

**НАУЧНО-ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ВЗГЛЯДЫ НА ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ АКЦИЙ
АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ**

Караев Мансур Юлдашевич

старший научный сотрудник Центра исследования проблем
приватизации и управления государственными активами

Аннотация

В условиях глобализации финансовых рынков и возрастающей сложности корпоративных структур проблема адекватной оценки стоимости акций акционерных обществ приобретает первостепенное теоретическое и практическое значение. Данное исследование направлено на системный анализ эволюции научно-теоретических взглядов на методологию оценки акций, выявление ключевых парадигм и тенденций их развития в контексте современных экономических вызовов. В работе применяются методы историко-генетического, сравнительного и системного анализа теоретических концепций, а также критический обзор современных академических публикаций и практик. Результаты исследования демонстрируют поступательную эволюцию от узкофинансовых моделей к комплексным многофакторным подходам, интегрирующим стоимостные, доходные и сравнительные методы в рамках концепции управления стоимостью компании (VBM). Особый акцент делается на возрастающей роли нематериальных активов, ESG-факторов (экологических, социальных и управленческих) и цифровой трансформации как новых ключевых драйверов стоимости. Анализ выявляет теоретические противоречия между гипотезой эффективного рынка и поведенческими финансами, а также проблему адаптации классических моделей к условиям волатильности и неопределенности.

Ключевые слова: оценка стоимости акций, акционерное общество, теория стоимости компании, дисконтирование денежных потоков (DCF), мультипликаторы, гипотеза эффективного рынка (EMH), управление на основе стоимости (VBM), факторы ESG.

Introduction

ВВЕДЕНИЕ

Оценка стоимости акций акционерных обществ представляет собой краеугольный камень современной теории корпоративных финансов и инвестиционного анализа. Ее практическая значимость простирается далеко за рамки сугубо академического интереса, находя непосредственное применение в таких критически важных сферах, как слияния и поглощения (M&A), первичное и вторичное размещение ценных бумаг (IPO и SPO), стратегическое планирование, корпоративное управление, судебно-арбитражная экспертиза и формирование инвестиционных портфелей. Фундаментальный вопрос о том, что определяет внутреннюю (справедливую) стоимость долевой ценной бумаги и как ее количественно измерить, на протяжении более столетия служит источником

плодотворных научных дискуссий, порождая множество конкурирующих и взаимодополняющих теоретических школ [1].

Актуальность темы исследования в современных условиях обусловлена целым рядом взаимосвязанных факторов. Глобализация капитала привела к тому, что акционеры и инвесторы оперируют в едином информационном пространстве, что, с одной стороны, повышает требования к прозрачности и обоснованности оценочных суждений, а с другой – усложняет анализ из-за необходимости учета макроэкономических, политических и валютных рисков разных юрисдикций. Цифровая трансформация экономики порождает компании с принципиально новыми бизнес-моделями, чья стоимость зачастую сосредоточена в нематериальных активах (интеллектуальная собственность, данные, сетевые эффекты), плохо улавливаемых традиционными балансовыми отчетами. Растущее влияние концепции устойчивого развития и ESG-повестки вводит в оценочный аппарат новые переменные, связанные с экологической ответственностью, социальным капиталом и качеством корпоративного управления, которые напрямую воздействуют на долгосрочные денежные потоки и риски компании. Наконец, периодические финансовые кризисы и эпизоды повышенной волатильности рынков, подобные кризису 2008-2009 годов или рыночным шокам периода пандемии COVID-19, обнажают ограниченность некоторых классических моделей в периоды турбулентности, стимулируя поиск более устойчивых и адаптивных подходов [5].

Целью настоящего исследования является проведение комплексного анализа эволюции научно-теоретических взглядов на оценку стоимости акций акционерных обществ, выявление магистральных направлений развития методологии, а также критическое осмысление современных парадигм и вызовов в данной области. Для достижения поставленной цели в работе решаются следующие задачи: проследить историческую генеалогию основных оценочных концепций от их истоков до современного состояния; провести сравнительный анализ ключевых методов (доходного, сравнительного, затратного) и их теоретических оснований; исследовать синтез этих методов в рамках интегрированной концепции управления стоимостью; проанализировать влияние новых факторов стоимости (нематериальные активы, ESG) на традиционные модели; выявить и систематизировать актуальные теоретические проблемы и противоречия в области оценки. Теоретической базой исследования послужили фундаментальные труды классиков финансовой науки, а также современные работы российских и зарубежных ученых, посвященные вопросам оценки бизнеса и ценных бумаг.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Теоретические корни современной оценки акций уходят в начало XX века. Работы Ирвинга Фишера по теории процента и капитала заложили основы представления о стоимости как о приведенной ценности будущих доходов. Однако подлинную революцию произвела опубликованная в 1958 году работа Франко Модильяни и Мертона Миллера, доказавших в условиях идеального рынка независимость рыночной стоимости фирмы от структуры ее капитала (теорема Модильяни-Миллера) [5]. Это создало теоретический фундамент для фокуса на активах компании и генерируемых ими

доходах как на первичном источнике стоимости, а не на механизме финансирования. Параллельное развитие получила Гипотеза Эффективного Рынка (EMH), сформулированная Юджином Фамой, постулировавшая, что рыночные цены мгновенно и в полном объеме отражают всю доступную информацию [8]. В сильной своей форме EMH делала бессмысленными попытки «обыграть рынок» и ставила под сомнение саму необходимость поиска внутренней стоимости, кроме рыночной. Этот тезис был оспорен зарождением в 1980-х годах школы поведенческих финансов, которая, опираясь на психологические модели, объяснила систематические отклонения рыночных цен от фундаментальной стоимости влиянием когнитивных искажений инвесторо.

В области конкретных оценочных методик классикой стала модель дисконтирования дивидендов (DDM), формализованная Джоном Бэрром Уильямсом, которая рассматривает стоимость акции как сумму дисконтированных будущих дивидендов. Ее развитие привело к созданию более универсальной модели дисконтирования свободных денежных потоков к собственному капиталу (Free Cash Flow to Equity, FCFE), которая не зависит от дивидендной политики. Альтернативный подход, метод дисконтирования свободного денежного потока на фирму (Free Cash Flow to Firm, FCFF), оценивает стоимость всего инвестированного капитала, что позволяет абстрагироваться от структуры финансирования [3]. Теоретическим стержнем этих моделей является расчет ставки дисконтирования, где центральное место долгое время занимала модель оценки капитальных активов (CAPM), увязывающая требуемую доходность с систематическим риском. Критика CAPM за ее ограниченность породила многофакторные модели, такие как трехфакторная модель Фамы-Френча и ее последующие расширения, включающие дополнительные премии за риск, связанные с размером компании и ее балансовой оценкой [12].

Сравнительный (рыночный) подход, основанный на использовании ценовых мультипликаторов (P/E, EV/EBITDA и др.), теоретически обосновывается принципами рыночной аналогии и законом единой цены. Его эффективность напрямую зависит от степени эффективности рынка и корректности выбора компаний-аналогов [4]. Затратный (имущественный) подход, базирующийся на оценке чистых активов, имеет глубокие корни в бухгалтерском учете. Его ключевая ограниченность, особенно для современных компаний, заключается в неспособности стандартной финансовой отчетности адекватно отразить гудвилл и нематериальные активы, формирующие существенную часть рыночной стоимости [2].

В России развитие теоретической мысли в области оценки происходило с учетом национальной специфики. Значительный вклад внесли работы, в которых адаптировались международные методики к условиям формирующегося российского рынка, рассматривались проблемы учета странового риска, ликвидности и корпоративного управления [9]. Современные исследования концентрируются на проблемах интеграции ESG-факторов, оценки интеллектуального капитала в условиях цифровой трансформации и применения методов больших данных [6].

МЕТОДОЛОГИЯ

Методологическую основу данного исследования составляют общенаучные методы познания, применяемые в рамках экономической теории. Ведущим является историко-генетический метод, позволивший реконструировать процесс формирования и эволюции ключевых научных концепций оценки стоимости акций, выявить преемственность и диалектическое развитие идей. В сочетании с ним используется метод сравнительного анализа, который применялся для систематизации и сопоставления различных оценочных подходов (доходного, сравнительного, затратного), выявления сфер их оптимального применения, сильных и слабых сторон, а также для анализа эволюции взглядов различных научных школ.

Важную роль играет системный подход, рассматривающий оценку акций не как изолированную техническую процедуру, а как элемент целостной системы корпоративных финансов, стратегического управления и функционирования финансовых рынков. Это позволило проанализировать взаимосвязь оценочных моделей с теориями корпоративного управления, дивидендной политики, структуры капитала и гипотезой эффективности рынков. Также в работе применяется метод критического анализа, направленный на выявление внутренних противоречий, ограничений и нерешенных проблем в существующих теоретических конструкциях. Источниковую базу исследования составили фундаментальные монографии и статьи классиков финансовой мысли, современные академические публикации в рецензируемых российских и международных журналах, материалы научных конференций, а также признанные учебники и практические руководства по оценке бизнеса. Анализ источников проводился с позиций объективности, проверяемости и релевантности рассматриваемой проблематике.

РЕЗУЛЬТАТЫ И АНАЛИЗ

Исторический анализ позволяет выделить несколько четких этапов в эволюции теоретических взглядов на оценку акций. На раннем, прединдустриальном этапе, доминировал примитивный затратный подход, при котором стоимость компании ассоциировалась с балансовой стоимостью ее материальных активов. Индустриализация и усложнение бизнеса потребовали учета фактора будущих доходов. Прорывной стала работа Дж.Б. Уильямса, предложившего строгую математическую модель (DDM), которая, несмотря на свою простоту, содержала в зародыше ключевую идею современного анализа: стоимость есть функция от будущих денежных потоков, времени и риска. Однако дивидендная модель оказалась малоприменимой для растущих компаний, reinvestирующих прибыль, что стимулировало переход к модели свободного денежного потока (FCF). Теорема Модильяни-Миллера предоставила этой модели солидное теоретическое обоснование, отделив операционные решения (создание стоимости) от финансовых.

Второй ключевой вехой стало развитие теории структуры капитала и риска. Модель CAPM, возникшая в 1960-х годах, дала оценщикам формализованный инструмент для расчета ставки дисконтирования – краеугольного камня доходного подхода. CAPM

связала микроуровень (отдельная акция) с макроуровнем (рыночный портфель) через коэффициент бета, став мерой систематического риска. Однако эмпирические аномалии, не объяснимые CAPM (например, эффект низкого отношения рыночной стоимости к балансовой), привели к созданию многофакторных моделей. Исследования Ю. Фамы и К. Френча показали, что размер компании и фактор стоимости (value) являются значимыми предикторами доходности, что обогатило теоретическое понимание источников риска и, соответственно, требуемой доходности. Это подчеркнуло, что риски, важные для оценки, не сводятся только к рыночной волатильности, но включают специфические бизнес-риски, улавливаемые через фундаментальные показатели.

Параллельно с развитием доходного подхода теоретически оформлялся сравнительный подход. Его фундамент – гипотеза эффективного рынка – в сильной форме предполагала, что рыночная цена является лучшей и единственной оценкой внутренней стоимости. Следовательно, анализ мультипликаторов аналогов позволял выявить «справедливую» цену. Однако критика со стороны поведенческих финансов внесла существенные коррективы. Было показано, что рынки подвержены периодам иррационального оптимизма и пессимизма, что цены могут устойчиво отклоняться от фундаментальной стоимости под влиянием стадного поведения, чрезмерной уверенности или неприятия убытков. Это привело к теоретическому синтезу: сравнительный подход стал рассматриваться не как самостоятельный истинный мерил, а как инструмент проверки гипотез, сформированных на основе доходного подхода, и учета текущих рыночных настроений.

Наиболее значимым результатом эволюции стал переход от фрагментарного применения методов к комплексной парадигме Управления, основанной на стоимости (Value-Based Management, VBM). Теоретической основой VBM послужила концепция экономической добавленной стоимости (EVA®), разработанная Джоэлом Стерном и Беннетом Стюартом. EVA сместила фокус с бухгалтерской прибыли на экономическую, демонстрируя, что стоимость создается только тогда, когда доходность инвестированного капитала превышает его средневзвешенную стоимость (WACC). Это позволило увязать операционные, инвестиционные и финансовые решения менеджеров с конечной целью – максимизацией богатства акционеров. В рамках VBM оценка стоимости перестала быть прерогативой лишь аналитиков при сделках M&A; она стала встроенной системой управления, где долгосрочная стоимость компании, выраженная в показателях DCF или EVA, является ключевым критерием эффективности.

Современный этап характеризуется расширением классического набора факторов стоимости. Теория интеллектуального капитала (работы Л. Эдвинссона, Т. Стюарта) постулирует, что в экономике знаний рыночная стоимость компании все чаще определяется не материальными активами, а нематериальными: человеческим капиталом, организационной структурой, клиентской базой, инновационным потенциалом. Это создает методологический вызов, так как стандартные финансовые отчеты плохо отражают эти компоненты. Оценка вынуждена дополняться качественным анализом, нефинансовыми показателями и специфическими методами оценки интеллектуальной собственности.

Еще более мощным трендом стало влияние ESG-факторов. Современные теоретические исследования (например, работы G. Serafeim, A. Edmans) показывают, что ESG-характеристики не просто являются этическим дополнением, а материально влияют на долгосрочные финансовые результаты через несколько каналов: снижение регулятивных и репутационных рисков, повышение операционной эффективности, доступ к «зеленому» и более дешевому капиталу, усиление лояльности клиентов и сотрудников. С точки зрения теории оценки, это означает, что ESG-факторы должны быть инкорпорированы как в прогноз денежных потоков (через более стабильные доходы и экономию затрат), так и в ставку дисконтирования (через премию за риск). Появляются модели, пытающиеся количественно оценить ESG-премию или дисконт. Цифровая трансформация также выступает как новый драйвер, изменяя саму природу денежных потоков и рисков, что требует модификации классических моделей для оценки компаний с платформенными бизнес-моделями, высокой волатильностью роста и значительными сетевыми эффектами.

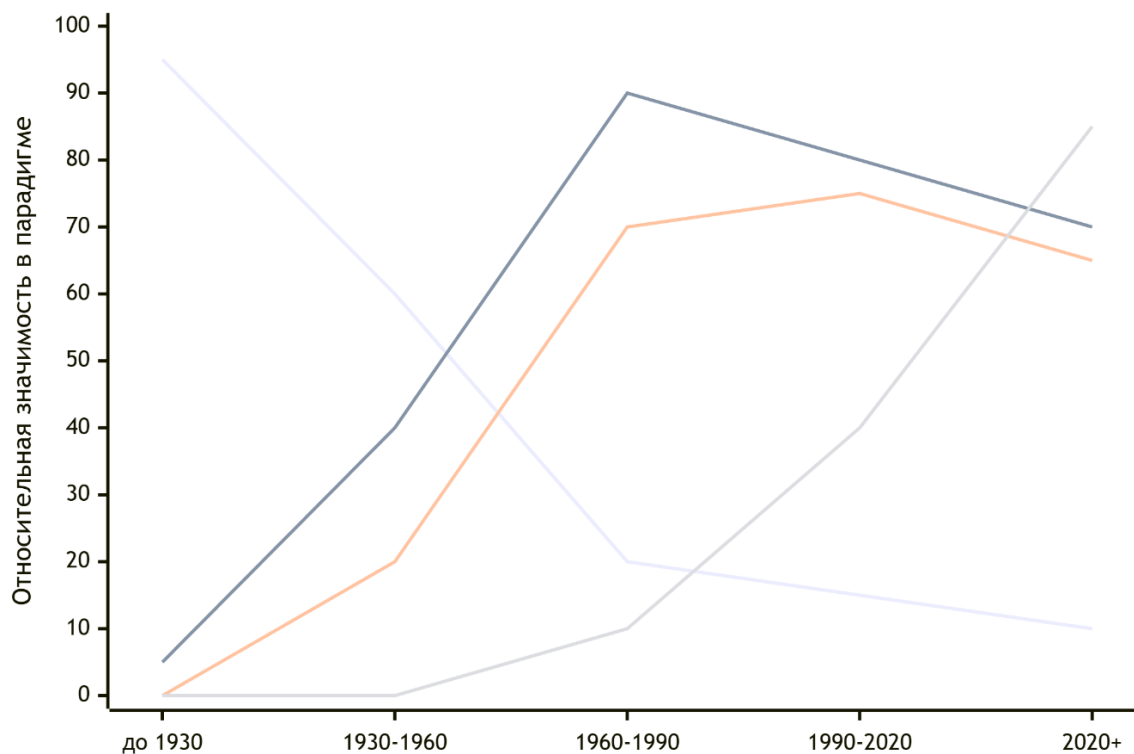
1-таблица. Эволюция ключевых теоретических парадигм оценки стоимости акций

Период (этап)	Доминирующая парадигма / Подход	Ключевые теоретические концепции и фигуры	Основной объект оценки
Начало – середина XX в. (Классический этап)	Затратный (имущественный) подход	Балансовая теория стоимости; Принцип замещения.	Чистые материальные активы компании
1930-е – 1960-е гг. (Фундаментальный прорыв)	Доходный подход (ранние формы)	Модель дисконтирования дивидендов (Дж.Б. Уильямс, 1938); Теория процента и капитала (И. Фишер).	Будущие дивидендные потоки
1960-е – 1980-е гг. (Стандартизация)	Доходный подход (модели DCF) & Теория рыночного равновесия	Теорема Модильяни-Миллера (1958); Модель CAPM (У. Шарп, Дж. Линтнер, Я. Моссин, 1960-е); Гипотеза эффективного рынка – EMH (Ю. Фама, 1970).	Свободный денежный поток (FCFF/FCFE); Систематический риск (бета)
1980-е – 2000-е гг. (Синтез и управление стоимостью)	Сравнительный (рыночный) подход & Концепция VBM	Поведенческие финансы (Р. Талер, Р. Шиллер); Многофакторные модели (Фама-Френч, 1990-е); Экономическая добавленная стоимость – EVA® (Дж. Стерн, Б. Стюарт).	Рыночные мультипликаторы (P/E, EV/EBITDA); Экономическая прибыль
2000-е гг. – настоящее время (Современная расширенная парадигма)	Интегрированный многофакторный подход	Теория интеллектуального капитала; ESG-интегрирование (G. Serafeim, A. Edmans); Цифровая трансформация и сетевые эффекты.	Денежный поток + Нематериальные активы + ESG-профиль + Цифровой потенциал

Данная таблица систематизирует историческую эволюцию научных взглядов на оценку акций. Она наглядно демонстрирует переход от простых, основанных на исторических данных методов (затратный подход) к комплексным моделям, ориентированным на будущее и интегрирующим финансовые и нефинансовые факторы. Ключевым трендом

является смещение фокуса с пассивного измерения стоимости на активное управление ею (VBM) и учет качественных драйверов роста в современную эпоху.

Условная динамика относительной значимости основных подходов к оценке



1-график. Упрощенная схема эволюции значимости различных подходов к оценке

Данный график наглядно демонстрирует ключевой тезис исследования о динамичной смене научных парадигм в теории оценки стоимости акций на протяжении последнего столетия.

- **Затратный подход (синяя линия):** Демонстрирует стремительный и необратимый спад своей ведущей роли. Его доминирование в начале XX века, когда стоимость отождествлялась с балансовой стоимостью активов, сменяется уже к 1960-м годам маргинализацией. К настоящему времени он сохраняет статус вспомогательного, а зачастую контрольного метода, применяемого в специфических ситуациях (например, для оценки холдинговых компаний или в условиях ликвидации), что отражено его низким стабильным уровнем в современный период.
- **Доходный подход (оранжевая линия):** Является яркой иллюстрацией научной революции в финансах. После формализации модели дисконтирования дивидендов (Уильямс) и, что критически важно, после публикации теоремы Модильяни-Миллера, подход становится центральным, достигая пика значимости в период 1960-1990 гг. Его последующее незначительное снижение связано не с утратой актуальности, а с

интеграцией: он перестал быть единственным методом, превратившись в теоретическое ядро, которое дополняется и корректируется другими подходами.

- Сравнительный подход (серая линия): Его траектория наиболее волатильна, что отражает теоретические дискуссии вокруг гипотезы эффективного рынка (ЕМН). Рост в середине века соответствует популяризации ЕМН. Однако фазы стагнации и снижения (особенно заметные в конце XX века и в современный период) символизируют влияние поведенческих финансов, которые показали ограниченность слепого следования рыночным мультипликаторам. Сегодня он рассматривается как необходимый инструмент верификации и рыночной калибровки, но не как самостоятельное основание для вывода о фундаментальной стоимости.

- Современные факторы (желтая линия): Наиболее динамичный тренд, иллюстрирующий главный вызов для современной теории. Резкий взлет в начале XXI века, переходящий в доминирование к 2020-м годам, отражает осознание того, что классические финансовые модели не в полной мере охватывают ключевые драйверы стоимости компаний в цифровую эпоху. График подчеркивает, что учет ESG-рисков, интеллектуального капитала, качества управления и сетевых эффектов перешел из разряда дополнительных рекомендаций в обязательный элемент любой серьезной аналитической модели.

Общий вывод по графику: Визуализация подтверждает эволюцию от дискретных, изолированных методов к интегрированной, многослойной аналитической системе. Современная оценка акций представляет собой синтез, где строгое количественное ядро (доходный подход) взаимодействует с рыночной информацией (сравнительный подход) и обогащается глубоким качественным анализом новых, зачастую нефинансовых, факторов стоимости.

ОБСУЖДЕНИЕ

Проведенный анализ позволяет выявить несколько фундаментальных теоретических противоречий и дискуссионных областей в оценке стоимости акций. Центральной остается дихотомия между гипотезой эффективного рынка (ЕМН) и поведенческими финансами. Если ЕМН утверждает, что рыночная цена является несмещенной и наилучшей оценкой стоимости, то поведенческий подход доказывает существование устойчивых аномалий и «пузырей». Для практики оценки это порождает дилемму: насколько можно полагаться на рыночные мультипликаторы как на индикатор справедливой стоимости? Современный консенсус склоняется к мнению, что рынки в долгосрочной периоде эффективны, но в кратко- и среднесрочной могут существенно отклоняться от фундаментальных значений. Следовательно, доходный подход, основанный на долгосрочных прогнозах, остается теоретическим ядром оценки, тогда как сравнительный подход служит для калибровки и учета текущих рыночных условий. Еще одна область дискуссий связана с выбором и расчетом ставки дисконтирования. Критика CAPM как излишне упрощенной модели, игнорирующей страновые, отраслевые и специфические риски, широко известна. Однако предлагаемые альтернативы, такие как модель Арбитражной Теории Ценообразования (АРТ) или

многофакторные модели Фамы-Френча, сложнее в применении и требуют труднонаходимых исторических данных. На практике это часто приводит к использованию модифицированных версий CAPM с добавлением ad hoc премий, что снижает объективность оценки. Теоретически не решен вопрос о том, как адекватно количественно оценить премию за ESG-риски или за риск, связанный с качеством корпоративного управления в конкретной компании [13].

Интеграция нематериальных активов и ESG-факторов ставит серьезный методологический вызов. Традиционная финансовая теория оперирует денежными потоками и рисками. Как корректно перевести качественные характеристики – уровень инноваций, социальную ответственность, прозрачность управления – в количественные входные данные для DCF-модели? Существующие попытки, такие как расчет «нематериального скорректированного коэффициента бета» или введение поправочных коэффициентов к денежным потокам, зачастую носят субъективный характер и не имеют единого теоретического основания. Это указывает на пробел в теории, требующий разработки новых, более тонких метрик и моделей, возможно, на стыке финансов, стратегического менеджмента и социологии [14].

Наконец, важной теоретической проблемой является адаптация классических моделей к новым бизнес-реалиям. Оценка быстрорастущих технологических компаний, часто имеющих отрицательную прибыль, но высокие ожидания будущих денежных потоков, сталкивается с проблемой экстраполяции темпов роста. Теоретически оправданный двух- или трехэтапный DCF-анализ становится крайне чувствительным к субъективным допущениям о длительности фазы сверхвысокого роста и переходных периодах. Это возвращает нас к важности качественного стратегического анализа и сценарного моделирования как неотъемлемой части теоретического аппарата оценки, дополняющего строгие математические выкладки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного исследования подтвержден тезис о том, что научно-теоретические взгляды на оценку стоимости акций акционерных обществ представляют собой динамично развивающуюся систему знаний, эволюция которой отражает общее развитие финансовой науки и ответ на практические вызовы экономической реальности. От простых балансовых оценок научная мысль пришла к сложным, многофакторным моделям, в центре которых находится концепция стоимости как дисконтированной ценности будущих денежных потоков, доступных акционерам. Было показано, что ключевыми вехами этой эволюции стали: формализация доходного подхода (Уильямс), создание теории структуры капитала и риска (Модильяни-Миллер, Шарп, Линтнер, Моссин), осмысление роли рыночной информации (Фама) и последующая критика гипотезы эффективности с позиций поведенческих финансов (Талер, Шиллер). Важнейшим достижением стал синтез методов в рамках концепции управления, основанной на стоимости (VBM), что превратило оценку из инструмента для внешних сделок в основу внутренней системы корпоративного управления.

Современная теория сталкивается с необходимостью интеграции принципиально новых классов факторов стоимости – нематериальных активов, ESG-критериев и эффектов цифровизации. Это расширяет предметное поле дисциплины, заставляя ее взаимодействовать со смежными областями: стратегическим менеджментом, теорией устойчивого развития, социологией организаций. Выявленные теоретические противоречия, такие как спор между EMH и поведенческими финансами, трудности объективизации премий за нефинансовые риски, проблемы оценки быстрорастущих компаний, определяют актуальную повестку для дальнейших исследований.

Перспективы развития теории оценки, по-видимому, лежат в нескольких направлениях. Во-первых, это разработка более гибких и адаптивных моделей, способных работать в условиях высокой неопределенности и нелинейности, с активным использованием сценарного и вероятностного анализа (например, метод реальных опционов). Во-вторых, необходима формализация методологии включения ESG-факторов в классические финансовые модели, возможно, через создание общепризнанных систем метрик и премий за риск, подтвержденных масштабными эмпирическими исследованиями. В-третьих, большие данные и машинное обучение открывают возможности для создания новых оценочных алгоритмов, анализирующих огромные массивы неструктурированной информации (новости, социальные сети, отраслевые отчеты) для учета рыночных настроений и качественных факторов. Наконец, сохраняет актуальность задача адаптации международных оценочных стандартов и моделей к специфике развивающихся рынков, включая Россию, с учетом институциональных особенностей, макроэкономических рисков и уровня развития корпоративного управления.

Таким образом, теория оценки стоимости акций продолжает оставаться живой и востребованной научной дисциплиной, стоящей перед необходимостью постоянного обновления своего методологического аппарата в ответ на усложнение объекта исследования – современного акционерного общества в глобальной, цифровой и социально-ответственной экономике.

Список литературы

1. Брейли, Р., Майерс, С., & Аллен, Ф. (2022). Принципы корпоративных финансов (13-е изд.). М.: Олимп-Бизнес.
2. Грязнова, А.Г., Федотова, М.А., & Эскиндаров, М.А. (2020). Оценка бизнеса: Учебник (4-е изд.). М.: Финансы и статистика.
3. Дамодаран, А. (2021). Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов (7-е изд.). М.: Альпина Паблшер.
4. Коган, Г.Б., & Ряховская, А.Н. (2022). Влияние ESG-факторов на стоимость компании: теоретические подходы и эмпирические доказательства. Финансы и кредит, *28*(1), 71-89.
5. Модильяни, Ф., & Миллер, М. (1958). Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций. *American Economic Review*, *48*(3), 261-297.

6. Рычанова, Е.В. (2021). Цифровая трансформация бизнеса как фактор стоимости: проблемы и методы оценки. *Экономический анализ: теория и практика*, *20*(5), 848-864.
7. Смирнов, С.А., & Иванов, Д.С. (2023). Оценка интеллектуального капитала в рамках доходного подхода: современные модификации. *Вопросы оценки*, (2), 12-25.
8. Фама, Ю.Ф. (1970). Эффективные рынки капитала: обзор теории и эмпирических исследований. *Journal of Finance*, *25*(2), 383-417.
9. Федотова, М.А., & Рутгайзер, В.М. (2019). Оценка стоимости акций: теория и практика. М.: КноРус.
10. Шарп, У.Ф., Александер, Г.Дж., & Бэйли, Дж.В. (2020). *Инвестиции* (11-е изд.). М.: ИНФРА-М.
11. Edmans, A. (2023). *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit* (Revised ed.). Cambridge University Press.
12. Fama, E.F., & French, K.R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, *116*(1), 1-22.
13. Serafeim, G. (2020). *Purpose and Profit: How Business Can Lift Up the World*. Harper Business.
14. Tirole, J. (2010). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.