

ОСНОВНЫЕ АСПЕКТЫ ПОСТРОЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ*

Елена Дмитриевна ШЕСТАКОВА

аспирантка кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
edshestakova@fa.ru
<https://orcid.org/0000-0002-4117-7975>
SPIN-код: 7547-5478

История статьи:

Рег. № 572/2023
Получена 09.11.2023
Получена
в доработанном виде
19.02.2024
Одобрена 04.03.2024
Доступна онлайн
30.05.2024

Специальность: 5.2.4

УДК 336.64

JEL: G17, G32, G34

Ключевые слова:

финансовая модель,
стоимостная оценка,
рыночная стоимость,
акционирование,
публичные компании

Аннотация

Предмет. Основные аспекты построения финансовой модели стоимостной оценки российских публичных акционерных обществ.

Цели. Выявление основных аспектов и формулировка предложения по модификации финансовой модели оценки рыночной стоимости публичной компании в современных условиях.

Методология. Использовались научные методы: анализ, синтез, обобщение, моделирование; эмпирические — описание, теоретические — формализация.

Результаты. Выявлены основные аспекты построения специализированных финансовых моделей стоимостной оценки, предложена модификация финансовой модели оценки рыночной стоимости публичной компании в современных условиях с учетом факта раскрытия информации, сформулированы специфические принципы построения финансовой модели стоимостной оценки публичной компании.

Выводы. Полученные результаты могут быть использованы в рамках теоретического и научно-практического обоснования специализированных финансовых моделей стоимостной оценки и совершенствования инструментов формирования стоимости российских компаний на основе акционирования в современных условиях.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2023

Для цитирования: Шестакова Е.Д. Основные аспекты построения финансовой модели стоимостной оценки российских публичных компаний // *Финансы и кредит*. — 2024. — Т. 30, № 5. — С. 1148 — 1166.
<https://doi.org/10.24891/fc.30.5.1148>

Введение

Построение качественных финансовых моделей является основой принятия эффективных управленческих решений и позволяет моделировать факторы внешней и внутренней среды функционирования компаний с позиции их влияния на различные аспекты бизнеса.

* Автор выражает благодарность и глубокую признательность доктору экономических наук, профессору, Ирине Вячеславовне КОСОПУКОВОЙ за советы и ценные замечания при работе над данной статьей.

Исследование финансовой модели стоимостной оценки публично акционированной компании является актуальным с точки зрения анализа потенциальных эффектов, оказываемых акционированием как финансово-инвестиционной стратегией на формирование стоимости российских компаний с учетом современных трендов, в частности развития цифровой экономики¹.

В настоящее время количество компаний, осуществляющих первичное акционирование на российском рынке акций, небольшое, что отражает *рис. 1*. На основании анализа данных Московской биржи за последние 10 лет среднее количество первичных размещений акций (ИПО) составляет не более шести в год².

Однако положительные тенденции, характерные для современного российского фондового рынка в целом, развитие цифровой финансовой инфраструктуры, активный приток частных инвесторов на фондовый рынок в последние годы (по данным Московской биржи, по итогам первого полугодия 2023 г. почти 26 млн физических лиц обладали брокерскими счетами на МосБирже³), ограничение доступа российских компаний к международным рынкам капитала и прочие факторы активизируют развитие российского рынка акций, что позволяет рассматривать его в качестве надежного источника долгосрочного финансирования российских компаний на разных этапах развития их бизнеса с учетом современных социально-экономических условий.

Ключевые аспекты построения специализированных финансовых моделей стоимостной оценки на примере публичных акционерных обществ

В современной отечественной и зарубежной литературе понятие специализированной финансовой модели используется нечасто. Однако на основании выводов современных исследователей можно заключить, что в основе построения специализированных финансовых моделей стоимостной оценки, то есть тех моделей, целью построения которых является оценка рыночной стоимости как ключевого финансового метода управления компанией в рамках концепции VBM (Value-Based Management)⁴, лежит несколько ключевых направлений.

Во-первых, организационно-правовая форма оцениваемого бизнеса, влияющая на идентификацию и понимание сущности объекта оценки.

Для акционерных компаний важно учитывать, что оцениваемая доля может быть представлена в виде пакета акций различного уровня и типов [1]. В случае

¹ Указ Президента РФ от 21.07.2020 № 474 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2030 года».

² Список ценных бумаг, допущенных к торгам на 31.10.2023 // МосБиржа. URL: <https://www.moex.com/ru/listing/securities-list.aspx>

³ Новости и пресс-релизы // МосБиржа. URL: <https://www.moex.com/n57105?nt=106>

⁴ Джафаров В.А. Актуальные проблемы применения VBM в российской практике // *Финансы и кредит*. 2020. Т. 26. № 1. С. 228–240.

публичного акционирования часть акционерного капитала свободно обращается на открытых рынках, а на цену акций оказывают влияние как несистематические, так и систематические факторы. Следовательно, при построении финансовой модели оценки рыночной стоимости публичной компании важно идентифицировать уровень и тип оцениваемых акций и впоследствии внедрить поправки на ликвидность и контроль в зависимости от оцениваемого объекта и цели оценки.

Во-вторых, в основу финансовой модели закладывается вид планируемой финансово-инвестиционной стратегии.

Публичное акционирование предполагает не только предложение акций неограниченному кругу инвесторов⁵, но и преобразование организации в публичное акционерное общество⁶. Тем самым оно отражает и метод финансирования, и форму организации капитала и бизнеса компании в целом.

Другим важным аспектом публичного акционирования является необходимость обеспечения условий последующего свободного обращения акций на организованных торгах в связи с требованиями законодательства и организаторов торговли⁷. Это означает, что для построения финансовой модели оценки рыночной стоимости публичного акционерного общества необходимо определить ключевые процедуры акционирования, влияющие как на первичное размещение акций, так и на возможность их дальнейшего обращения.

В-третьих, результатом построения финансовой модели является оценка выбранного ключевого показателя эффективности, благодаря которому можно оценить влияние финансово-инвестиционной стратегии и другие заложенные в модель факторы.

В современных отечественных и зарубежных исследованиях в качестве результативного показателя часто используется показатель рыночной капитализации как наиболее доступный публичный индикатор стоимости компании, широко связанный с такими аспектами, как качество управления компанией, инвестиционная привлекательность бизнеса и отрасли в целом, оценка сделок слияний и поглощений⁸.

Несмотря на важность и доступность показателя рыночной капитализации для открытых компаний, далеко не все факторы стоимости могут быть заложены в его основу, например, стоимость некоторых трудно оцениваемых нематериальных активов [2] или влияние организационных аспектов, связанных с особенностями реализации концепции VBM [3].

⁵ Пункт 15 ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

⁶ Статья 8 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

⁷ Листинг ценных бумаг // МосБиржа. URL: <https://www.moex.com/a2584>

⁸ Шимко О.В. Анализ рыночной капитализации и стоимости ведущих публичных нефтегазовых корпораций мира // *Финансы и кредит*. 2020. Т. 26. Вып. 8. С. 1870—1892. URL: <https://doi.org/10.24891/fc.26.8.1870>

Таким образом, приоритетным индикатором финансовой модели стоимостной оценки публичной компании выступает рыночная стоимость, в основе создания которой лежат как финансовые факторы, объединяющие особенности генерирования денежного потока и стоимость капитала, так и нефинансовые, яркими примерами которых являются корпоративное управление и социально-ответственный бизнес [4].

Можно заключить, что исследование ключевых аспектов построения специализированных финансовых моделей стоимостной оценки позволяет выявить три ключевых направления формулирования специфических факторов оценки стоимости в зависимости от выбранной финансово-инвестиционной стратегии.

В основе специализированной финансовой модели стоимостной оценки публичного акционерного общества лежат ключевые отличительные свойства акционирования, выступающие в качестве факторов формирования стоимости публично акционируемой компании.

Раскрытие информации как специфический фактор формирования стоимости публично акционируемых компаний

Исходя из анализа современного российского законодательства в области основных этапов и положений процедуры акционирования, агрегировано представленных в *табл. 1*, можно заключить, что факт раскрытия информации об эмитенте акций является одним из основных аспектов, связанных с запуском и поддержкой акционирования. Это касается как выхода компаний на биржу в части необходимости составления и регистрации проспекта ценных бумаг⁹, так и обязательного раскрытия компаниями финансовой и иной, связанной с ней информации о своей деятельности¹⁰, в течение всего срока акционирования. Помимо этого, в соответствии с рекомендациями Банка России публичные компании раскрывают нефинансовую информацию, включающую вопросы, связанные с ESG-факторами или совокупностью экологических и социальных факторов, а также аспектов корпоративного управления¹¹.

Несмотря на законодательные требования и понимание значимости раскрытия информации для участников финансового рынка, послабления со стороны Банка России по отношению к финансовым и нефинансовым организациям в области раскрытия информации фигурировали в качестве важной меры защиты компаний от санкционного давления и реакций на внешние шоки в 2022 г.¹² Согласно данным

⁹ Пункты 1, 12 ст. 22 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

¹⁰ Статья 92 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

¹¹ Информационное письмо от 12.07.2021 № ИН-06-28/49 «О рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ»; Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях // Банк России. 2022. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=14062>

¹² Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях.

Центра корпоративной информации «Интерфакс», с 2019 по 2022 г. наблюдается постоянное снижение информационной прозрачности российских компаний в части публикации сообщений и файлов на 29% и 54%, соответственно¹⁵. Данные примеры демонстрируют чувствительность российских компаний к необходимости раскрытия информации в условиях роста неопределенности и волатильности, что в свою очередь накладывает определенный отпечаток на заинтересованность российского бизнеса в применении акционирования.

Анализ раскрытия информации в качестве фактора формирования стоимости компании в современных работах рассматривается часто.

Например, отмечается, что при негативном тренде финансовой информации инвесторы фокусируются на финансовой отчетности, при положительном тренде — на нефинансовой информации, ожидая, что она будет содержать сведения о потенциале сохранения положительных трендов, влияющих на деятельность компании [5]. Также указывается, что несмотря на то, что раскрытие информации способствует росту инвестиционной привлекательности [6], частые или планируемые корпоративные изменения и соответствующее раскрытие информации об этом могут способствовать делистингу публичных компаний [7]. Иными словами, на данный момент некоторые российские компании предпочитают осуществить делистинг акций, чем раскрывать информацию о планируемых изменениях в бизнесе или исполнять широкий список требований к обязательному раскрытию информации, например, в области корпоративного управления¹⁴.

Как финансовый фактор раскрытие информации предполагает осуществление затрат при первичном размещении акции, обязательном аудите финансовой отчетности¹⁵, оказании услуг организаторов торговли¹⁶. Например, анализ последних размещений акций за 2020—2021 гг. на основе финансовой отчетности, представленный в *табл. 2*, позволяет заключить, что средний уровень затрат на выпуск акций на разных рынках от объема привлекаемых средств российскими компаниями составляет около 5%.

Как нефинансовый фактор раскрытие информации отражает типы раскрываемых компаниями данных, при этом их количественная оценка (то есть придание качественным признакам количественного эквивалента) позволяет оценить влияние

¹⁵ Вестник центра раскрытия корпоративной информации // Центр раскрытия корпоративной информации Группы «Интерфакс». 2023. № 68. URL: <https://www.e-disclosure.ru/vse-o-raskrytii/vestnik-centra-raskrytiya-informacii>

¹⁴ К примеру, в качестве одной из причин перехода компаний в некотируемую часть списка ценных бумаг, допущенных к торгам на МосБирже (третий уровень листинга), современные аналитики называют стремление сократить уровень требований к раскрытию информации. См.: «Мегафон» объявил о делистинге с Лондонской биржи // Ведомости. URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2018/07/16/775572-megafon>

¹⁵ Пункт 1 ст. 5 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

¹⁶ МосБиржа. URL: <https://www.moex.com/a2584>

информационной прозрачности в целом на конкретные финансовые показатели, включая рыночную капитализацию и рыночную стоимость.

К примеру, в работах доказывается, что раскрытие компаниями информации об устойчивом развитии положительно влияет на их финансовые результаты [8], инициативы компаний в области экологической ответственности способствуют не только росту репутации, но и положительно влияют на котировки акций [7], а полнота и качество раскрытия информации о корпоративном управлении способствуют росту инвестиционной привлекательности [9].

Наконец, само раскрытие компанией финансовых данных посредством формирования и представления финансовой отчетности оказывает приоритетное влияние на восприятие инвесторами и другими заинтересованными лицами результатов деятельности и потенциалов роста бизнеса. Это касается как повышения качества, прозрачности, структурированности и релевантности данных финансовой отчетности [10], так и влияния отдельных аспектов деятельности компании на финансовые результаты и желание раскрывать о них информацию. Например, в исследованиях отмечается, что высокий уровень кредитной зависимости компании способствует снижению уровня раскрытия некоторых финансовых данных [11], в то время как рост стоимости нематериальных активов даже на 1% по данным финансовой отчетности способствует росту рыночной капитализации компании на 10% [12].

Таким образом, раскрытие информации является одним из ключевых отличительных свойств публичного акционирования, что следует учитывать в построении финансовой модели стоимостной оценки акционированной компании в качестве специфического фактора формирования ее рыночной стоимости. При этом области раскрытия финансовых и нефинансовых сведений могут касаться различных аспектов, значимость которых может варьироваться в зависимости от конкретных условий функционирования публичных компаний.

Специфические принципы построения финансовой модели стоимостной оценки российских публичных компаний в нынешних условиях

Анализ современных работ позволяет заключить, что под принципом в целом стоит понимать общее утверждение (или указание), являющееся руководством для применения законов и норм каких-либо социально-экономических явлений [13]. Принцип финансовой модели, как следствие, является руководством для построения показателей финансовой модели компании. При этом данные принципы можно классифицировать на общие (применимы для любых компаний), так и на специальные или специфические (применимы для компаний отдельных отраслей и (или) организационно-правовых форм). Данное понимание согласуется с представлениями о принципах финансового моделирования в целом. В частности, под методологической основой финансовой модели обычно подразумеваются

принципы, которые необходимо учитывать при определении и расчете элементов модели, например, учет всех доходов и расходов и обеспечение их сопоставимости [14] или принцип финансовой модели может служить описанием методики расчета ключевых показателей модели¹⁷.

Идентификация и формулирование специфических принципов построения финансовых моделей стоимостной оценки в современных работах встречается редко. Тем не менее построение специализированных финансовых моделей стоимостной оценки или моделей, основная цель которых состоит в моделировании рыночной стоимости компании с учетом конкретной финансово-инвестиционной стратегии, предполагает объективную необходимость формулирования специфических принципов, которые отражали бы основные свойства анализируемой стратегии. Таким образом, в основе специфических принципов финансовой модели стоимостной оценки, по мнению автора, лежат ключевые факторы, характерные для рассматриваемой финансово-инвестиционной стратегии с учетом реализации ее теоретико-практических аспектов в современных условиях.

Исследование раскрытия информации в качестве одного из ключевых факторов формирования стоимости акционированной компании связано с формулированием специфических принципов, применение которых позволит построить финансовую модель оценки рыночной стоимости публичной компании и, как следствие, отследить формирование стоимости при использовании акционирования как финансово-инвестиционной стратегии.

При этом дополнительными требованиями к финансовой модели являются ее отраслевая универсальность, возможность построения и применения на основе внешне раскрываемых финансовых и нефинансовых данных, наконец, применимость и адаптивность к современным социально-экономическим условиям.

В качестве основы построения финансовой модели предлагается использовать модель оценки бизнеса на собственный капитал на основе метода дисконтированных денежных потоков [15].

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k_e)^t}, \quad (1)$$

где V — рыночная стоимость публично акционированной компании;

CF_t — прогнозируемые денежные потоки на собственный капитал, генерируемые в период t ;

¹⁷ Приказ Минэкономразвития России от 14.12.2013 № 741 (ред. от 24.12.2021) «Об утверждении методических указаний по подготовке стратегического и комплексного обоснований инвестиционного проекта, а также по оценке инвестиционных проектов, претендующих на финансирование за счет средств Фонда национального благосостояния и (или) пенсионных накоплений, находящихся в доверительном управлении государственной управляющей компании, на возвратной основе».

k_e — цена привлечения собственного капитала;

t — период оценки;

n — срок оценки.

Исходя из анализа современных подходов к управлению компанией на основе стоимости можно заключить, что одним из приоритетных является подход, при котором финансовый или нефинансовый фактор стоимости рассматривается с позиции его влияния на денежные потоки компании [16]. Иными словами, если исследуемый фактор положительно влияет на стоимость компании с позиции генерирования денежных потоков и (или) нивелирования рисков, при прочих равных условиях его можно рассматривать в качестве элемента формирования стоимости бизнеса.

С одной стороны, раскрытие информации связано с возникновением дополнительных затрат, которые условно можно разделить по двум направлениям: затраты при первичном или дополнительном размещении акций, а также затраты, связанные с поддержкой обращения акций. Оценка данных затрат базируется как на анализе опыта акционирования различных публичных компаний, так и на особенностях организации внутренних бизнес-процессов в компании, например, расходов на заработную плату сотрудников, осуществляющих подготовку данных к их раскрытию для широкого круга пользователей. Это означает, что как фактор акционирования раскрытие информации непосредственно влияет на уровень денежных потоков компании и обычно связано с реализацией затрат.

С другой стороны, в рамках рассматриваемой финансовой модели стоимостной оценки раскрытие информации может быть инкорпорировано в ставку дисконтирования как фактор дополнительного риска открытой компании в зависимости от условий и результатов реализации информационной открытости на конкретном финансовом рынке.

К примеру, в некоторых работах отмечается, что компании, реализующие ESG-инициативы, демонстрируют меньший уровень финансовых рисков, что позволяет инвесторам нивелировать риски в области отрицательной ESG-премии или ситуации, когда реализация ESG-факторов связана с дополнительными расходами и рисками компаний [17].

Для учета риска, связанного с раскрытием информации, автор предлагает внесение модификации в модель CAPM (Capital Asset Pricing Model), применяющуюся для оценки доходности финансовых активов или цены привлечения собственного капитала за счет эмиссии акций¹⁸.

¹⁸ Шарп У.А., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции. М.: ИНФРА-М., 2001. 1028 с.

Рассмотрение раскрытия информации в качестве специфического риска, связанного с акционированием, на базе модели CAPM (по аналогии с внедрением других специфических рисков из семейства моделей CAPM [18]) отражает инкорпорирование риска раскрытия информации (далее — P_p) в рамках оценки рыночной стоимости компании.

$$K_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) + P_p, \quad (2)$$

где K_e — цена привлечения собственного капитала;

r_f — безрисковая ставка (например, доходность российских облигаций федерального займа с длительным сроком погашения¹⁹);

β — оценка исторического уровня бета-коэффициента индивидуально для каждой российской компании, например, на основе влияния колебаний индекса МосБиржи на доходность акций оцениваемой компании;

r_m — ожидаемая доходность российского рынка (по данным МосБиржи);

P_p — риск, связанный с раскрытием информации.

Данный подход может быть использован как для оценки дополнительных выпусков акций публичных компаний, так и для анализа влияния уровня раскрытия информации на рыночную стоимость котирующихся компаний. Для непубличных компаний, планирующих применять акционирование, допустим аналогичный подход, однако без оценки уровня бета-коэффициента.

При этом важно уточнить, что раскрытие информации с позиции фактора риска проявляется как качественный фактор акционирования, следовательно, для оценки его влияния на конкретные финансовые показатели первоначально необходимо придать факту раскрытия информации универсальное количественное измерение.

Для оценки риска, связанного с раскрытием информации, в области цифровой трансформации как одного из наиболее актуальных трендов развития национальной экономики, автор предлагает использовать ранее разработанную методику оценки цифровой зрелости российских компаний «ИРЦИ» (Индекс раскрытия цифровой информации) через факт раскрытия компаниями данных о текущих или планируемых инициативах в области цифровизации бизнеса [19]. Ввиду доказываемой значимости реализации цифровых инициатив на современных финансовых рынках [20] более высокое значение индекса компании может стать фактором, компенсирующим часть рисков инвесторов в акции данной компании, что в конечном счете может оказать положительное влияние на ставку дисконтирования.

¹⁹ Облигации // АО «Интерфакс».

URL: <https://rusbonds.ru/filters/bonds/B68114DB4C3F5BE1E0531A49080A8668>

Таким образом, предложенная модификация в рамках классической финансовой модели стоимостной оценки компании позволит не только внедрить ключевое отличительное свойство акционирования, но и отследить формирование стоимости компании вне зависимости от отрасли функционирования.

Однако необходимо отметить, что реализация раскрытия информации как фактора нивелирующего или повышающего риски публичной компании на данный момент неоднозначна и зависит от большого количества прочих факторов, включая состояние финансового рынка, портрет современного инвестора и инициативы финансовых регуляторов.

По итогам исследования специфические принципы построения финансовой модели оценки рыночной стоимости российской компании, применяющей или планирующей применять акционирование в качестве финансово-инвестиционной стратегии в современных условиях, дополнительно представленные в *табл. 3*, могут быть сформулированы следующим образом.

Во-первых, учет в финансовой модели рыночной стоимости публично акционируемой компании затрат, связанных с процессом акционирования.

Во-вторых, учет рисков, связанных с необходимостью раскрытия информации, при оценке рыночной стоимости публичной компании в ставке дисконтирования.

В-третьих, учет структуры капитала и ликвидности акций публичной компании в целях применения корректировок на контроль и ликвидность.

Заключение

Исследование и практическое применение финансовых моделей стоимостной оценки является актуальным и важным аспектом управления компанией на основе стоимости в современных условиях. Внедрение ключевых свойств акционирования в финансовую модель стоимостной оценки компании позволяет не только оценить эффективность данного метода финансирования, но и рассмотреть процесс формирования стоимости в случае выбора данной финансово-инвестиционной стратегии в различных условиях. Среди основных аспектов построения финансовой модели стоимостной оценки российских публичных компаний можно выделить информационную открытость, что позволяет инкорпорировать данный фактор в качестве одного из специфических принципов финансовой модели стоимостной оценки акционируемой компании.

Таблица 1**Основные процедуры публичного акционирования компаний на основании российского законодательства****Table 1****The main procedures for corporatization of companies based on the Russian legislation**

Основные процедуры акционирования	Краткое содержание процедуры
1. Принятие решения о размещении акций	Фиксация вида, типа, номинальной стоимости, прав по выпускаемой акции
2. Утверждение решения о выпуске	Утверждение уполномоченным органом управления или учредительным собранием организации
3. Регистрация выпуска (дополнительного выпуска) акций	Составление и регистрация проспекта ценных бумаг, раскрытие информации о выпуске
4. Размещение акций	Размещение после регистрации выпуска (дополнительного выпуска)
5. Государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) акций	Осуществляется Банком России по заявлению эмитента

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 2****Средний уровень затрат на проведение первичного размещения акций российскими компаниями за 2020—2021 гг. (на основании данных финансовой отчетности компаний)****Table 2****Average level of costs of initial public offerings by Russian companies for 2020–2021 (based on company financial statements)**

Компания	Дата выхода	Объем привлеченных средств	Расходы, связанные с выпуском и размещением акций	Доля расходов, связанных с размещением от суммы привлеченных средств
«Ozon Holdings PLC» (38,1% эффективной доли принадлежит ПАО АФК «Система»)	Ноябрь 2021 г. (через АДР на бирже NASDAQ)	85 млн руб.	5,8 млн руб.	6,8%
ПАО «Совкомфлот»	Октябрь 2020 г.	42,9 млрд руб.	1,73 млрд руб.	4%
ПАО «Сегежа Групп»	Апрель 2021 г.	30 млрд руб.	1,025 млрд руб.	3,4%
Средний уровень	—	—	—	5%

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 3

Специфические принципы построения финансовой модели стоимостной оценки российских публичных акционерных обществ

Table 3

Specific principles of constructing a financial model to value Russian public joint-stock companies

Принцип	Содержание принципа
Инкорпорирование в финансовую модель рыночной стоимости затрат, связанных с процессом акционирования	Учет в прогнозируемых денежных потоках затрат, связанных с первичным размещением акций, а также затрат, необходимых для поддержки дальнейшего обращения акций
Инкорпорирование в финансовую модель рыночной стоимости рисков, связанных с раскрытием информации	Учет в ставке дисконтирования ключевого фактора акционирования: риск, связанный с раскрытием информации P_p
Применение комплекса поправок на ликвидность и контроль к финальному расчету рыночной стоимости объекта оценки	Применение коэффициентов контроля и скидок на ликвидность

Источник: авторская разработка

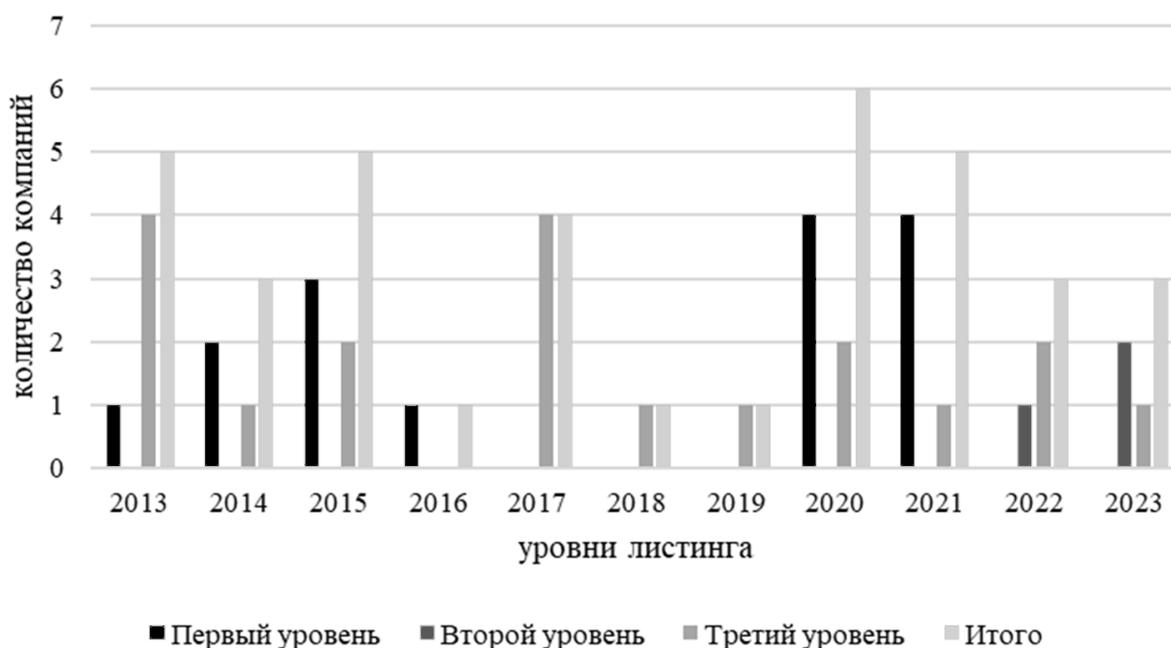
Source: Authoring

Рисунок 1

Динамика первичных размещений акций (IPO) российских компаний-эмитентов на Московской бирже с 2013 по 2023 г.

Figure 1

Dynamics of initial public offerings (IPOs) by Russian issuing companies on the Moscow Exchange from 2013 to 2023



Источник: авторская разработка на основе данных МосБиржи

Source: Authoring, based on MOEX data

Список литературы

1. Косорукова И.В. Методологические проблемы оценки стоимости бизнеса: теория и практика: монография. М.: Синергия ПРЕСС, 2012. 384 с.
2. Карпова Т.П., Карпова В.В. Идентификация и измерение стоимости нематериальных активов: оценочный и бухгалтерский подход // *Финансы: теория и практика*. 2017. Т. 21. № 3. С. 166—176.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/identifikatsiya-i-izmerenie-stoimosti-nematerialnyh-aktivov-otsenochnyy-i-buhgalterskiy-podhod>
3. Nowotny S., Hirsch B., Nitzl C. The Influence of Organizational Structure on Value-Based Management Sophistication. *Management Accounting Research*, 2022, vol. 56, no. 100797. URL: <https://doi.org/10.1016/j.mar.2022.100797>
4. Древинг С.Р., Хрустова Л.Е. Нефинансовые факторы формирования стоимости в системе финансового контроля стратегии развития холдинга // *Финансы: теория и практика*. 2018. Т. 22. № 6. С. 53—68.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nefinansovye-factory-formirovaniya-stoimosti-v-sisteme-finansovogo-kontrolya-strategii-razvitiya-holdinga>
5. Coram P.J., Mock T.J., Monroe G.S. Financial Analysts' Evaluation of Enhanced Disclosure of Non-Financial Performance Indicators. *The British Accounting Review*, 2011, vol. 43, iss. 2, pp. 87–101. URL: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2011.02.001>
6. Смотрицкая И.И., Фролова Н.Д. Качество корпоративного управления и рыночная капитализация российских компаний: эмпирический анализ // *Управленец*. 2021. Т. 12. № 4. С. 2—15.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kachestvo-korporativnogo-upravleniya-i-rynochnaya-kapitalizatsiya-rossiyskih-kompaniy-empiricheskiy-analiz>
7. Федорова Е.А., Афанасьев Д.О., Нерсесян Р.Г., Ледяева С.В. Влияние нефинансовой информации на основные показатели российских компаний // *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2020. № 2. С. 73—96.
URL: <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2020-46-2-4>
8. Chen Z., Xie G. ESG Disclosure and Financial Performance: Moderating Role of ESG Investors. *International Review of Financial Analysis*, 2022, vol. 83, no. 102291. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
9. Федорова Е.А., Хрустова Л.Е., Демин И.С. Полнота раскрытия нефинансовой информации российскими компаниями: влияние на инвестиционную привлекательность // *Российский журнал менеджмента*. 2020. Т. 18. № 1. С. 51—72. URL: <https://doi.org/10.21638/spbu18.2020.103>

10. *Игнатова И.О., Шмарова Л.В.* Интегрированная отчетность как инструмент повышения информационной прозрачности бизнеса в эпоху цифровой трансформации // *Экономика и управление*. 2023. Т. 29. № 1. С. 66—74.
URL: <https://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-1-66-74>
11. *Сингал С., Гунта С., Гунта В.К.* Влияние размера фирмы, левериджа и прибыльности на уровень раскрытия информации об интеллектуальном капитале // *Финансы: теория и практика*. 2022. Т. 26. № 5. С. 49—59.
URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-5-49-59>
12. *Лосева О.В., Федотова М.А., Богатырёва В.В.* Влияние стоимости нематериальных активов на капитализацию продуктовых ритейлеров в целях их устойчивого роста // *Финансы: теория и практика*. 2021. Т. 25. № 4. С. 48—63.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-stoimosti-nematerialnyh-aktivov-na-kapitalizatsiyu-produktovyh-riteylerov-v-tselyah-ih-ustoychivogo-rosta>
13. *Сидоренко Н.И.* Принципы и их значение для построения теории // *Вестник РЭА им. Г.В. Плеханова*. 2016. № 2. С. 157—166.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/printsipy-i-ih-znachenie-dlya-postroeniya-teorii>
14. *Петров С.В., Голованов М.С.* Практическое значение построения финансовой модели предприятий // *Colloquium-journal*. 2019. № 8. С. 76—78.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/prakticheskoe-znachenie-postroeniya-finansovoy-modeli-predpriyatij>
15. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. 11-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2021. 1320 с.
16. *Koller T., Goedhart M., Wessels D.* *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7th ed. John Wiley & Sons, 2020, 896 p.
17. *Овечкин Д.В.* Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке // *Экономика и экологический менеджмент*. 2021. № 1. С. 43—53.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otvetstvennye-investitsii-vliyanie-esg-reytinga-na-rentabelnost-firm-i-ozhidaemuyu-dohodnost-na-fondovom-rynke>
18. *Vergara-Fernandez M., Heilmann C., Szymanowska M.* Describing Model Relations: The Case of the Capital Asset Pricing Model (CAPM) Family in Financial Economics. *Studies in History and Philosophy of Science*, 2023, vol. 97, pp. 91–100.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.shpsa.2022.12.002>
19. *Шестакова Е.Д.* Методика оценки цифровой трансформации и цифровой зрелости компаний // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2023. Т. 16. Вып. 4. С. 477—492. URL: <https://doi.org/10.24891/fa.16.4.477>

20. Криничанский К.В., Рубцов Б.Б., Агеева С.Д. и др. Финансовые рынки: цифровая трансформация: монография. М.: Русайнс, 2022. 184 с.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

THE MAIN ASPECTS OF BUILDING A FINANCIAL MODEL FOR RUSSIAN PUBLIC COMPANIES VALUATION

Elena D. SHESTAKOVA

Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
edshestakova@fa.ru
<https://orcid.org/0000-0002-4117-7975>

Article history:

Article No. 572/2023
Received 9 Nov 2023
Received in revised form
19 February 2024
Accepted 4 March 2024
Available online
30 May 2024

JEL classification: G17,
G32, G34

Keywords: financial
model, valuation, market
value, initial public
offering, public company

Abstract

Subject. The article discusses the core aspects of constructing a financial model to value Russian public companies.

Objectives. The aim is to identify the main aspects and formulate proposals to modify the financial model for a public company valuation in modern conditions.

Methods. The study draws on general scientific methods, like analysis, synthesis, generalization, modeling, the empirical method (description), and theoretical method (formalization).

Results. The paper identifies the main aspects of building special financial models, offers a modification of the financial model for assessing the value of a public company in modern conditions, taking into account the fact of information disclosure, and formulates specific principles of building a financial model for public company valuation.

Conclusions. The findings can be used within the framework of theoretical and scientific-practical substantiation of specialized financial models for valuation, and improvement of tools for value formation of Russian companies on the basis of corporatization.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2023

Please cite this article as: Shestakova E.D. The Main Aspects of Building a Financial Model for Russian Public Companies Valuation. *Finance and Credit*, 2024, vol. 30, iss. 5, pp. 1148–1166.
<https://doi.org/10.24891/fc.30.5.1148>

Acknowledgments

I extend my gratitude and deep appreciation to Irina V. KOSORUKOVA, Doctor of Economics, Professor, for her advice and valuable comments on this article.

References

1. Kosorukova I.V. *Metodologicheskie problemy otsenki stoimosti biznesa: teoriya i praktika: monografiya* [Methodological problems of assessing the value of business: Theory and practice: a monograph]. Moscow, Sinergiya PRESS Publ., 2012, 384 p.
2. Karpova T.P., Karpova V.V. [Identification and measurement of intangible asset value: Estimating and accounting approaches]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2017, vol. 21, no. 3, pp. 166–176.

- URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/identifikatsiya-i-izmerenie-stoimosti-nematerialnyh-aktivov-otsenochnyy-i-buhgalterskiy-podhod> (In Russ.)
3. Nowotny S., Hirsch B., Nitzl C. The Influence of Organizational Structure on Value-Based Management Sophistication. *Management Accounting Research*, 2022, vol. 56, no. 100797. URL: <https://doi.org/10.1016/j.mar.2022.100797>
 4. Dreving S.R., Khrustova L.E. [Non-financial factors of value formation in the financial control system of the holding development strategy]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2018, vol. 22, no. 6, pp. 53–68. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nefinansovye-factory-formirovaniya-stoimosti-v-sisteme-finansovogo-kontrolya-strategii-razvitiya-holdinga> (In Russ.)
 5. Coram P.J., Mock T.J., Monroe G.S. Financial Analysts' Evaluation of Enhanced Disclosure of Non-Financial Performance Indicators. *The British Accounting Review*, 2011, vol. 43, iss. 2, pp. 87–101. URL: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2011.02.001>
 6. Smotrinskaya I.I., Frolova N.D. [The corporate governance quality and market capitalization of Russian companies: An empirical analysis]. *Upravlenets = Manager*, 2021, vol. 12, no. 4, pp. 2–15. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kachestvo-korporativnogo-upravleniya-i-rynochnaya-kapitalizatsiya-rossiyskih-kompaniy-empiricheskiy-analiz> (In Russ.)
 7. Fedorova E.A., Afanas'ev D.O., Nersesyan R.G., Ledyayeva S.V. [Impact of non-financial information on key indicators of Russian companies]. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii = Journal of the New Economic Association*, 2020, no. 2, pp. 73–96. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2020-46-2-4>
 8. Chen Z., Xie G. ESG Disclosure and Financial Performance: Moderating Role of ESG Investors. *International Review of Financial Analysis*, 2022, vol. 83, no. 102291. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
 9. Fedorova E.A., Khrustova L.E., Demin I.S. [Completeness of non-financial disclosure by Russian companies: The influence on investment attractiveness]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*, 2020, vol. 18, no. 1, pp. 51–72. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.21638/spbu18.2020.103>
 10. Ignatova I.O., Shmarova L.V. [Integrated reporting as a tool for increasing business information transparency in the era of digital transformation]. *Ekonomika i upravlenie = Economics and Management*, 2023, vol. 29, no. 1, pp. 66–74. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-1-66-74>
 11. Singhal S., Gupta S., Gupta V.K. [The impact of firm size, leverage, and profitability on the disclosure level of intellectual capital]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance:*

- Theory and Practice*, 2022, vol. 26, no. 5, pp. 49–59. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-5-49-59>
12. Loseva O.V., Fedotova M.A., Bogatyreva V.V. [Impact of the value of intangible assets on the capitalization of food retailers for their sustainable growth]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2021, vol. 25, no. 4, pp. 48–63.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-stoimosti-nematerialnyh-aktivov-na-kapitalizatsiyu-produktovyh-riteylerov-v-tselyah-ih-ustoychivogo-rosta> (In Russ.)
13. Sidorenko N.I. [Principles and their importance for theory development]. *Vestnik REA im. G.V. Plekhanova = Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics*, 2016, no. 2, pp. 157–166. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/printsiy-i-ih-znachenie-dlya-postroeniya-teorii> (In Russ.)
14. Petrov S.V., Golovanov M.S. [Practical bearing on financial model-building of enterprises]. *Colloquium-journal*, 2019, no. 8, pp. 76–78.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/prakticheskoe-znachenie-postroeniya-finansovoy-modeli-predpriyatiy> (In Russ.)
15. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2021, 1320 p.
16. Koller T., Goedhart M., Wessels D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7th ed. John Wiley & Sons, 2020, 896 p.
17. Ovechkin D.V. [Responsible investment: Impact of ESG rating on firm's profitability and expected return on the stock market]. *Ekonomika i ekologicheskii menedzhment*, 2021, no. 1, pp. 43–53. (In Russ.)
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otvetstvennye-investitsii-vliyanie-esg-reytinga-na-rentabelnost-firm-i-ozhidaemuyu-dohodnost-na-fondovom-rynke>
18. Vergara-Fernandez M., Heilmann C., Szymanowska M. Describing Model Relations: The Case of the Capital Asset Pricing Model (CAPM) Family in Financial Economics. *Studies in History and Philosophy of Science*, 2023, vol. 97, pp. 91–100.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.shpsa.2022.12.002>
19. Shestakova E.D. [Methodology for assessing digital transformation and digital maturity of companies]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*, 2023, vol. 16, iss. 4, pp. 477–492. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.24891/fa.16.4.477>
20. Krinichanskii K.V., Rubtsov B.B., Ageeva S.D. et al. *Finansovye rynki: tsifrovaya transformatsiya: monografiya* [Financial markets: Digital transformation: a monograph]. Moscow, Rusains Publ., 2022, 184 p.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.