

DOI: 10.37791/2687-0657-2021-15-1-80-96

# Методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа и членов совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса

О. Д. Косорукова<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup> Университет «Синергия», Москва, Россия

\* [olga.kosorukowa@yandex.ru](mailto:olga.kosorukowa@yandex.ru)

**Аннотация.** Согласно современной теории корпоративных финансов цель управления финансами компании – максимизация рыночной стоимости бизнеса, что одновременно является и возможностью роста конкурентоспособности бизнеса. Анализ ценообразующих факторов стоимости бизнеса – основа принятия эффективных финансовых решений менеджментом. Данная работа посвящена анализу влияния на стоимость бизнеса деловой репутации исполнительного органа общества и членов совета директоров. Такой анализ связан также с анализом корпоративного управления бизнеса, поскольку именно в рамках корпоративного управления рассматривается взаимосвязь менеджмента и собственников компании и ее влияние на стоимость бизнеса. Целью исследования является разработка методики учета влияния деловой репутации исполнительного органа акционерного общества на стоимость его бизнеса. Задача исследования состоит в выявлении критериев оценки влияния деловой репутации исполнительного органа и члена совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса. Исследование базируется на общенаучной методологии, предусматривающей использование методов системного и сравнительного анализа, анализа и синтеза, методах и подходах оценочной деятельности. В статье рассматривается роль деловой репутации членов органов управления акционерного общества на современном этапе развития корпоративного управления и ее влияние на стоимость бизнеса. В результате доказана важность и возможность использования показателя деловой репутации для оценки стоимости бизнеса через призму применения доходного подхода в оценке. Учет влияния деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов организаций на стоимость бизнеса рассмотрен в двух направлениях: путем влияния на величину денежного потока и путем учета в ставке дисконтирования.

**Ключевые слова:** деловая репутация, акционерное общество, стоимость бизнеса, совет директоров, исполнительный орган

**Для цитирования:** Косорукова О. Д. Методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа и членов совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса // Современная конкуренция. 2021. Т. 15. № 1. С. 80–96. DOI: 10.37791/2687-0657-2021-15-1-80-96

# Methodology for accounting for the impact of the business reputation of the executive body and members of the board of directors of a joint-stock company on the business value

O. Kosorukova<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup> Synergy University, Moscow, Russia

\* [olga.kosorukowa@yandex.ru](mailto:olga.kosorukowa@yandex.ru)

**Abstract.** According to the modern theory of corporate finance, the goal of managing the company's finances is to maximize the market value of the business, which is also an opportunity to increase the competitiveness of the business. Analysis of price-forming factors of business value is the basis for making effective financial decisions by management. This article is devoted to the analysis of the impact on the business value of the business reputation of the company's executive body and members of the board of directors. This analysis is also related to corporate governance review of the business, as it is within the framework of corporate governance examines the relationship between management and owners of a company and its impact on business value. The aim of the research is to develop a methodology for accounting for the impact of the business reputation of the executive body of a joint-stock company on the value of its business. The objective of the research is to identify criteria for assessing the impact of the business reputation of the executive body and a member of the board of directors of a joint-stock company on the business value. Research is based on a general scientific methodology, which provides for the use of methods of systematic and comparative analysis, analysis and synthesis, methods and approaches of evaluation activities. The article examines the role of business reputation of members of the management bodies of a joint-stock company at the present stage of corporate governance development and its impact on the business value. As a result, the importance and possibility of using the business reputation indicator to assess the value of a business through the prism of applying a revenue approach in valuation is proved. Accounting for the impact of the business reputation of members of the board of directors and executive bodies of organizations on the business value is considered in two directions: by influencing the amount of cash flow and by taking into account the discount rate.

**Keywords:** business reputation, joint stock company, business value, board of directors, executive body

**For citation:** Kosorukova O. Methodology for accounting for the impact of the business reputation of the executive body and members of the board of directors of a joint-stock company on the business value. *Sovremennaya konkurentsija*=Journal of Modern Competition, 2021, vol.15, no.1, pp.80-96 (in Russian). DOI: 10.37791/2687-0657-2021-15-1-80-96

## Введение

Вопросам роли деловой репутации компании в формировании стоимости бизнеса посвящено множество научных публикаций в отечественной и зарубеж-

ной литературе, однако в последнее время как в России в связи с принятием Федерального закона № 281-ФЗ [1], так и за рубежом увеличился интерес к вопросам влияния на стоимость компаний деловой репутации их руководителей. При этом также отмечается,

что менеджмент российских компаний стремится к упорядочиванию отношений между различными категориями акционеров и отношений в целом между собственниками и менеджментом, формирует интегрированные бизнес-группы, которые являются более устойчивыми на высококонкурентном рынке [2]. Исследования показывают, что численность совета директоров может сокращаться при увеличении конкуренции на товарном рынке [3]. По мере ужесточения конкуренции роль управления деловой репутацией компании возрастает; по экспертным оценкам доля деловой репутации в рыночной стоимости компании составляет 20–25% и может достигать 85% [4].

Стратегии роста стоимости бизнеса и их влияние на конкурентоспособность компаний также рассматриваются в научной и учебной литературе [5].

Данные российской судебной статистики свидетельствуют о том, что количество дел, которые ежегодно рассматриваются как в судах общей юрисдикции, так и в арбитражных судах, разрешающих споры о защите деловой репутации в сфере предпринимательской и иной экономической деятельности, является стабильным [6]:

- в судах общей юрисдикции в среднем в год рассматривается 5000 дел;
- в арбитражных судах в среднем в год рассматривается 800 дел.

В своем интервью А. И. Иконников [7] отмечает, что Федеральный закон № 281-ФЗ расширяет список требований к деловой репутации собственников и руководителей финансовых организаций. Более 6 тысяч человек попали в черный список Банка России. Автор связывает эту ситуацию с неэффективной существующей системой корпоративного управления, она «не смогла защитить кредитные организации от падения и санации. Совет директоров не смог сбалансировать интересы доминирующих акционеров, требующих постоянного роста, и стейкхолдеров. Все это показывает, что качество корпоратив-

ного управления не оптимально и требуется серьезная работа над ошибками». При этом указывается, что в качестве инструмента защиты профессиональной деятельности директоров в международной бизнес-практике используется страхование их ответственности.

В научных работах [8] отмечается, что снижение индекса репутации руководителя (индекс рассчитывается по требованиям Национального стандарта РФ ГОСТ Р 66.0.01–2017 [9]) всего на 1% приводит к падению рыночной стоимости компании сразу на 3%.

В одном из последних зарубежных исследований по вопросу влияния ключевой фигуры в руководстве на эффективность деятельности компании M. Bennedsen, F. Pérez-González и D. Wolfenzon [10] приводят доказательства того, что руководство компании оказывает существенное влияние на ее финансовые результаты и инвестиционную привлекательность, и наибольшую роль в эффективности деятельности компании играют высшие топ-менеджеры (CEO (Chief Executive Officer – главный исполнительный директор) – ключевые фигуры в руководстве), поскольку уход других топ-менеджеров не оказывает аналогичного влияния на деятельность компании. Кроме того, в исследовании доказывалось, что для растущих компаний и компаний с высокой долей использования человеческого капитала существенным влиянием на эффективность работы обладает возраст ключевой фигуры<sup>1</sup> в руководстве.

В данной работе не будем подробно останавливаться на анализе понятия «деловая репутация юридического лица», поскольку этому вопросу в литературе уделяется достаточное внимание [11].

Проблему же деловой репутации гражданина поднимает ст. 152 ГК РФ «Защита чести, достоинства и деловой репутации».

<sup>1</sup> Преимуществом обладают генеральные директора молодого возраста.

## **1. Требования нормативно-правовых актов к деловой репутации исполнительного органа и члена совета директоров акционерного общества и деловой репутации организации**

### **1.1. Сущность деловой репутации и методы ее определения**

Для целей данной статьи под опытом и деловой репутацией субъекта предпринимательской деятельности (далее – деловая репутация) будет рассматриваться совокупность характеристик, которая определяет оценку деятельности юридического лица или индивидуального предпринимателя с точки зрения их деловых качеств, включая наличие у них финансовых ресурсов, оборудования и других материальных ресурсов, опыта работы и репутации, специалистов и иных работников определенного уровня квалификации [12].

Под стоимостью деловой репутации будем понимать наиболее вероятную расчетную величину, являющуюся отражением будущей экономической выгоды, генерируемой бизнесом за счет неидентифицируемой части активов (менеджментом, кадрами, деловыми связями, клиентской базой и др.).

Деловая репутация – один из существенных факторов, оказывающих влияние на стоимость акций и бизнеса. К ключевым особенностям деловой репутации можно отнести:

- неотделимость от бизнеса (невозможность самостоятельного отчуждения);
- отсутствие материально-вещественной формы;
- индивидуальность (отсутствие аналогов).

С точки зрения ценообразующих факторов деловой репутации можно выделить:

- способность приносить прибыль, превышающую среднеотраслевой уровень;
- невозможность проверки оценочных величин стоимости ценой продажи;
- невозможность четкого отнесения доходов и расходов, связанных с деловой репутацией.

В исследованиях [13] отмечается, что в суде наличие деловой репутации помогут доказать: «широкая клиентская база, отзывы клиентов и контрагентов, публикации об организации, наличие зарегистрированных товарных знаков, участие в конкурсах, выставках и т.п. То есть доказательства того, что об организации знает широкий круг лиц, и знания эти носят определенный характер».

В специальной литературе приводится довольно обширный перечень методов определения рыночной стоимости деловой репутации организации [14]. При этом в оценочной практике при определении стоимости деловой репутации наиболее известен метод избыточных прибылей. Однако в федеральном стандарте оценки «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности (ФСО № 11)» [15] методика оценки стоимости деловой репутации изложена по аналогии с требованиями российских и международных стандартов бухгалтерского учета: стоимость деловой репутации определяется как сумма, остающаяся «после вычитания из стоимости (цены покупки) организации стоимости всех идентифицируемых материальных активов, в том числе денежных, и нематериальных активов, скорректированной с учетом фактических или потенциальных обязательств».

### **1.2. Требования нормативно-правовых актов к деловой репутации исполнительного органа и члена совета директоров акционерного общества**

Рассмотрим далее в нашей работе более подробно роль и возможности влияния на стоимость бизнеса и акций публичного акционерного общества репутации членом совета директоров и исполнительного органа в России.

Как уже отмечалось, репутация физического лица именно как руководителя организации очень важна. Единоличный исполнительный орган акционерного общества (далее – АО) действует от имени общества

в гражданском обороте. Его репутация, несомненно, ассоциируется с репутацией самого общества и непосредственно влияет на сложившуюся на рынке оценку поведения компании, поэтому снижение профессиональной репутации руководителя организации приводит к снижению деловой репутации самого общества.

Распространение ложной и уничижительной информации об исполнительном органе и членах правления снижает деловую репутацию общества. Это также может привести к потере покупательского интереса к продукции и убыткам, а также к значительному снижению заинтересованности участников гражданского оборота, устанавливающих деловые отношения с компанией, в том числе с инвестиционными фондами. Для существующих контрагентов данного лица такой вид информации также может служить основанием для снижения объема инвестиций в его деятельность.

Ранее положением Банка России [16] была достаточно полно представлена информация о лицах, временно исполняющих обязанности руководителя кредитной организации, и лицах, на которых возложены отдельные обязанности руководителя кредитной организации, предусматривающие право распоряжаться денежными средствами, находящимися на счетах кредитной организации, открытых в Банке России.

Банк России выявил множество фактов неправильного понимания отдельными лицами, выполняющими функции единоличного исполнительного органа, степени ответственности за нарушение законодательства Российской Федерации и последствий выявления различных недостатков в деятельности органов управления общества. Этому способствовали недооценка следующих последствий:

- недобросовестные действия (бездействия);
- готовность расширить сферу своего управленческого влияния и контроля для удовлетворения личных интересов (занятия

более высокой должности на предприятии и получения более высокого материального вознаграждения) без объективного анализа лицом наличия у него возможности для надлежащего осуществления обязанностей и полномочий в новой должности.

Неверное представление о своей роли в системе корпоративного управления финансовой организации обусловлено прежде всего отсутствием соответствующих внутренних документов в обществе. При этом многие вопросы в сфере корпоративного управления носят не юридический, а этический характер и должны решаться обществом, давать представление о роли, функциях того или иного органа управления в системе корпоративного управления.

Принятые в конце 2019 года рекомендации Банка России [17] изложили ключевые аспекты деятельности исполнительных органов финансовой организации и обозначили вопросы, на которые следует обращать внимание лицам, осуществляющим соответствующие функции. Целью этого документа является более детальный анализ и изучение требований нормативных правовых актов, внутренних документов финансовой организации.

В Кодексе корпоративного управления [18] большое внимание уделяется влиянию на корпоративное управление общества совета директоров. В документе приводятся рекомендации по вопросам избрания членов совета директоров. Так, в качестве члена совета директоров рекомендуется избирать физическое лицо, имеющее отличную деловую и личную репутацию, обладающее знаниями, навыками и опытом, необходимыми для принятия решений относительно сферы деятельности совета директоров, а также необходимыми для эффективного выполнения его функций.

Необходимо особо отметить, что в отношении исполнительного органа таких рекомендаций Кодексом не дается.

В начале 2019 года Банк России своим информационным письмом рекомендовал

Руководство для членов совета директоров (наблюдательного совета) финансовой организации [17]. В частности, в рекомендациях отмечается, что недостатки в сфере корпоративного управления, такие как неэффективность внутренних процедур и процессов, могут постепенно и незаметно привести компанию к системной неустойчивости, большому нарастанию проблем, нарушению прав собственников, клиентов, кредиторов, а также к прекращению деятельности организации.

При этом Банк России указал основания для признания кандидата в совет директоров или члена совета директоров несоответствующим требованиям к деловой репутации.

Также Банк России рекомендовал финансовым организациям проводить самооценку и оценку деловой репутации членов совета директоров (наблюдательного совета) и исполнительных органов [16].

Критериями, подлежащими оценке, могут являться:

- степень реализации ключевых функций совета директоров;
- соответствие состава и структуры совета директоров потребностям организации;
- соответствие навыков, опыта, знаний и компетенций членов совета директоров целям и задачам организации;
- эффективность организации работы совета директоров;
- эффективность работы комитетов;
- качество взаимодействия совета с менеджментом организации;
- качество предоставляемой менеджментом информации;
- соответствие частоты заседаний совета директоров задачам и целям предприятия;
- стиль руководства, используемый председателем при принятии важных решений и разрешении спорных вопросов;
- прозрачность процесса принятия решений;

- качество взаимодействия совета с собственниками и другими заинтересованными лицами и прочее.

При этом организация самостоятельно определяет состав совета директоров, принимая во внимание следующие аспекты:

- масштаб организации;
- специфика деятельности организации;
- задачи организации;
- возможность привлечения независимых директоров в состав совета директоров.

В Кодексе корпоративного управления указывается, что крайне важно для эффективного выполнения советом директоров своих функций иметь сбалансированный состав совета директоров, в том числе по числу независимых директоров, опыту и квалификации членов совета директоров. Именно в совокупности эти факторы делают совет директоров способным решать ключевые вопросы в организации и определять стратегические направления деятельности организации [19].

Члены совета директоров должны владеть профессиональными навыками и знаниями в таких областях, как:

- стратегическое планирование;
- юриспруденция;
- управление рисками;
- управление активами;
- финансовый анализ;
- информационные технологии;
- комплаенс.

Разумная и добросовестная деятельность членов совета директоров предполагает принятие решений на основе всей имеющейся информации, с должной осторожностью, при отсутствии конфликта интересов, с учетом равного отношения акционеров, в рамках нормального бизнес-риска [18].

Важность совета директоров, его состава понимают также организаторы торговли, которые повышают требования к составу совета директоров и категориям членов совета директоров в зависимости от котировального уровня – первого или второго.



Московская биржа разработала Правила листинга [20], в соответствии с которыми:

1. Для включения акций в котировальный список первого уровня необходимо, чтобы в состав совета директоров эмитента входило не менее 1/5 состава совета и не менее трех независимых директоров.

2. Для включения акций в котировальный список второго уровня необходимо, чтобы в состав совета директоров эмитента входило не менее двух независимых директоров.

Такая информация оценивается инвесторами и повышает инвестиционную привлекательность акций организаций и конкурентоспособность бизнеса.

При этом несколькими нормативными документами определены требования к деловой репутации кандидатов и ограничения их участия в совете директоров, членства в коллегиальном исполнительном органе, а также кандидатов на должность единоличного исполнительного органа финансовых организаций. В частности, Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ (ред. от 20.07.2020) «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2020) (ст. 16) определяет случаи несоответствия указанных выше лиц требованиям к деловой репутации.

В соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 31.07.2020) «О рынке ценных бумаг» (ст. 10.1) членом совета директоров (наблюдательного совета), членом коллегиального исполнительного органа, единоличным исполнительным органом на рынке ценных бумаг не могут являться:

- лица, которые осуществляли функции единоличного исполнительного органа финансовых организаций в момент совершения этими организациями нарушений, за которые у них были аннулированы (отозваны) лицензии на осуществление соответствующих видов деятельности, если со дня такого аннулирования (отзыва) прошло менее трех лет;

- лица, в отношении которых не истек срок, в течение которого они считаются подвергнутыми административному наказанию в виде дисквалификации;

- лица, имеющие неснятую или непогашенную судимость за преступления в сфере экономической деятельности или преступления против государственной власти.

Схожие требования предъявляет Закон РФ от 27.11.1992 № 4015-1 (ред. от 20.07.2020) «Об организации страхового дела в Российской Федерации» (ст. 32.1).

Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 20.07.2020) «Об инвестиционных фондах» (ст. 8) ужесточает критерий судимости: лица, имеющие судимость за умышленные преступления.

Федеральный закон от 07.05.1998 № 75-ФЗ (ред. от 20.07.2020) «О негосударственных пенсионных фондах» (ст. 6.2) указывает дополнительно в качестве требований к деловой репутации перечисленных выше лиц, если в течение пяти лет, предшествовавших дню назначения (избрания) на должность, Банк России установил следующие обстоятельства:

- неисполнение лицом обязанностей, возложенных на него Федеральным законом от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)», при возникновении оснований для осуществления мер по предупреждению банкротства финансовой организации и (или) при возникновении признаков несостоятельности (банкротства) финансовой организации;

- привлечение лица в соответствии с вступившим в законную силу судебным актом к субсидиарной ответственности по обязательствам финансовой организации либо к ответственности в виде взыскания убытков в пользу финансовой организации в соответствии с Федеральным законом от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»;

- признание физического лица или лица, осуществлявшего предпринимательскую деятельность без образования юридического

лица, банкротом, если не истек срок со дня завершения в отношении этого лица процедуры реализации имущества или прекращения производства по делу о банкротстве в ходе такой процедуры;

- наличие у лица права давать обязательные указания или возможности иным образом определять действия финансовой организации, которая была признана арбитражным судом банкротом;

- предъявление требования о замене указанного лица на основании части четвертой ст. 60, ст. 74, 76.9-1 и 76.9-3 Федерального закона от 10.07.2002 №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»;

- наличие факта расторжения с лицом трудового договора по инициативе работодателя по основаниям, предусмотренным подп. 7 или 7.1 части первой ст. 81 Трудового кодекса Российской Федерации, если не истек трехлетний срок со дня расторжения такого трудового договора;

- предоставление недостоверных сведений о своем соответствии квалификационным требованиям и (или) требованиям к деловой репутации, установленных законодательством;

- применение Банком России к лицу мер в соответствии с федеральными законами за представление существенно недостоверной отчетности;

- признание судом лица виновным в причинении убытков какому-либо юридическому лицу при исполнении им обязанностей члена совета директоров (наблюдательного совета), единоличного исполнительного органа;

- осуществление лицом действий (организации действий), относящихся в соответствии с законодательством Российской Федерации к неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и др.

Кроме того, Федеральный закон от 13.07.2015 № 223-ФЗ (ред. от 28.11.2018) «О саморегулируемых организациях в сфе-

ре финансового рынка» (с изм. и доп., вступ. в силу с 21.12.2018) (ст. 24) предъявляет требования к деловой репутации кандидата на должность руководителя саморегулируемой организации.

Разобраться в вопросе оценки деловой репутации также поможет анализ судебной практики, который сформулирован в постановлении Пленума Высшего арбитражного суда РФ (ВАС РФ) [21].

Согласно этому документу добросовестность и разумность при исполнении обязанностей директора являются необходимыми и достаточными мерами для достижения целей деятельности, для которой создано юридическое лицо, в том числе для надлежащего исполнения обязанности, возложенной на юридическое лицо законом. К числу критериев недобросовестности и неразумности относят:

1. *Критерии недобросовестности (нечестности директора):*

- действовал при наличии конфликта интересов и не раскрыл его;
- скрывал информацию о совершенной им сделке от участников;
- совершил сделку без необходимого корпоративного одобрения;
- уклонялся от передачи документов, касающихся обстоятельств, повлекших убытки;
- знал или должен был знать о том, что его действия (бездействия) не отвечали интересам организации.

2. *Критерии неразумности (непрофессионализма):*

- принял решение без учета известной ему информации;
- до принятия решения не предпринял действий, направленных на получение необходимой информации;
- совершил сделку без соблюдения обычно требующихся или принятых в данном юридическом лице внутренних процедур.

Резюмируя все вышеуказанное, можно сформировать понимание влияния деловой



репутации исполнительного органа и члена совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса.

## 2. Учет влияния деловой репутации исполнительного органа и члена совета директоров акционерного общества на оценку стоимости бизнеса

Основным подходом к оценке стоимости бизнеса согласно требованиям п. 2 ФСО

$$V = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n}, \quad (1)$$

где  $V$  – стоимость бизнеса;

$CF_{1,2,\dots,n}$  – прогнозные значения денежных потоков (CashFlow), полученные от объекта оценки в 1-й, 2-й, ...,  $n$ -й год (период);

$V_{term}$  – терминальная (постпрогнозная) стоимость бизнеса;

$r$  – ставка дисконтирования;

$n$  – количество прогнозируемых периодов (лет);

$i$  – номер периода.

Как можно отразить влияние на стоимость бизнеса через денежные потоки такого фактора, как деловая репутация членов совета директоров и исполнительного органа?

Выделим несколько вариантов влияния на денежный поток:

1) расходы на страхование ответственности профессиональной деятельности директоров (используется в международной бизнес-практике), а в российской практике риск нанесения ущерба деловой репутации в среднем судами оценивается в размере 50–300 тыс. руб. (при этом истцы просят взыскать с ответчиков суммы от 100 тыс. до 4–6 млн. руб. [7];

2) ущерб, понесенный организацией в результате «умаления» репутации (уход клиентов, направление контрагентами и клиентами писем-отказов сотрудничать, снижение объема продаж, увольнение работников и т. п.).

Определение влияния на величину ставки дисконтирования можно рассмотреть че-

№8 [22] является доходный подход. Рассмотрим влияние на стоимость бизнеса деловой репутации членов совета директоров и исполнительного органа через призму применения метода дисконтированных денежных потоков.

Как известно, влияние на стоимость бизнеса в доходном подходе может отображаться через изменение величины денежного потока или через изменение величины ставки дисконтирования (см. формулу (1)):

рез призму ее формирования методом кумулятивного построения (учет влияния через риск, связанный с ключевой фигурой в руководстве (табл. 1)), и методом CAPM через особые риски, связанные с деятельностью конкретной организации.

В соответствии с исходным «методом кумулятивного построения ставки дисконтирования», опубликованным в журнале *Business valuation Review* («The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the CAPM», 1989) [23], учитываются следующие факторы риска, принимающие значение от 0 до 5% (табл. 1).

В соответствии с данным методом итоговая ставка дисконтирования рассчитывается по формуле [24]

$$r = r_f + \sum r_i, \quad (2)$$

где  $r_f$  – безрисковая ставка;

$r_i$  –  $i$ -ая премия за риск вложения в объект оценки.

Таблица 1. Факторы риска

Table 1. Risk factors

Риски <i>Risks</i>	Премии,% <i>Premiums,%</i>
Ключевая фигура в руководстве; качество руководства <i>Key figure in the guide; quality of leadership</i>	0–5
Размер компании <i>The size of the company</i>	0–5
Финансовая структура (источники финансирования компании) <i>Financial structure (sources of financing of the company)</i>	0–5
Товарная и территориальная диверсификация <i>Commodity and territorial diversification</i>	0–5
Диверсификация клиентуры <i>Diversification of clientele</i>	0–5
Доходы: рентабельность и предсказуемость <i>Revenue: profitability and predictability</i>	0–5
Прочие особые риски <i>Other special risks</i>	0–5
Плюс безрисковая ставка <i>Plus a risk-free rate</i>	

Метод анализа факторов для каждого элемента риска вложения в оцениваемый бизнес был описан ранее [14]. Используя эти предложения, можно определить величину риска исходя из разделения на составляющие, от которых будет зависеть его значение.

Значение величины премии за риск по позиции «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» можно определить исходя из представления информации в нескольких направлениях:

- профильное образование и опыт работы;
- выполнения требований к деловой репутации в части недобросовестности (нечестности директора);
- выполнения требований к деловой репутации в части неразумности (непрофессионализма);
- выполнения требований к деловой репутации в части требований законодательства к финансовым организациям.

При этом можно отдельно выделить анализ рисков для исполнительного органа и для членов совета директоров.

В рамках критерия «Профильное образование и опыт работы» анализ информации (факторов) может содержать: наличие высшего образования у руководителя оцениваемой компании; профильное образование исполнительного органа (руководителя компании, генерального директора) оцениваемой компании; опыт работы исполнительного органа (руководителя компании, генерального директора) оцениваемой компании в данной области более 5 лет; время работы руководителя компании на должности более 2 лет. Таким образом, если руководитель оцениваемой компании обладает необходимыми знаниями (образованием), у него накоплен значительный опыт работы в данной области, и он располагает значительным опытом руководства данной компанией, то имеет место минимальное значение премии за риск в части критерия «Профильное образование и опыт работы».

Другими словами, составляющими факторами каждого элемента риска являются простые вопросы, ответить на которые можно

«да», «нет» или «не знаю». Следовательно, присвоив каждому ответу соответствующее значение риска, можно рассчитать совокупное значение премии за риск. Если ответу «да» присвоить минимальное значение риска – 0%, ответу «нет» – максимальное значение 5%, а ответу «не знаю» соответственно среднее значение – 2,5%, тогда совокупное значение премии за риск «Профильное образование и опыт работы» можно рассчитать по следующей формуле:

$$K_{\text{проф. обр. опыт}} = \frac{(B_1 + B_2 + B_3 + B_4)}{T_B}, \quad (3)$$

где  $K_{\text{проф. обр. опыт}}$  – итоговое значение премии за риск «Профильное образование и опыт работы»;  
 $B_{1-4}$  – значения составляющих фактора (т.е. соответствующие значения от-

ветов на ключевые вопросы – 0; 5 или 2,5%);

$T_B$  – количество составляющих фактора.

Для наглядности представим в виде таблицы расчет итогового значения премии за риск «Профильное образование и опыт работы» (табл. 2).

По аналогии можно представить каждый элемент общей премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» и определить общую величину премии в ставке дисконтирования (см. табл. 3).

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

$$r_{\text{руководство}} = \sum_{k=1}^m \frac{K_k}{m}, \quad (4)$$

**Таблица 2.** Расчет значения премии за риск «Профильное образование и опыт работы»

**Table 2.** Calculation of the value of the risk premium “Specialized education and work experience”

Составляющие факторы <i>Constituent factors</i>	Ответы (да, нет, не знаю) <i>Answers (yes, no, don't know)</i>	Значение <i>The value</i>
Наличие высшего образования у руководителя оцениваемой компании <i>Availability of higher education at the head of the evaluated company</i>	Да Yes	0%
Профильное образование исполнительного органа (руководителя компании, генерального директора) оцениваемой компании <i>Profile education of the executive body (head of the company, general director) of the evaluated company</i>	Нет No	5%
Опыт работы исполнительного органа (руководителя компании, генерального директора) оцениваемой компании в данной области более 5 лет <i>More than 5 years of experience of the executive body (head of the company, general director) of the evaluated company in this field</i>	Да Yes	0%
Время работы руководителя компании на должности более 2 лет <i>Working time of the head of the company in the position of more than 2 years</i>	Да Yes	0%
Сумма значений: <i>The sum of the values:</i>		5%
Количество составляющих факторов: <i>Number of constituent factors:</i>		4
<b>Значение премии за риск «Профильное образование и опыт работы»: <i>The value of the risk premium “Specialized education and work experience”:</i></b>		<b>1,25%</b>

где  $r_{\text{руководство}}$  – величина премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства»;

$K_k$  – значение  $k$ -го элемента премии за риск;

$m$  – количество элементов премии за риск.

Таким образом, применение представленного метода оценки величины премии за риск в кумулятивном методе построения ставки дисконтирования представляется целесообразным и эффективным в существующих условиях развития оценочной деятельности в России, он не требует значительных финансовых и трудовых ресурсов.

**Таблица 3.** Методика расчета итогового значения премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства»

Table 3. Methodology for calculating the final value of the risk premium “Key figure in management; quality of management”

Элементы риска <i>The elements of risk</i>	Ответы (да, нет, не знаю) <i>Answers (yes, no, don't know)</i>	Значение <i>The value</i>
Профильное образование и опыт работы <i>Specialized education and work experience</i>		
Наличие высшего образования у руководителя оцениваемой компании <i>Availability of higher education at the head of the evaluated company</i>		
Профильное образование исполнительного органа (руководителя компании, генерального директора) оцениваемой компании <i>Profile education of the executive body (head of the company, general director) of the evaluated company</i>		
Опыт работы исполнительного органа (руководителя компании, генерального директора) оцениваемой компании в данной области более 5 лет <i>More than 5 years of experience of the executive body (head of the company, general director) of the evaluated company in this field</i>		
Время работы руководителя компании на должности более 2 лет <i>Working time of the head of the company in the position of more than 2 years</i>		
Сумма значений: <i>The sum of the values:</i>		
Количество составляющих факторов: <i>Number of constituent factors:</i>		
Значение элемента премии за риск ( $K_1$ ): <i>Value of the risk premium element (<math>K_1</math>):</i>		
Выполнение требований к деловой репутации в части недобросовестности (нечестности директора) <i>Compliance with the requirements for business reputation in terms of bad faith (dishonesty of the director)</i>		
Действовал при наличии конфликта интересов и не раскрыл его <i>Acted in the presence of a conflict of interest and did not disclose it</i>		
Скрывал информацию о совершенной им сделке от участников <i>Hid information about the transaction from the participants</i>		

Продолжение таблицы 3

Элементы риска <i>The elements of risk</i>	Ответы (да, нет, не знаю) <i>Answers (yes, no, don't know)</i>	Значение <i>The value</i>
Совершил сделку без необходимого корпоративного одобрения <i>Made a deal without the required corporate approval</i>		
Уклонялся от передачи документов, касающихся обстоятельств, повлекших убытки <i>Evaded the transfer of documents relating to the circumstances that caused the losses</i>		
Знал или должен был знать о том, что его действия (бездействия) не отвечали интересам организации <i>Knew or should have known that his actions (inaction) did not meet the interests of the organization</i>		
Сумма значений: <i>The sum of the values:</i>		
Количество составляющих факторов: <i>Number of constituent factors:</i>		
Значение элемента премии за риск ( $K_2$ ): <i>Value of the risk premium element (<math>K_2</math>):</i>		
Выполнение требований к деловой репутации в части неразумности (непрофессионализма) <i>Meeting the requirements for business reputation in terms of unreasonableness (unprofessionalism)</i>		
Принял решение без учета известной ему информации <i>Made a decision without taking into account the information known to him</i>		
До принятия решения не предпринял действий, направленных на получение необходимой информации <i>Prior to making the decision, did not take any actions aimed at obtaining the necessary information</i>		
Совершил сделку без соблюдения обычно требующихся или принятых в данном юридическом лице внутренних процедур <i>Made a transaction without following the internal procedures usually required or accepted in this legal entity</i>		
Сумма значений: <i>The sum of the values:</i>		
Количество составляющих факторов: <i>Number of constituent factors:</i>		
Значение элемента премии за риск ( $K_3$ ): <i>Value of the risk premium element (<math>K_3</math>):</i>		
Выполнение требований к деловой репутации в части требований законодательства к финансовым организациям <i>Compliance with business reputation requirements in terms of legal requirements for financial institutions</i>		
Наличие фактов привлечения к административной или уголовной ответственности в связи с банкротством и в связи с деятельностью финансовой организации <i>Existence of facts of bringing to administrative or criminal liability in connection with bankruptcy and in connection with the activities of a financial organization</i>		

Окончание таблицы 3

<p><b>Элементы риска</b> <i>The elements of risk</i></p>	<p><b>Ответы (да, нет, не знаю)</b> <i>Answers (yes, no, don't know)</i></p>	<p><b>Значение</b> <i>The value</i></p>
<p>Наличие факта расторжения с лицом трудового договора по инициативе работодателя по основаниям, предусмотренным подп. 7 или 7.1 части первой ст. 81 Трудового кодекса Российской Федерации <i>Existence of the fact of termination of the employment contract with the person on the initiative of the employer on the grounds provided for in paragraph 7 or 7.1 of part one of Article 81 of the Labor Code of the Russian Federation</i></p>		
<p>Предоставление недостоверных сведений о своем соответствии квалификационным требованиям и (или) требованиям к деловой репутации, установленных законодательством <i>Providing false information about their compliance with the qualification requirements and (or) business reputation requirements established by law</i></p>		
<p>Признание судом лица виновным в причинении убытков какому-либо юридическому лицу при исполнении им обязанностей единоличного исполнительного органа <i>Recognition by the court of a person guilty of causing losses to any legal entity in the performance of its duties as a sole executive body</i></p>		
<p>Осуществление лицом действий (организации действий), относящихся в соответствии с законодательством Российской Федерации к неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком <i>Implementation by a person of actions (organization of actions) related to the illegal use of insider information and market manipulation in accordance with the legislation of the Russian Federation</i></p>		
<p>Сумма значений: <i>The sum of the values:</i></p>		
<p>Количество составляющих факторов: <i>Number of constituent factors:</i></p>		
<p>Значение элемента премии за риск (<math>K_i</math>): <i>Value of the risk premium element (<math>K_i</math>):</i></p>		
<p>Сумма значений: <i>The sum of the values:</i></p>		
<p>Количество составляющих факторов: <i>Number of constituent factors:</i></p>		
<p><b>Итоговое значение элемента премии за риск «Ключевая фигура в руководстве; качество руководства» (<math>r_{\text{руководство}}</math>):</b> <i>Total value of the risk premium element «Key figure in management; quality of management» (<math>r_{\text{management}}</math>):</i></p>		



## Заключение

В статье проведен анализ влияния на стоимость бизнеса деловой репутации исполнительного органа общества и членов совета директоров. Деловая репутация исполнительного органа общества и членов совета директоров является элементом корпоративного управления компании, поскольку именно в рамках корпоративного управления рассматривается проблема конфликта между менеджментом и собственниками компании и его влияние на изменение стоимости бизнеса.

В статье систематизированы и определены критерии оценки деловой репутации исполнительного органа общества и членов совета директоров, влияющих на стоимость бизнеса. Ре-

шена задача, состоящая в выявлении критериев оценки влияния деловой репутации исполнительного органа и члена совета директоров акционерного общества на стоимость бизнеса.

В работе доказана важность и возможность использования показателя деловой репутации для оценки стоимости бизнеса через применение доходного подхода в оценке. Влияние деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов организаций на стоимость бизнеса рассмотрено в двух направлениях: путем влияния на величину денежного потока и путем учета в ставке дисконтирования. Разработана методика учета влияния деловой репутации исполнительного органа акционерного общества на стоимость его бизнеса.

## Список литературы

1. Федеральный закон от 29.07.2017 № 281-ФЗ (с изм. и доп.) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования обязательных требований к учредителям (участникам), органам управления и должностным лицам финансовых организаций» // СПС «КонсультантПлюс».
2. Яковлев А. Конкуренция и ее влияние на развитие корпоративного управления [Электронный источник] // Российский экономический барометр. 2004. №3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/konkurentsya-i-ee-vliyaniye-na-razvitiye-korporativnogo-upravleniya/viewer> (дата обращения: 15.12.2020).
3. Бежин Е. В., Щербина А. А. Конкуренция и корпоративное управление: эмпирический анализ для российских фирм [Электронный источник] // Сборник докладов годовой тематической конференции НЭА «Образование, наука и модернизация». – М.: МШЭ МГУ имени М. В. Ломоносова, 2011. URL: <https://publications.hse.ru/chapters/185435962> (дата обращения: 12.12.2020).
4. Кузьмина Е. Ю., Сохлакова И. В. Деловая репутация компаний: необходимость формирования и проблемы // Управление. 2016. №4. С. 74–81. DOI: 10.12737/22792.
5. Косорукова И. В. Стоимость-ориентированный подход к анализу конкурентоспособности бизнеса // Современная конкуренция. 2013. №2. С. 28–38.
6. Обзор практики рассмотрения судами дел по спорам о защите чести, достоинства и деловой репутации (утв. Президиумом Верховного Суда РФ 16.03.2016) // СПС «КонсультантПлюс».
7. Иконников А. Кто в ответе? // Современные страховые технологии. 2018. №3. С. 16–18.
8. Нацыпаева Е. А. Рейтинговая оценка деловой репутации руководителей // Сборник научных трудов по итогам Международной научно-практической конференции «Саратовской области – 80 лет: история, опыт развития, перспективы роста»: в 3 частях; отв. ред. Н. С. Яшин. 2016. С. 44–46.
9. Национальный стандарт РФ ГОСТ Р 66.0.01–2017 «Оценка опыта и деловой репутации субъектов предпринимательской деятельности. Национальная система стандартов. Общие положения, требования и руководящие принципы» (утв. и введен в действие приказом Федерального агентства по техническому регулированию и метрологии от 21.11.2017 № 1795-ст) // СПС «КонсультантПлюс».
10. Bennedsen Morten, Pérez-González Francisco, Wolfenzon Daniel. Do CEOs Matter? Evidence from Hospitalization Events // Journal of Finance. 2020. Vol. 75. No. 4. P. 1877–1911. DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.12897>.
11. Косорукова И. В., Мокрова Л. П. Инструменты управления деловой репутацией бизнеса и ее стоимостью // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2018. №9. С. 18–31. DOI: 10.24411/2072-4098-2018-19001.
12. Устинова Л. Н. Методика формирования комплексного подхода к оценке деловой репутации компании // Экономика в промышленности. 2012. № 1. С. 98–103.
13. Слесарев С. Деловая репутация директора и организации: как взыскать репутационный вред, если она опорочена? [Электронный источник]. URL: <https://www.garant.ru/ia/opinion/author/slesarev/1115786/> (дата обращения: 10.12.2020).

14. Оценка стоимости имущества: учебник / Н. В. Мирзоян, О. М. Ванданимаева [и др.]; под ред. И. В. Косоруковой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Университет «Синергия», 2017. – 760 с.
15. Приказ Минэкономразвития России от 22.06.2015 №385 «Об утверждении Федерального стандарта оценки "Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности (ФСО № 11)"» // СПС «КонсультантПлюс».
16. Положение Банка России от 25.10.2013 г. №408-П (с изм. и доп.) «О порядке оценки соответствия квалификационным требованиям и требованиям к деловой репутации лиц, указанных в статье 11.1 Федерального закона «О банках и банковской деятельности» и статье 60 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», и порядке ведения базы данных, предусмотренной статьей 75 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)"» (документ утратил силу 02.04.2018).
17. Информационное письмо Банка России от 28.02.2019 №ИН-06–28/18 «О руководстве для членов совета директоров (наблюдательного совета) финансовой организации» // СПС «КонсультантПлюс».
18. Письмо Банка России от 10.04.2014 №06–52/2463 «О Кодексе корпоративного управления» [Электронный источник] // Вестник Банка России. 2014. №40. URL: <https://cbr.ru/publ/vestnik/ves140418040.pdf> (дата обращения: 15.12.2020).
19. Федеральный закон от 26.12.1995 №208-ФЗ (с изм. и доп.) «Об акционерных обществах» // СПС «КонсультантПлюс».
20. Листинг ценных бумаг [Электронный источник] // Официальный сайт ПАО «Московская Биржа». URL: <https://www.moex.com/s19> (дата обращения: 15.12.2020).
21. Постановление Пленума ВАС РФ от 30.07.2013 №62 «О некоторых вопросах возмещения убытков лицами, входящими в состав органов юридического лица» // СПС «КонсультантПлюс».
22. Приказ Минэкономразвития России от 01.06.2015 года №326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки "Оценка бизнеса (ФСО №8)"» // СПС «КонсультантПлюс».
23. Mercer Z. Christopher. The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the CAPM. *Business valuation Review*. 1989. Vol. 8. No. 4. P. 147–156. DOI: <https://doi.org/10.5791/0882-2875-8.4.147>.
24. Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / под ред. И. В. Косоруковой. – М.: Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2016. – 904 с.

### Сведения об авторе

Косорукова Ольга Дмитриевна, ORCID 0000-0001-8680-0727, аспирант, старший преподаватель, кафедра оценочной деятельности и корпоративных финансов, Университет «Синергия», Москва, Россия, [olga.kosorukowa@yandex.ru](mailto:kosorukowa@yandex.ru)

Статья поступила 14.12.2020, рассмотрена 28.12.2020, принята 13.01.2021

### References

1. RF Federal Law "On amendments to certain legislative acts of the Russian Federation in terms of improving mandatory requirements for founders (participants), management bodies and officials of financial organizations" (with changes and additions) of July 29, 2017 281 FZ (in Russian). *SPS «Konsul'tantPlyus»*.
2. Yakovlev A. *Konkurentsya i ee vliyaniye na razvitiye korporativnogo upravleniya* [Competition and its impact on the development of corporate governance]. *Rossiiskii ekonomicheskii barometr*=Russian Economic Barometer, 2004, no.3. Available at: <https://cyberleninka.ru/article/n/konkurentsya-i-ee-vliyanie-na-razvitiye-korporativnogo-upravleniya/viewer> (accessed 15.12.2020).
3. Bezhin E. V., Shcherbinina A. A. *Konkurentsya i korporativnoye upravlenie: empiricheskii analiz dlya rossiiskikh firm* [Competition and corporate governance: an empirical analysis for Russian firms]. *Sbornik dokladov godovoi tematicheskoi konferentsii NEA «Obrazovanie, nauka I modernizatsiya»* [Proceedings of reports of the annual thematic conference of the NEA "Education, Science and Modernization"]. Moscow: Lomonosov State University, 2011. Available at: <https://publications.hse.ru/chapters/185435962> (accessed 12.12.2020).
4. Kuzmina E. Yu., Soklakova I. V. Goodwill of companies: the need to build and problems. *Upravlenie*, 2016, no.4, pp.74-81 (in Russian). DOI: 10.12737/22792.
5. Kosorukova I. V. Value based approach to the analysis of the competitiveness of the business. *Sovremennaya konkurentsya*=Journal of Modern competition, 2013, no.2, pp.28-38 (in Russian).
6. *Obzor praktiki rassmotreniya sudami del po sporam o zashchite chesti, dostoinstva i delovoi reputatsii (utv. Prezidiumom Verkhovnogo Suda RF 16.03.2016)* [Review of the practice of consideration by courts of cases on disputes on protection of honor, dignity and business reputation (approved by the Presidium of the Supreme Court of the Russian Federation of March 16, 2016)]. *SPS «Konsul'tantPlyus»*.

7. Ikonnikov A. *Kto v otvete?* [Who is responsible?] *Sovremennyye strakhovyye tekhnologii*, 2018, no.3, pp.16-18.
8. Natsypaeva E. A. *Reitingovaya otsenka delovoi reputatsii rukovoditelei* [The rating of business reputation of heads]. *Sbornik nauchnykh trudov po itogam Mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii «Saratovskoi oblasti – 80 let: istoriya, opytzsvitiya, perspektivyrosta»: v 3 chastyakh* [Proceedings of the scientific papers on the results of the International Scientific and Practical Conference "Saratov Region - 80 years: history, development experience, growth prospects": in 3 parts]. Responsible editor N. S. Yashin, 2016, pp.44-46.
9. *Natsional'nyi standart RF GOST R 66.0.01-2017 «Otsenka opyta i delovoi reputatsii sub"ektov predprinimatel'skoi deyatel'nosti. Natsional'naya Sistema standartov. Obshchie polozheniya, trebovaniya i rukovodyashchie printsipy» (utv. ivveden v deistvie prikazom Federal'nogo agentstva po tekhnicheskomu regulirovaniyu i metrologiiot 21.11.2017 № 1795-st)* [State Standard R 66.0.01-2017. Assessment of the experience and business reputation of business entities. National system of standards. General provisions, requirements and guidelines (approved and put into effect by order of the Federal agency for technical regulation and metrology of November 21, 2017 1795-st)]. *SPS «Konsul'tantPlyus»*.
10. Bennedsen Morten, Pérez-González Francisco, Wolfenzon Daniel. Do CEOs Matter? Evidence from Hospitalization Events. *Journal of Finance*, 2020, vol.75, no.4, pp.1775-2321.
11. Kosorukova I. V., Mokrova L. P. Management tools: business reputation. *Imushchestvennyye otnosheniya v Rossiiskoi Federatsii*, 2018, no.9, pp.18-31 (in Russian). DOI: 10.24411/2072-4098-2018-19001.
12. Ustinova L. N. The method of forming an integrated approach to the assessment of the business company's reputation. *Ekonomika v Promyshlennosti*=Russian Journal of Industrial Economics, 2012, no.1, pp.98-103 (in Russian).
13. Slesarev S. *Delovaya reputatsiya direktora i organizatsii: kak vzykat' reputatsionnyi vred, esli ona oporochna?* [Business reputation of the director and the organization: how to recover reputational damage if it is defamed?] Available at: <https://www.garant.ru/ia/opinion/author/slesarev/1115786/> (accessed 10.12.2020).
14. *Otsenka stoimosti mushchestva: uchebnik* [Valuation of property: textbook]. N. V. Mirzoyan, O. M. Vandanmedu etc. Ed. by I. V. Kosorukova. 2nd edition, reprint. Moscow, Synergy University, 2017, 760 p.
15. Order of the Ministry of Economic Development of the Russian Federation "On Approval of the Federal Valuation Standard" Valuation of Intangible Assets and Intellectual Property (FVS No. 11)" of June 22, 2015 385 FZ (in Russian). *SPS «Konsul'tantPlyus»*.
16. Position of the Bank of Russia "On the procedure of assessment of compliance with qualification requirements and requirements to business reputation of persons referred to in article 11.1 of the Federal law "On banks and banking activity" and article 60 of the Federal law "On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)" and the procedure of keeping database provided by article 75 of the Federal Law "On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)" (with changes and additions) of October 25, 2013 408-P (document no longer in force of April 02, 2018) (in Russian).
17. Information letter of the Bank of Russia "On guidelines for members of the board of directors (supervisory board) of a financial institution" of February 28, 2019 IN-06-28/18 (in Russian). *SPS «Konsul'tantPlyus»*.
18. Letter of the Bank of Russia dated "On the Corporate Governance Code" of April 10, 2014 06-52/2463. *Vestnik Banka Rossi*=Bank of Russia Bulletin, 2014, no.40 (in Russian). Available at: <https://cbr.ru/publ/vestnik/ves140418040.pdf> (accessed 15.12.2020).
19. RF Federal Law "On Joint-Stock Companies"(with changes and additions) of December 26, 1995 208 FZ (in Russian). *SPS «Konsul'tantPlyus»*.
20. *Listing tsennykh bumag* [Listing of securities]. Official website of PJSC "Moscow Exchange". Available at: <https://www.moex.com/s19> (accessed 15.12.2020).
21. Resolution of the Plenum of the Supreme Arbitration Court of the Russian Federation "On certain issues of compensation for losses by persons who are part of the bodies of a legal entity" of July 30, 2013 62 (in Russian). *SPS «Konsul'tantPlyus»*.
22. Order of the Ministry of Economic Development of the Russian Federation "On approval of the Federal Valuation Standard "Business Assessment (FVS No. 8)" of June 01, 2015 326 FZ (in Russian). *SPS «Konsul'tantPlyus»*.
23. Mercer Z. Christopher. The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the CAPM. *Business valuation Review*, 1989, vol.8, no.4, pp.147-156. DOI: <https://doi.org/10.5791/0882-2875-8.4.147>.
24. Kosorukova I. V., Sekachev S. A., Shuklina M. A. *Otsenka stoimosti tsennykh bumag i biznesa* [Evaluation of the value of securities and business]. Ed. by I. V. Kosorukova. Moscow, Moscow Financial and Industrial University "Synergy", 2016, 904 p.

### About the author

*Olga D. Kosorukova*, ORCID 0000-0001-8680-0727, Postgraduate, Senior Lecturer, Valuation and Corporate Finance Department, Synergy University, Moscow, Russia, [olga.kosorukowa@yandex.ru](mailto:olga.kosorukowa@yandex.ru)

Received 23.12.2020, reviewed 28.12.2020, accepted 13.01.2021