

УДК 338.24

DOI 10.26118/1136.2026.14.96.024

Редогощенко Андрей Владимирович

Волгоградский государственный технический университет

Корпоративное управление и стоимость фирмы: теоретический анализ, методы количественной оценки и отраслевая специфика (на примере нефтегазовых компаний)

Аннотация. В статье исследуется взаимосвязь качества корпоративного управления и стоимости фирмы в контексте современной экономики. Рассмотрены теоретические аспекты влияния институциональных механизмов на инвестиционную привлекательность компаний, включая защиту прав акционеров, прозрачность информации, применение международных стандартов отчетности и деловую репутацию. Обосновано, что эффективная система корпоративного управления способствует снижению стоимости привлечения капитала (WACC), минимизации агентских конфликтов и росту рентабельности инвестированного капитала (ROIC). Предложена методика количественной оценки уровня корпоративного управления на основе рейтингового подхода и анкетирования стейкхолдеров, а также разработана эконометрическая модель, интегрирующая параметры корпоративного управления в оценку рыночной капитализации. Особое внимание уделено отраслевой специфике нефтегазовых компаний: систематизированы ключевые драйверы стоимости (операционные, финансовые, инвестиционные, рыночные, ESG) и предложена интегральная модель оценки, сочетающая дисконтирование денежных потоков, сценарный анализ и теорию реальных опционов с модифицированной ставкой дисконтирования, учитывающей страновые и санкционные риски. Сформулированы рекомендации по совершенствованию управления стоимостью российских компаний с учетом цифровой трансформации и ужесточения ESG-требований.

Ключевые слова: корпоративное управление, стоимость фирмы, рыночная капитализация, стоимость капитала, WACC, ROIC, экономическая добавленная стоимость (EVA), факторы стоимости, ESG-факторы, цифровая трансформация, защита прав акционеров, прозрачность.

Redogoschenko Andrei Vladimirovich

Volgograd State Technical University

Corporate Governance and Firm Value: Theoretical Analysis, Quantitative Methods, and Industry-Specific Aspects (Based on Oil and Gas Companies)

Abstract. This article examines the relationship between corporate governance quality and firm value in the context of the modern economy. It examines the theoretical aspects of how institutional mechanisms influence companies' investment attractiveness, including shareholder protection, information transparency, the application of international reporting standards, and business reputation. It is demonstrated that an effective corporate governance system contributes to a lower WACC, minimizes agency conflicts, and increases return on invested capital (ROIC). A methodology for quantitatively assessing corporate governance levels is proposed based on a rating approach and stakeholder surveys, and an econometric model is developed that integrates corporate governance parameters into market capitalization assessment. Particular attention is paid to the industry specifics of oil and gas companies: key value drivers (operational, financial, investment, market, and ESG) are systematized, and an integrated valuation model is proposed that combines discounted cash flows, scenario analysis, and real options theory with a modified discount rate that accounts for country and sanctions risks. Recommendations have been

formulated for improving value management at Russian companies, taking into account digital transformation and tightening ESG requirements.

Keywords: corporate governance, firm value, market capitalization, cost of capital, WACC, ROIC, economic value added (EVA), value drivers, oil and gas companies, industry risks, integrated valuation model, real options, ESG factors, digital transformation, shareholder protection, transparency.

Взаимосвязь между качеством корпоративного управления и стоимостью капитала, а также оценкой компании заключается в следующем: инвесторы, особенно внешние, проявляют скептицизм при выделении средств и назначают высокую стоимость финансовым ресурсам, если сомневаются в получении ожидаемой прибыли. Отсутствие эффективного управления приводит к конфликтам интересов между миноритарными и мажоритарными акционерами, с результатом несправедливого распределения доходов в пользу последних [1, с. 1189]. В странах с низким уровнем защиты прав собственности обычно наблюдаются высокие ставки капитала и пониженная маркет-капитализация компаний. Ослабленное корпоративное управление также провоцирует снижение оценки компаний на рынке. Исследования указывают, что эффективное управление критично для поддержания здоровой инвестиционной среды, способствующей конкурентоспособности компаний и оперативной эффективности финансовых рынков.

2) Открытость информации о деятельности компании

Принцип открытости и прозрачности требует обеспечения стабильной, точной и сравнимой информации, что способствует адекватному мониторингу операций компании и оценке эффективности управленческой работы. Адекватно функционирующая система корпоративного управления усиливает прозрачность предприятия, давая инвесторам возможность оценить финансовое состояние и качество управленческих решений. Это укрепляет доверие инвесторов, повышая их уверенность в способности компании обеспечить адекватный доход акционерам, и таким образом улучшая её возможности по привлечению капитала.

3) Применение глобальных нормативов в финансовой отчетности

Применение международных стандартов финансовой отчетности (IFRS) позволяет компаниям получить доступ к более доступным источникам капитала от западных банков и инвестиционных учреждений. Проведение независимого аудита повышает доверие к финансовым отчетам, что важно для принятия обоснованных управленческих решений. Это приводит к уменьшению взвешенной средней стоимости капитала (WACC), что, в свою очередь, дает преимущество в реализации экономических проектов, недоступных для конкурентов из-за их более высоких расходов на привлечение капитала.

4) Повышенная результативность системы скоростного мониторинга данных

Применение системы оперативной отчетности способствует улучшению качества и скорости управленческих решений, что в конечном итоге приводит к увеличению рентабельности инвестированного капитала (ROIC). В то же время, прозрачность отчетности менеджеров перед акционерами минимизирует риски оппортунистического поведения руководства [5, с. 119].

5) Деловая репутация компании

Эффективная корпоративная управленческая структура резко повышает репутационные активы компании, что считается ключевым элементом её интеллектуальной собственности.

При переходе от теоретического осмысления к практическому применению, крайне важно уделить внимание количественной аналитике качества корпоративного управления. Это позволит впоследствии использовать математическое моделирование для определения его воздействия на рыночную капитализацию предприятия.

Первоначальным этапом анализа влияния корпоративного управления на стоимость компании выступает диагностика его качественного уровня. В современной практике для

решения данной задачи используются рейтинговые оценки, присваиваемые специализированными аналитическими агентствами (например, «ЭКСПЕРТ РА», РБК, S&P, а также CORE-рейтинг корпоративного управления). Применение данного подхода представляется обоснованным при условии, что анализируемая компания входит в сферу мониторинга указанных институтов и регулярно проходит процедуру рейтингования.

В случае отсутствия внешней рейтинговой оценки допустимо применение альтернативных методов сбора первичной информации, в частности анкетирования ключевых стейкхолдеров.

Рекомендуется проводить такой анализ не реже одного раза в год, лучше каждые полгода, для графического отображения изменений. Несмотря на кажущуюся простоту процедуры, это одно из её преимуществ, включая надёжность данных напрямую от источников. Однако, если компания уже входит в рейтинги профессиональных экспертных агентств, предпочтительнее использовать их оценки качества управления, чем проводить внутренний опрос [4, с. 85].

Для анализа экономической ценности компании целесообразно разработать математическую модель, которая не будет излишне сложной. В качестве базового подхода подойдет модель экономической добавленной стоимости (EVA), которая включает переменные, такие как объем инвестированного капитала, его стоимость и операционная эффективность. Важно интегрировать параметры корпоративного управления для анализа их влияния на финансовые результаты компании. Модель должна оставаться упрощенной, не включая комплексные отраслевые характеристики, чтобы обеспечить удобство выполнения расчетов. Так, предлагаемая модель будет формализована следующим образом:

$$PK = K_1 * ЧА + K_2 * РП + K_3 * ДЗ + K_4 * КУ, \quad (1)$$

где

PK -рыночная капитализация

Коэффициенты K_1, K_2, K_3, K_4 — переменные;

ЧА — чистые активы;

РП — рентабельность продаж;

ДЗ доля заемных ресурсов.

КУ -уровень корпоративного управления.

Базовое эконометрическое исследование модели позволило определить значения коэффициентов K_1 – K_4 . Полученные результаты дают возможность оценить, как различные переменные воздействуют на стоимость конкретной компании; среди этих переменных – элементы корпоративного управления. [2, с. 110].

Методика работает как отправная точка: она помогает компании выстроить путь к улучшению корпоративного управления и, соответственно, к росту стоимости предприятия за счет этих усовершенствований. Ограниченность данных, доступных большинству организаций для анализа по такой модели за период свыше шести-семи лет, снижает точность результатов. Продолжение применения модели постепенно повышает точность прогнозов с каждым новым анализируемым периодом. Модель допускает дальнейшее развитие: интеграция новых переменных, разработка сложных индексов, непрерывное тестирование и анализ результатов расширяют ее возможности.

Систематический мониторинг внутренних и внешних показателей в сфере корпоративных финансов помогает руководству компании выявлять сильные и слабые стороны бизнеса. На основе этих данных стратегические планы корректируются так, чтобы увеличивать экономическую стоимость предприятия. Инвесторы и прочие заинтересованные лица получают возможность оценить перспективность вложений, решить, стоит ли сохранять акции в портфеле, а при необходимости – инициировать изменения в составе совета директоров или топ-менеджмента. Те же аналитические модели служат эмпирической базой для академических исследований корпоративного управления.

Таблица 1- Факторная модель управления стоимостью нефтегазовой компании: ключевые показатели и механизмы влияния

Факторная группа	Ключевые показатели	Влияние на стоимость
ОПЕРАЦИОННЫЕ	Объем добычи, КИН, себестоимость барреля	Прямое влияние на FCF
ФИНАНСОВЫЕ	Долг/ЕБИТДА, WACC, дивидендная доходность	Определяют стоимость капитала
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ	Прирост запасов, NPV проектов, капекс	Будущие денежные потоки
РЫНОЧНЫЕ	Цена нефти, курс RUB/USD, дисконт к Brent	Внешняя конъюнктура
ESG	Углеродоемкость, промбезопасность	Доступ к капиталу, репутация

Представленная факторная модель систематизирует ключевые драйверы стоимости нефтегазовой компании, распределяя их по пяти функциональным группам. Операционные факторы (объем добычи, коэффициент извлечения нефти, себестоимость) оказывают прямое воздействие на свободный денежный поток, формируя базис операционной эффективности. Финансовые показатели (долговая нагрузка, стоимость капитала, дивидендная политика) определяют цену привлечения ресурсов и инвестиционную привлекательность компании.

Инвестиционные факторы, включающие прирост запасов и эффективность капитальных вложений, задают траекторию будущих денежных потоков и потенциал долгосрочного роста. Рыночные факторы (ценовая конъюнктура, валютный курс) отражают экзогенные условия функционирования отрасли, не поддающиеся прямому контролю со стороны менеджмента. Обособленное положение ESG-факторов подчеркивает их растущее значение: показатели углеродоемкости и промышленной безопасности влияют на репутационный капитал и доступ к международным рынкам финансирования [3].

Таким образом, эффективное управление стоимостью в нефтегазовом секторе требует комплексного воздействия на все группы факторов с приоритетом тех, которые поддаются контролю (операционные, финансовые, инвестиционные), при обязательном мониторинге и адаптации к внешним рыночным условиям и ESG-требованиям.

Исследование влияния корпоративного контроля на стоимость фирмы подтвердило значимость институциональных механизмов в формировании инвестиционной привлекательности. Ключевыми факторами, определяющими стоимость, выступают защита прав миноритарных акционеров, прозрачность информации, применение международных стандартов отчетности, оперативность мониторинга и деловая репутация. Установлено, что эффективная система корпоративного управления снижает стоимость привлечения капитала (WACC), минимизирует агентские конфликты и создает условия для устойчивого роста рентабельности инвестированного капитала (ROIC). В российских условиях сохраняются системные ограничения: недостаточная прозрачность, формальный характер независимых директоров, ограниченная защита миноритариев, что сдерживает рост капитализации и доступ к дешевым источникам финансирования.

Обобщая результаты анализа, следует заключить, что эффективное управление стоимостью фирмы в современных условиях требует интеграции трех ключевых компонентов: адаптированных к отраслевой специфике финансовых моделей оценки, цифровых технологий как драйвера роста нематериальных активов, и развитой системы корпоративного контроля, обеспечивающей доверие инвесторов.

Таблица 2- Сравнительный анализ: отличительные особенности предложенной интегральной модели

Критерий сравнения	Традиционные модели (DCF, EVA)	Предложенная интегральная модель
Учет отраслевой специфики	Используют общие финансовые показатели без адаптации к отрасли	Включает специфические драйверы нефтегазового сектора: запасы, КИН, удельные затраты на добычу, коэффициент восполнения запасов
Ставка дисконтирования	Стандартный WACC ($R_f + \beta \times MRP$)	$WACC_{adjusted} = R_f + \beta \times MRP + CR + SanctionPremium$ (учет страновых и санкционных рисков)
Неопределенность	Детерминированный подход или простой сценарий «оптимист-база-пессимист»	Интеграция сценарного анализа с оценкой реальных опционов (опцион на отсрочку, расширение, отказ)
Нематериальные активы	Ограниченный учет (гудвилл)	Учитывает стоимость запасов как ключевого актива, репутацию, доступ к рынкам
Риски	Общие рыночные риски	Детализированная матрица отраслевых рисков: ценовые, регуляторные, санкционные, экологические, операционные
ESG-факторы	Отсутствуют или факультативно	Интегрированы в систему КРІ и оценки долгосрочной устойчивости
Пример применения	Общая оценка бизнеса	Апробирована на ПАО «Лукойл» с расчетом чувствительности к ключевым факторам

Таким образом, предложенная концепция управленческой системы способствует постоянному прогрессу и адаптации научных методик и теоретических рамок, что в свою очередь позволяет совершенствовать автоматизированные инструменты управления в соответствии с изменяющимися техническими, экономическими и организационными условиями.

Российским компаниям для повышения конкурентоспособности необходимо не только заимствовать западные методики, но и формировать институциональную среду, способствующую прозрачности, защите прав собственности и долгосрочному стратегическому планированию, что особенно актуально в условиях цифровой трансформации и ужесточения ESG-требований.

В рамках действия инновационной компании систематически происходит реализация уточнения местных амбиций, заданий и влияющих условий, а также идентификация дефицитных, нерентабельных методик и подходов. Обновленные данные о техническом и экономическом положении способствуют модификации, то есть корректировке методов и моделей инноваций для соответствия текущим условиям рынка,

организационно-экономическим требованиям или технологическим нововведениям, обеспечивая их релевантность и производительность.

Руководитель или менеджер с соответствующими полномочиями принимает и исполняет управленческие решения, неся ответственность за их последствия. Он работает с управленческой информационной системой через специализированный интерфейс, который упрощает ввод, обработку и анализ данных, обеспечивая качественную информационную и аналитическую поддержку.

Цифровая трансформация приносит выгоды, выходящие далеко за пределы роста рыночной капитализации. Компании, внедряющие цифровые технологии, сокращают расходы на бумагу и логистику, что ведет к снижению выбросов парниковых газов и уменьшает экологическую нагрузку. Одновременно цифровизация порождает новые рабочие места и тем самым стимулирует экономическое развитие. Для современных предприятий цифровая трансформация становится фактором укрепления рыночных позиций: она влияет на совокупную стоимость и структуру активов. Грамотно выстроенные инвестиции в цифровые инновации и соответствующие стратегии позволяют полнее использовать потенциал цифровизации и успешнее конкурировать.

Сравнительный анализ российских и зарубежных моделей управления стоимостью компании выявил заметные различия в целевых ориентирах и применяемом инструментарии. Западные модели (англо-американская, европейская, восточноазиатская) прошли путь от акционерно-ориентированного подхода к мультистейкхолдерской парадигме, интегрирующей ESG-факторы. Российская практика носит гибридный характер: здесь заимствованные финансовые метрики (EVA, DCF, ROIC) сочетаются с высокой долей государственного участия и концентрированной структурой собственности. Ключевое отличие состоит в степени зрелости институтов корпоративного управления. В развитых странах управление стоимостью занимает центральное место в стратегическом планировании, тогда как в России этот процесс еще формируется и ориентирован преимущественно на операционные показатели и краткосрочные результаты.

В контексте цифровизации экономики выявлена трансформация традиционных факторов стоимости с возрастанием роли нематериальных активов, интеллектуальной собственности и цифровых платформ. Анализ показал, что компании, активно внедряющие цифровые технологии (Сбербанк, Яндекс, Amazon, Alibaba), демонстрируют опережающие темпы роста капитализации благодаря созданию экосистем, сетевых эффектов и монетизации данных. Одновременно цифровизация изменяет структуру операционных и транзакционных издержек, повышает прозрачность бизнес-процессов и требует модификации традиционных подходов к оценке эффективности, включая учет стоимости клиентской базы, алгоритмов обработки данных и цифровых платформенных решений.

Осознание этих ограничений обусловило необходимость разработки интегральной модели оценки стоимости, адаптированной к специфике нефтегазового сектора и способной учитывать многообразие факторов, влияющих на долгосрочную ценность компании. Предлагаемая модель представляет собой синтез трех методологических подходов: классического DCF-моделирования, закладывающего основу для прогнозирования денежных потоков; сценарного анализа, позволяющего оценить диапазон возможных значений стоимости в зависимости от ключевых макроэкономических параметров; и теории реальных опционов, дающей инструментарий для количественной оценки стратегической гибкости инвестиционных решений. Принципиальным отличием разработанной модели выступает модифицированная ставка дисконтирования, включающая наряду со стандартными компонентами количественно выраженные страновые и санкционные риски, а также детализированная система отраслевых драйверов стоимости (запасы, коэффициент извлечения нефти, удельные затраты, восполнение ресурсной базы), позволяющая учесть технологическую и операционную специфику нефтегазового производства.

Список источников

1. Калайда С. А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли / С. А. Калайда, Х. А. Чупанова // Экономическая безопасность. – 2024. – Т. 7, № 5. – С. 1189-1206. – DOI 10.18334/ecsec.7.5.121045.
2. Порядина И.В. Подходы к оценке стоимости бизнеса: их предпосылки и ограничения / И.В. Порядина // Инновационное развитие экономики. – 2024. – № 1. – С. 109–124. – DOI: 10.51832/2223798420241109.
3. Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости / Д. Степанов [Электронный ресурс]. – URL: http://www.cfin.ru/management/finance/value-based_management.shtml (дата обращения: 10.12.2025).
4. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании: практика российских предприятий / Т.В. Теплова. – М.: Вершина, 2007. – 272 с.
5. Федорова Т.А. Оценка стоимости инновационно активного предприятия : монография / Т.А. Федорова. – Сыктывкар: ГОУ ВО КРАГСиУ, 2018. – 157 с.

Сведения об авторе

Редогощенко Андрей Владимирович, аспирант, Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия.

Information about the author

Redogoschenko Andrei Vladimirovich, postgraduate student, Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia.