



Критический анализ современного инструментария стоимостной оценки предприятия

Салихов Г.М., аспирант, Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации, Москва, Россия

Аннотация. В статье представлен критический анализ современного инструментария стоимостной оценки предприятия. Рассмотрена эволюция теоретических представлений о стоимости и современные подходы к её определению в условиях цифровизации экономики. Особое внимание уделено анализу видов стоимости, методологических проблем и влиянию качества корпоративного управления на результаты оценки. Определены ключевые недостатки традиционных подходов и предложены направления развития методологии с учётом нефинансовых факторов. Систематизированы методы оценки стоимости по признаку возможности интеграции критериев корпоративного управления, что позволяет сформировать основу для построения комбинированных моделей стоимостной оценки.

Ключевые слова: стоимость предприятия, корпоративное управление, стоимостная оценка, равновесная стоимость, инвестиционная стоимость, фундаментальная стоимость, цифровизация, нефинансовые факторы.

A critical analysis of modern enterprise valuation tools

Salikhov G.M., Postgraduate Student, Financial University under the Government of
the Russian Federation, Moscow, Russia

Annotation. The article presents a critical analysis of modern tools for business valuation. It reviews the evolution of theoretical approaches to value formation and current valuation practices in the context of digitalization. Special attention is paid to the impact of corporate governance quality on company value and the methodological

limitations of traditional valuation models. The paper identifies the need to integrate non-financial factors into valuation methodologies and systematizes existing approaches according to their ability to account for corporate governance indicators. This provides the foundation for developing combined valuation models adapted to modern economic conditions.

Key words: business valuation, corporate governance, value assessment, equilibrium value, investment value, fundamental value, digitalization, non-financial indicators.

Введение. Понятие стоимости издавна является фундаментальной категорией экономической науки. Начиная с классической школы политэкономии, экономисты стремились определить источник и меру стоимости. Согласно трудовой теории стоимости, развитой А. Смитом, Д. Рикардо и К. Марксом, стоимость товара определяется количеством труда, затраченного на его производство. Этот подход объяснял экономические процессы с позиции производителей и стал базой для формирования затратного подхода в оценке.

Однако в XIX веке на смену трудовой теории пришла маржиналистская революция, предложившая альтернативное понимание стоимости – через призму предельной полезности. Теория предельной полезности, разработанная Г. Госсеном, У. Джевансом и К. Менгером, утверждает, что ценность блага определяется субъективным восприятием его полезности потребителем. Стоимость, таким образом, стала рассматриваться не как результат общественно необходимого труда, а как результат взаимодействия индивидуальных предпочтений.

В современной экономической мысли понятие стоимости многомерно и сочетает элементы как объективных, так и субъективных подходов. Особенно заметна трансформация категории стоимости под воздействием цифровизации, когда создаются новые формы нематериальных активов, а ценность всё чаще определяется данными, интеллектуальной собственностью, инновационным потенциалом и качеством корпоративного управления [1].

Современные экономические исследования показывают, что стоимость в XXI веке становится динамическим и многокомпонентным показателем. В условиях цифровой экономики она отражает не только финансовые, но и социальные, управленческие и технологические аспекты деятельности.

Как отмечает Ю.М. Осипов, в цифровом пространстве «стоимость, выраженная в цифровом счёте-расчёте, существует лишь в человеческом сознании» [1]. Это положение отражает переход от материальных форм капитала к нематериальным – интеллектуальному, человеческому и социальному капиталу.

Современные стандарты оценки выделяют несколько видов стоимости: рыночную, инвестиционную, ликвидационную, равновесную, фундаментальную, а также стоимость для особого пользователя [2]. Каждая из них отражает разные экономические условия и цели оценки.

- Рыночная стоимость характеризует наиболее вероятную цену сделки между независимыми сторонами при отсутствии давления и полной информированности участников.
- Инвестиционная стоимость определяется индивидуальными ожиданиями инвестора относительно будущих доходов.
- Ликвидационная стоимость отражает цену при вынужденной продаже и, как правило, занижена по сравнению с рыночной.
- Равновесная стоимость, введённая в ФСО, представляет собой теоретическую цену, формирующуюся при равновесии интересов и полной осведомлённости сторон [6].
- Фундаментальная стоимость отражает долгосрочный потенциал предприятия и его способность удовлетворять интересы стейкхолдеров [8].

Проблема заключается в том, что ни один из существующих видов стоимости не отражает комплексно все факторы, определяющие ценность бизнеса, особенно нефинансовые и управленческие.

Классическая методология оценки базируется на трёх подходах: затратном, сравнительном и доходном. Каждый из них имеет преимущества и ограничения.

Затратный подход опирается на определение восстановительной стоимости активов и широко применяется в бухгалтерской и имущественной оценке. Его слабое место – ограниченная применимость к инновационным и цифровым компаниям, где материальные активы составляют незначительную часть стоимости.

Сравнительный подход основан на анализе аналогичных компаний и рыночных мультипликаторов. Он эффективен при наличии развитого фондового рынка, но в российских условиях сталкивается с дефицитом достоверных данных и низкой ликвидностью ряда отраслей [3–5].

Доходный подход предполагает дисконтирование будущих денежных потоков, что позволяет учитывать потенциал развития предприятия. Однако результаты сильно зависят от субъективных допущений – ставок дисконтирования, прогнозов роста и рисков.

Современные исследователи отмечают, что каждый из этих подходов изолированно не отражает всей полноты факторов, влияющих на стоимость бизнеса, поэтому все чаще применяются комбинированные и интегрированные модели, способные учитывать как финансовые, так и нефинансовые детерминанты [8].

Цифровизация экономики радикально изменила структуру факторов стоимости. Сегодня наряду с традиционными активами всё большее значение приобретают данные, технологии, репутация, бренд, устойчивость бизнес-модели.

В мировых стандартах оценки усиливается акцент на ESG-факторах (environmental, social, governance). Они формируют долгосрочную стоимость и репутацию компании, обеспечивая доверие инвесторов и партнёров. Особенно значим компонент G – Governance, отражающий качество корпоративного управления (КУ). Качество КУ влияет на:

- прозрачность финансовой отчётности и уровень раскрытия информации;
- эффективность органов управления и стратегических решений;
- структуру собственности и баланс интересов акционеров;
- инвестиционную привлекательность и уровень рисков.

Согласно исследованиям [9–15], компании с высоким уровнем корпоративного управления демонстрируют более устойчивую рыночную капитализацию, меньше подвержены кризисам и обладают большим потенциалом привлечения инвестиций.

Тем не менее, в существующих моделях оценки влияние КУ учитывается лишь частично или опосредованно, что снижает объективность стоимостных выводов. В этом состоит ключевой методологический пробел современной практики оценки.

Современные методы измерения влияния КУ на стоимость компании можно условно разделить на три группы:

1. *Качественные методы* – экспертные оценки, рейтинги, анкетирование, индексы корпоративного управления (CGI, OECD Index).
2. *Количественные методы* – статистические и эконометрические модели, регрессионный анализ, факторный и кластерный анализ.
3. *Смешанные методы* – построение интегральных индексов и комбинированных моделей.

Качественные методы оценки влияния корпоративного управления.

Качественные методы основаны преимущественно на экспертных и субъективных оценках, отражающих восприятие эффективности корпоративного управления со стороны специалистов, аналитиков и инвесторов. Основная цель этих методов – оценить институциональные и организационные аспекты управления, которые сложно формализовать количественно, но которые существенно влияют на долгосрочную стоимость компании.

Наиболее распространёнными инструментами являются:

- экспертные оценки – проводятся на основе анализа корпоративных документов, публичной отчётности, практик раскрытия информации, состава

совета директоров и политики по отношению к акционерам. Эксперты выставляют баллы по установленной шкале (например, от 1 до 5), которые в дальнейшем могут быть агрегированы в интегральный индекс;

- анкетирование – применяется для выявления уровня осведомлённости и восприятия корпоративного управления среди ключевых заинтересованных сторон (инвесторов, членов совета директоров, менеджеров, аудиторов). Полученные данные позволяют сформировать субъективную оценку качества управленческих практик и выявить зоны развития.

- рейтинги корпоративного управления – формируются специализированными агентствами и аналитическими центрами. В России известны рейтинги НРА, «Интерфакс-ЦЭА», АК&М, в международной практике – рейтинги Institutional Shareholder Services (ISS), Governance Metrics International (GMI), Standard & Poor's CGS. Они учитывают такие параметры, как структура собственности, независимость совета директоров, уровень раскрытия информации, защита прав миноритариев.

- индексы корпоративного управления (Corporate Governance Index, CGI; OECD Index) – представляют собой стандартизированные системы показателей, оценивающие соответствие корпоративных практик международным принципам OECD, Всемирного банка или региональных кодексов корпоративного поведения.

Главным преимуществом качественных методов является их комплексность и доступность применения, особенно в условиях ограниченности количественных данных. Однако их основной недостаток – субъективность оценок, зависимость от квалификации экспертов, методики анкетирования и различий в интерпретации критериев. Поэтому такие методы чаще всего используются на первичном этапе анализа или в сочетании с количественными инструментами.

Количественные методы оценки влияния корпоративного управления.

Количественные методы ориентированы на объективное измерение статистической взаимосвязи между показателями корпоративного управления и

рыночными характеристиками стоимости компании. В отличие от качественных подходов, они опираются на эмпирические данные, что делает их особенно востребованными в академических исследованиях и инвестиционном анализе. Ключевыми инструментами данного метода являются:

- регрессионный анализ – применяется для выявления зависимости между показателями качества корпоративного управления (например, доля независимых директоров, структура акционерного капитала, уровень раскрытия информации) и рыночными метриками (стоимость компании, ROE, Tobin's Q, EVA и др.). Такие модели позволяют оценить вклад отдельных факторов управления в формирование стоимости;

- факторный анализ – используется для выделения скрытых факторов, влияющих на корпоративное управление. Например, из множества показателей можно выделить такие факторы, как «прозрачность и раскрытие информации», «структура совета директоров», «влияние акционеров». Это позволяет сократить размерность данных и повысить интерпретируемость модели;

- кластерный анализ – даёт возможность сгруппировать компании по степени развитости корпоративного управления и сравнить средние значения стоимости бизнеса внутри кластеров. Например, можно выделить группы компаний с низким, средним и высоким уровнем управления и проследить, как различается их рыночная капитализация или рентабельность;

- панельные эконометрические модели позволяют учесть влияние временных и индивидуальных эффектов, что особенно важно при анализе динамики корпоративного управления и его воздействия на стоимость компании в долгосрочном периоде.

Достоинством количественных методов является объективность и возможность статистической проверки гипотез, а также сопоставимость результатов между различными выборками компаний. Однако они требуют достоверных и репрезентативных данных, что нередко ограничивает их применение, особенно на развивающихся рынках. Кроме того, количественные

модели не всегда способны отразить качественные аспекты управления, такие как корпоративная культура или неформальные отношения в совете директоров.

Смешанные методы оценки.

Смешанные методы представляют собой интеграцию качественных и количественных подходов, направленную на получение комплексной оценки влияния корпоративного управления на стоимость бизнеса. Основная идея заключается в формировании интегральных индексов и комбинированных моделей, объединяющих статистические данные и экспертные оценки.

Одним из наиболее распространённых инструментов является интегральный индекс корпоративного управления, который рассчитывается как взвешенная сумма нормированных показателей по различным направлениям: структура собственности, прозрачность, эффективность совета директоров, взаимодействие с инвесторами. Весовые коэффициенты могут определяться экспертным путём (метод парных сравнений) или статистически (метод главных компонент).

Другим примером является комбинированная модель, где качественные показатели (рейтинги, баллы по анкетам) используются в качестве независимых переменных в регрессионных моделях, что позволяет количественно оценить их влияние на рыночную стоимость. Такой подход сочетает гибкость качественных оценок и строгость количественных методов, создавая основу для разработки интегрированных систем диагностики корпоративного управления.

Кроме того, в последние годы получили распространение методы на основе машинного обучения и анализа больших данных, позволяющие выявлять сложные нелинейные зависимости между параметрами корпоративного управления и рыночными метриками. Применение алгоритмов случайных лесов, градиентного бустинга и нейронных сетей повышает точность прогнозов и позволяет учитывать скрытые взаимосвязи, неочевидные для традиционных эконометрических моделей.

Преимущество смешанных методов заключается в высокой адаптивности и комплексности анализа, однако их реализация требует значительных

вычислительных ресурсов, корректного выбора весов и тщательной верификации модели.

Таким образом, можно сделать вывод, что данные методы сталкиваются с рядом ограничений:

- сложность верификации данных, особенно в непубличных компаниях;
- низкая сопоставимость оценок между отраслями;
- отсутствие единого подхода к выбору показателей;
- влияние субъективных факторов и оценочных суждений экспертов.

В отечественной практике влияние КУ на стоимость оценивается чаще всего на основе регрессионных моделей, связывающих показатели рейтингов КУ с рыночной капитализацией. Однако, как отмечается в ряде исследований, использование капитализации как прокси-показателя стоимости не отражает интересов всех стейкхолдеров и искажает результаты при волатильности рынка.

Для устранения выявленных проблем автором предложена систематизация методов оценки с учётом возможности интеграции фактора КУ. Все инструменты целесообразно классифицировать по трём направлениям:

1. Методы, определяющие уровень качества корпоративного управления:
 - экспертные оценки соответствия кодексу корпоративного управления;
 - индексные методы (индексы прозрачности, диверсификации, эффективности совета директоров);
 - количественные показатели раскрытия информации и независимости членов совета.
2. Методы, оценивающие влияние КУ на финансовые показатели
 - эконометрическое моделирование зависимости между индексами КУ и рентабельностью активов, капитала, операционной маржой;
 - использование корреляционно-регрессионного анализа с включением контрольных переменных.
3. Методы, определяющие влияние КУ на стоимость компании
 - построение комбинированных стоимостных моделей, включающих нефинансовые индикаторы;

- применение машинного обучения для выявления скрытых взаимосвязей между КУ и рыночной стоимостью;
- построение панельных моделей на основе публичных данных компаний.

Такой подход позволяет формировать более точные и устойчивые модели оценки, адаптированные к особенностям цифровой экономики и ESG-требований.

Заключение. Современная практика стоимостной оценки сталкивается с необходимостью переосмысления своей методологической базы. В условиях цифровизации и роста значения нематериальных активов традиционные подходы теряют универсальность. Финансовые показатели остаются важнейшими ориентирами, но без учёта управленческих и социальных факторов невозможно адекватно определить реальную стоимость бизнеса.

Ключевым направлением развития оценки становится интеграция нефинансовых критериев, в частности – качества корпоративного управления. Комбинированные модели, объединяющие экономико-математические инструменты и качественные индикаторы, позволяют учитывать многоуровневую природу стоимости.

Систематизация существующего инструментария по признаку учёта факторов корпоративного управления открывает возможности для разработки новых стандартов оценки, способных более полно отражать устойчивость, прозрачность и стратегическую эффективность компаний в современной экономике.

Библиографический список:

1. Осипов, Ю.М. Экономическая наука на перепутье (выступление на круглом столе) / Ю.М. Осипов // Философия хозяйства. – 2024. – № 2 (152). – С. 287-292.
2. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29.07.1998. Принят Государственной Думой 16 июля 1998 года. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 года. – Справочно-

правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 20.08.2025).

3. Кащеев, Р.В. Управление акционерной стоимостью / Р.В. Кащеев, С.З. Базоев. – Москва : ДМК Пресс, 2009. – 224 с. – 3000 экз. – ISBN 5-94074-179-7.

4. Koller, T. Valuation. Measuring and managing the value of companies / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. – Chicago : McKinsey & Company, 2020. – 878 с. – 1000 copies. – ISBN 978-1-119-61088-5.

5. Damodaran, A. Investment valuation 2nd Edition./ A. Damodaran. – New York: Wiley, 2002. – 949 p. – 1000 copies. – ISBN: 047128081X.

6. Федеральный стандарт оценки «Виды стоимости» (ФСО II) [Приказ Минэкономразвития Российской Федерации от 14 апреля 2022 г. № 200]. – Кремль : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/45726> (дата обращения: 20.08.2025).

7. Помулев, А.А. Цифровые технологии как инструмент противодействия теневой экономической деятельности в лесной промышленности / А.А. Помулев // Теневая экономика. – 2023. – Т. 7, № 2. – С. 125-144. – DOI 10.18334/tek.7.2.117208.

8. Помулев, А.А. Методологические аспекты стоимостной оценки кредитных организаций в условиях внешней неопределенности / А.А. Помулев, Н.С. Помулева // Финансы: теория и практика. – 2022. – № 6. Том 26. – С. 212-232. – ISSN 2587–5671.

9. Гунина, Е.Н. Стоимостная концепция управления корпорацией. Концептуальные основы процесса управления валоризацией корпоративных структур / Е.Н. Гунина // Российское предпринимательство. – 2010. – № 4-2. – С. 30-34.

10. Лознев, Т.Г. Стоимостной менеджмент – современная теория стратегического управления стоимостью компании / Т.Г. Лознев // Сибирская финансовая школа. – 2006. – № 2 (59). – С. 9-13.

11. Ахмадеева, О.А. Проблемы стоимостного подхода к управлению предприятием / О.А. Ахмадеева, Э.Р. Мубаракшина // Казанский экономический вестник. – 2014. – № 2 (10). – С. 17-24.

12. Пирогова, О.Е. Функциональная схема управления устойчивым развитием торгового предприятия на основе стоимостного подхода / О.Е. Пирогова // Экономика и управление. – 2012. – № 12 (86). – С. 85-89.

13. Тарасова, Ж.Н. Особенности внедрения концепции VBM в практике стратегического управления российских компаний / Ж.Н. Тарасова // Ученые записки Санкт-Петербургского университета управления и экономики. – 2014. – № 1 (45). – С. 35-53.

14. Шрайбер, Н.Ю. Теоретические и методологические аспекты управления стоимостью кооперативных организаций / Н.Ю. Шрайбер // Вестник Томского государственного университета. – 2015. – № 395. – С. 179-187. – DOI 10.17223/15617793/395/29.

15. Пучкина, Е.С. Особенности использования стоимостного подхода к управлению финансами публичных акционерных обществ / Е.С. Пучкина, С.С. Медведева // Экономика устойчивого развития. – 2019. – № 2 (38). – С. 236-242.

References:

1. Osipov, Yu. M. Economic Science at a Crossroads (presentation at the round table) / Yu. M. Osipov // Philosophy of Economy. – 2024. – № 2 (152). – Pp. 287-292.

2. Federal Law «On Appraisal Activities in the Russian Federation № 135-FZ of July 29, 1998. Adopted by the State Duma on July 16, 1998. Approved by the Federation Council on July 17, 1998. – Reference and legal system «Consultant Plus». – Text: electronic. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (date of access: August 20, 2025).

3. Kashcheev, R.V. Shareholder Value Management / R.V. Kashcheev, S.Z. Bazoev. – Moscow: DMK Press, 2009. – 224 p. – 3000 copies. – ISBN 5-94074-179-7.

4. Koller, T. Valuation. Measuring and managing the value of companies / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. – Chicago: McKinsey & Company, 2020. – 878 p. – 1000 copies. – ISBN 978-1-119-61088-5.
5. Damodaran, A. Investment valuation 2nd Edition./ A. Damodaran. – New York: Wiley, 2002. – 949 rub. – 1000 copies. – ISBN: 047128081X.
6. Federal Valuation Standard «Types of Value» (FSO II) [Order of the Ministry of Economic Development of the Russian Federation dated April 14, 2022, № 200]. – The Kremlin: official website. – Text: electronic. – URL: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/45726> (accessed: August 20, 2025).
7. Pomulev, A.A. Digital technologies as a tool for countering shadow economic activity in the forestry industry / A.A. Pomulev // Shadow economy. – 2023. – Vol. 7, № 2. – Pp. 125-144. – DOI 10.18334/tek.7.2.117208.
8. Pomulev, A.A. Methodological aspects of the valuation of credit institutions in the context of external uncertainty / A.A. Pomulev, N.S. Pomuleva // Finance: Theory and Practice. – 2022. – № 6. Vol. 26. – Pp. 212-232. – ISSN 2587-5671.
9. Gunina, E.N. Cost Concept of Corporate Management. Conceptual Foundations of the Process of Managing the Valorization of Corporate Structures / E.N. Gunina // Russian Entrepreneurship. – 2010. – № 4-2. – Pp. 30-34.
10. Loznev, T.G. Cost Management - a Modern Theory of Strategic Management of Company Value / T.G. Loznev // Siberian Financial School. – 2006. – № 2 (59). – Pp. 9-13.
11. Akhmadeeva, O.A. Problems of the Cost Approach to Enterprise Management / O.A. Akhmadeeva, E.R. Mubarakshina // Kazan Economic Bulletin. – 2014. – № 2 (10). – P. 17-24.
12. Pirogova, O.E. Functional diagram of sustainable development management of a trading enterprise based on the cost approach / O.E. Pirogova // Economy and Management. – 2012. – № 12 (86). – P. 85-89.
13. Tarasova, Zh.N. Features of the implementation of the VBM concept in the practice of strategic management of Russian companies / Zh.N. Tarasova // Scientific

notes of the St. Petersburg University of Management and Economics. – 2014. – № 1 (45). – P. 35-53.

14. Shraiber, N.Yu. Theoretical and methodological aspects of cost management of cooperative organizations / N.Yu. Shraiber // Bulletin of Tomsk State University. – 2015. – № 395. – P. 179-187. – DOI 10.17223/15617793/395/29.

15. Puchkina, E.S. Features of using the cost approach to financial management of public joint-stock companies / E.S. Puchkina, S.S. Medvedeva // Economics of sustainable development. – 2019. – № 2 (38). – P. 236-242.