языка программирования Python

Таким образом, результаты регрессионного анализа продемонстрировали положительную зависимость между рыночной стоимостью российских публичных акционерных компаний и ключевыми факторами акционирования, что позволяет рассматривать акционирование в качестве инструмента выработки стратегии роста стоимости бизнеса в современных условиях.

На основании полученных выводов разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию инструментов формирования стоимости российских компаний на основе акционирования в современных условиях, включая реализацию факторов цифровой экономики. Рекомендации включают методику принятия финансово-инвестиционных решений в области использования акционирования, построенную на этапах

идентификации объекта оценки, расчета ИРИЦ, определении стоимости компании на базе предложенной финансовой модели стоимостной оценки, определении экономического эффекта от проведения акционирования на основе концепции стоимостно-ориентированного подхода к принятию финансовых и инвестиционных решений.

Результаты исследования различных аспектов акционирования в современных условиях позволяют сформулировать методику принятия финансово-инвестиционных решений в области использования акционирования для российских компаний на основании 7 этапов, последовательность реализации которых демонстрирует таблица 7.

Таблица 7 – Этапы методики принятия финансово-инвестиционных решений в области использования акционирования

Этап и содержание этапа	
1	
<i>Этап 1: идентификация объекта оценки</i>	
определение организационно-правовой формы компании с целью выработки дальнейшей стратегии роста стоимости посредством акционирования и оценки ее эффективности	
<i>Этап 2: определение категорий и типов оцениваемых акций</i>	
анализ оцениваемого объекта оценки в случае акционирования с целью учета специфических процедурных принципов построения финансовой модели стоимостной оценки акционируемой компании	
<i>Этап 3: определение плана финансово-инвестиционной стратегии оцениваемой компании, цели оценки и вида оцениваемой стоимости</i>	
выбор сценария реорганизации юридического лица, включая акционирование, с целью определения сценария, который обеспечит максимизацию стоимости организации (на основе принципа наиболее эффективного использования и концепции стоимостно-ориентированного менеджмента)	
<i>Этап 4: оценка уровня и качества раскрытия нефинансовой информации</i>	
<i>Этап 4.1: построение организационной структуры оцениваемой компании</i>	анализ организационной структуры оцениваемой компании для каждого сценария необходим с целью идентификации особенностей организации бизнес-процессов, системы согласования и принятия корпоративных решений, определения ключевых лиц, принимающих решения. Такой анализ позволяет учесть в финансовой модели расчета стоимости элементы денежного потока, связанные с акционированием (или иной формой реорганизации юридического лица)
<i>Этап 4.2: оценка критериев Индекса раскрытия информации о цифровизации</i>	по предложенным критериям оценки ИРИЦ определить потенциальные точки роста – наиболее подходящие критерии, по которым можно улучшить информационную прозрачность в области реализации цифровых инициатив
<i>Этап 4.3: определить перечень планируемых цифровых инициатив, и оценка возможности их финансирования за счет акционирования</i>	анализ возможности реализации цифровых инициатив и оценка возможности их финансирования за счет акционирования
<i>Этап 5: построение финансовой модели стоимостной оценки: анализ акционирования как финансово-инвестиционной стратегии</i>	

Продолжение таблицы 7

1
оценить стоимость компании на базе предложенной финансовой модели стоимостной оценки для каждого сценария. Оценка стоимости анализируемой компании по каждому сценарию, выбор которого определен на этапе 3 с учетом планируемых цифровых инициатив на этапе 4.3, и с учетом корректировки элементов денежного потока, связанных с затратами на привлечение и привлечением финансирования на открытом рынке
<i>Этап 6: определить экономический эффект для каждого сценария</i>
расчет экономического эффекта для каждого сценария роста стоимости на основе концепции стоимостно-ориентированного менеджмента (VBM) (насколько планируемый сценарий будет способствовать росту денежных потоков и стоимости компании). Экономический эффект рассчитывается в виде стоимостного разрыва как разница между стоимостью компании по конкретному сценарию и стоимостью компании до реорганизации
<i>Этап 7: выбор лучшего сценария роста стоимости на основе концепции стоимостно-ориентированного подхода</i>
лучший сценарий определяется на основе применения принципа наиболее эффективного использования и концепции стоимостно-ориентированного подхода. В качестве наилучшего сценария выбирается сценарий с максимальной величиной стоимостного разрыва

Источник: составлено автором.

Методика позволяет оценить результаты применения финансово-инвестиционной стратегии оцениваемой компании не только при ее акционировании, но и при других формах реорганизации бизнеса или использовании других форм финансирования компании.

Методика дает возможность определения возможных вариантов роста стоимости компании и применения финансовой модели стоимостной оценки для каждого сценария реализации стратегии. Выбор наилучшего сценария реорганизации компании с позиции стоимостно-ориентированного подхода является конечной целью применения методики принятия финансово-инвестиционных решений в области использования акционирования.

III Заключение

Представленные научные результаты исследования доказывают, что цель работы достигнута и решены поставленные задачи.

Определены ключевые аспекты акционирования в виде раскрытия информации, включая раскрытие финансовых и нефинансовых сведений, и корпоративное управление, включая вопросы согласования корпоративных решений и внутренний контроль, которые рассматриваются как финансовые и нефинансовые факторы формирования стоимости российских компаний.

Обоснованы основные факторы цифровой экономики, оказывающие влияние на стоимость бизнеса, включая: цифровые технологии, цифровые данные, цифровые платформы, цифровые навыки и компетенции.

Предложены специфические принципы построения финансовой модели стоимостной оценки российских компаний с учетом практики применения акционирования. Специфические принципы разделены на две группы: процедурные и содержательные.

Разработана финансовая модель стоимостной оценки российских компаний, применяющих акционирование или планирующих применять акционирование и учитывающая при оценке стоимости бизнеса доходным подходом нефинансовую информацию и предложенные специфические принципы её построения.

Разработана методика оценки цифровой зрелости российских компаний с учетом выявленных и теоретически обоснованных основных факторов цифровой экономики, влияющих на стоимость их бизнеса, и критериев расчета ИРИЦ. Методика позволяет оценить уровень внедрения цифровых инициатив компаний любых отраслей, учитывает факт раскрытия информации.

Построены регрессионные модели зависимости уровня раскрытия информации о корпоративном управлении и рыночной стоимостью российских компаний, а также алгоритм применения метода хи-квадрат, реализованного через открытую библиотеку для языка программирования Python. Представленные модели доказывают, что раскрытие информации и корпоративное управление являются факторами формирования стоимости акционируемых компаний.

Разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию инструментов формирования стоимости российских компаний на основе акционирования с учетом факторов цифровой экономики.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

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

1. Шестакова, Е.Д. Исследование влияния базовых факторов цифровой экономики на трансформацию деятельности и рост стоимости современных

компаний / Е.Д. Шестакова // Научный журнал «Экономические системы». – 2022. – № 2 (57). Том 15. – С. 36-53. – ISSN 2309-2076.

2. Шестакова, Е.Д. Систематизация факторов цифровой экономики на базе сбалансированной системы показателей управления современной компанией / Е.Д. Шестакова // Российский экономический интернет-журнал. – 2022. – № 2. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=49275904> (дата обращения: 05.09.2023).

3. Шестакова, Е.Д. Методика оценки цифровой трансформации и цифровой зрелости компаний / Е.Д. Шестакова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2023. – № 4. Том 16. – С. 477-492. – ISSN 2073-4484.

4. Шестакова, Е.Д. Основные аспекты построения финансовой модели стоимостной оценки российских публичных компаний / Е.Д. Шестакова // Финансы и кредит. – 2024. – № 5. Том 30. – С. 1148-1166. – ISSN 2071-4688.

Публикации в других научных изданиях:

5. Шестакова, Е.Д. Перспективы развития отечественного рынка акций в новых условиях / Е.Д. Шестакова // Проблемы теории и практики управления. – 2022. – № 4. – С. 190-205. – ISSN 0234-4505.