

Комплексное применение методов оценки бизнеса при анализе инновационной компании различными стейкхолдерами

Comprehensive application of methods of business valuation within analysis of innovative company by different stakeholders

doi 10.26310/2071-3010.2022.284.5.008



В. Е. Шиянова,

бакалавр, экономический факультет,
Санкт-Петербургский государственный университет/помощник оценщика, ООО «АФК-Аудит»
✉ shiyanovav@mail.ru

V. E. Shianova,

bachelor, faculty of economics, Saint Petersburg state university/LLC AFK-Audit

В рамках исследования был произведен анализ традиционных и современных методов оценки и мониторинга стоимости инновационной компании, выявлена специфика каждого из подходов в интересах различных стейкхолдеров. Предложен подход комплексного анализа разных категорий стоимости, а также производных от капитализации показателей, позволяющий обосновывать принятие инвестиционных решений при управлении стоимостью инновационной компании.

As part of the research, an analysis of traditional and modern methods of innovative business valuation and monitoring was carried out. The specificity of each model from the point of view of different stakeholders was identified. We suggest the comprehensive approach, that allows to analyze different categories of company's value and indicators, derived from capitalization in order to substantiate a wide row of investment decisions within value based management of innovative company.

Ключевые слова: инвестиционный анализ, стоимость инновационной компании, управление стоимостью бизнеса, оценка бизнеса.

Keywords: investment analysis, value of innovative company, value-based management, business valuation.

Введение

Эффективность деятельности компании долгое время рассматривалась, в первую очередь, с позиции ее прибыльности. Однако в 1990-х гг. акцент сместился на стоимостной подход к оценке бизнеса. Главным образом, это обусловлено возникновением и активным развитием концепции управления стоимостью компании (УСК). Основными работами, послужившими активному развитию данного направления менеджмента, стали труды А. Раппапорта «Создание стоимости для акционеров» [1] и Б. Стюарта «В поисках стоимости» [2]. Авторы предложили переосмыслить роль менеджеров фирмы, которая, по их мнению, заключается в создании и увеличении стоимости компании в интересах ее собственников.

УСК — система управленческого контроля, которая измеряет, поощряет и поддерживает создание стоимости компании. Основная цель — увеличение не традиционных финансовых показателей, основанных на бухгалтерской отчетности (чистая прибыль, рентабельность и т. п.), а приращение стоимости бизнеса. При этом необходимо понимать, что стоимость компании, рассчитанная с различных ракурсов, интерпретируется как показатель успешности управления, поэтому ее оценка производится не только тогда, когда у собственников есть намерение продать бизнес.

Для публичных компаний УСК прежде всего ориентировано на увеличение рыночной капитализации, что позволяет акционерам получать максимальный доход от вложений в фирму — курсовой денежный доход от перепродажи акций или неденежный доход, выражающийся в увеличении стоимости обладаемых

акционерами чистых активов, а значит, и суммы их собственного капитала [3, с. 258]. Для непубличных компаний УСК направлено на увеличение рыночной или инвестиционной стоимости бизнеса, за счет чего повышается инвестиционная привлекательность и кредитоспособность фирмы, а также укрепляется ее положение на рынке.

В настоящее время в России большинство компаний применяет традиционную систему показателей оценки решений, связанных с инвестициями, описанных в Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов [4]. Однако данные методы скорее оценивают целесообразность инвестиций, игнорируя возможности более оптимального вложения средств, а также не предоставляют инструментов определения момента дивестирования. Внедрение системы комплексной оценки стоимости инновационного бизнеса, позволяющей объединить классические и современные методы оценки, а также осуществить сопоставление разных категорий стоимости, позволит повысить эффективность принимаемых решений для различных стейкхолдеров — лиц, заинтересованных в процессе управления стоимостью компании.

Стоимость бизнеса как особый объект оценки и управления

Стоимость бизнеса представляет собой наиболее вероятную величину, рассчитанную на определенную дату при использовании различных подходов к оценке. В табл. 1 содержится обзор оценочных подходов, предусмотренных нормативно-правовой базой РФ.

Традиционные подходы к оценке стоимости бизнеса

	Доходный подход	Затратный подход	Сравнительный подход
Ключевая идея	Стоимость объекта оценки равна приведенной стоимости ожидаемых денежных потоков в результате использования и возможной дальнейшей продажи	Стоимость бизнеса равна рыночной стоимости всех активов компании за вычетом текущей стоимости всех обязательств	Сопоставление финансовых результатов оцениваемого бизнеса с компаниями-аналогами и внесением определенных корректировок
Условия применения	Возможность корректного прогнозирования денежных потоков	Наличие имущественного комплекса, преобладающая доля финансовых активов, НМА и ценных МА	Открытый стабильный и развитый фондовый рынок
Основные методы	Метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации	Метод накопления активов, метод ликвидационной стоимости	Метод сделок, метод рынка капитала, метод отраслевой специфики
Вид стоимости	Рыночная, инвестиционная	Ликвидационная, рыночная	Рыночная

Очевидно, что оценка инновационного бизнеса с применением классических моделей может быть затруднена рядом обстоятельств. Так, инновационный бизнес часто уникален, что не дает возможность найти компанию-аналог, а, значит, применить сравнительный подход. Затратный подход может быть невозможен по причине отсутствия в компании имущественного комплекса, который только должен приобретаться под запускаемый инновационный проект. Кроме того, часто активы, используемые в инновационном бизнесе, являются специальными, что означает, что их рыночная стоимость — категория крайне неустойчивая. Доходный подход, который является наиболее актуальным для оценки инновационного бизнеса тоже вызывает у оценщика ряд проблем, связанных с высоким уровнем неопределенности развития такого бизнеса, и, соответственно, с необходимостью тщательного анализа рисков.

На основе базовых подходов к оценке бизнеса для более точного и при этом более удобного определения стоимости инновационного бизнеса менеджеры стараются применять новые методы оценки. Особенность данных методов заключается в более простом, по сравнению с традиционными подходами оценки бизнеса, способе расчета. Они позволяют выделить ключевые факторы стоимости компании, которые должны стать основными объектами в управлении менеджмента.

Наиболее популярными стали модели, основанные на принципе добавленной стоимости: EVA (модель экономической добавленной стоимости), CVA (модель денежной добавленной стоимости) и SVA (модель акционерной добавленной стоимости). Популярен в оценочной практике и метод ROV (метод реальных опционов). Обзор современных методов оценки бизнеса представлен в табл. 2.

Таким образом, современные методы оценки позволяют не только определить стоимость бизнеса, но

Таблица 2

Современные подходы к оценке стоимости бизнеса

Метод оценки, автор	Характеристика модели	Стратегические возможности применения	Недостатки
EVA (Economic Value Added), Stern Stewart & Co [2]	Определяется как разница между операционной прибылью за вычетом скорректированных налогов (NOPLAT) и стоимостью используемого капитала ($\Sigma \text{Акт васс}$)	Возможность оценить вклад инвестиционного проекта. Возможность мониторинга эффективности компании в целом и отдельных подразделений. Оценка инвестированного капитала (для всех стейкхолдеров)	Вместо комплексного показателя денежного потока применяется более ограниченный параметр NOPLAT. Необходимость применения большого количества корректировок. Не отражает приведенную стоимость и прогнозные денежные потоки
CVA (Cash Value Added), Boston Consulting Group	Определяется как разница между чистым операционным денежным потоком (NOCF) и стоимостью используемого капитала	Возможность оценить вклад инвестиционного проекта. Оценка инвестированного капитала (для всех стейкхолдеров). Подходит для непубличных компаний. Не зависит от учетной политики	Невозможность детального планирования стратегии финансирования. Необходимость применения специфических корректировок, в случае неравномерного поступления денежных доходов
SVA (Shareholders Value Added), A. Раппапорт [5]	Определяется как сумма рыночной стоимости имущества фирмы и приведенного эквивалента чистых доходов от коммерческого использования этого имущества (именно эти доходы могут быть распределены между акционерами)	Возможность проведения оценки как с позиции мажоритариев, так и с позиции миноритариев. Оценка собственного капитала	Внедрение системы – трудоемкий и длительный процесс. Необходимость прогнозирования будущих потоков, что может исказить результат
ROV (Real Option Value)	Модель основана на предположении, что любая инвестиционная возможность для компании может быть рассмотрена как финансовый опцион, то есть компания имеет право, а не обязательство создать или приобрести активы в течение некоторого времени	Возможность оценки молодого инновационного бизнеса. Возможность принятия оптимальных решений в будущем в соответствии с поступающей информацией. Оценка для мажоритарных инвесторов	Высокий уровень субъективности. Сложность получения достоверных исходных данных. Сложность оценки объектов без аналогов

Ключевые подходы к определению факторов, определяющих стоимость бизнеса

Авторы, источник	Факторы стоимости
А. Раппапорт [5]	Рост продаж, операционная прибыль, налоговая ставка, оборотный капитал, стоимость капитала, капитальные затраты и период конкурентного преимущества
Р. Тернер [6]	Рост продаж, операционная прибыль, налоговая ставка, оборотный капитал, стоимость капитала, капитальные затраты и период конкурентного преимущества, рентабельность капитала
В. В. Царев, А. А. Канторович [7]	Денежный поток; прибыль от производственной, финансовой, инвестиционной деятельности; ставка дисконтирования; потребность в капитале; доля рынка; уровень конкурентоспособности; скорость оборачиваемости капитала; стоимость НМА; уровень квалификации менеджмента
А. Дамодаран [8]	Денежные потоки, ожидаемый темп роста денежных потоков, изменение стоимости компании за счет изменения структуры капитала или оптимизации условий привлечения кредитов

и управлять ею. Одной из главных задач управления стоимостью компании является выявление факторов стоимости (value drivers). Под факторами стоимости подразумеваются показатели, которые в наибольшей мере влияют на рыночную капитализацию компании или на ее потенциал и которыми можно в бизнес-планировании варьировать с целью повлиять на стоимость компании. В научном сообществе на текущий момент не было достигнуто консенсуса в отношении основных факторов стоимости. Обзор ключевых подходов представлен в табл. 3.

Проанализировав приведенные выше источники, можно выделить следующую классификацию (рис. 1).

Стоит отметить, что помимо количественных факторов стоимости, которые представлены на рис. 1, выделяют качественные факторы: профессионализм менеджмента, удовлетворенность сотрудников и т. д. Однако в данную классификацию мы намеренно не включаем данные показатели, поскольку их влияние будет косвенно отражаться на количественных параметрах, приведенных в схеме.

Оценка и анализ стоимости компании зависит от того, в чьих интересах они проводятся. Выделяют пять основных групп стейкхолдеров, заинтересованных в оценке бизнеса: собственники (мажоритарные и миноритарные акционеры), инвесторы, кре-

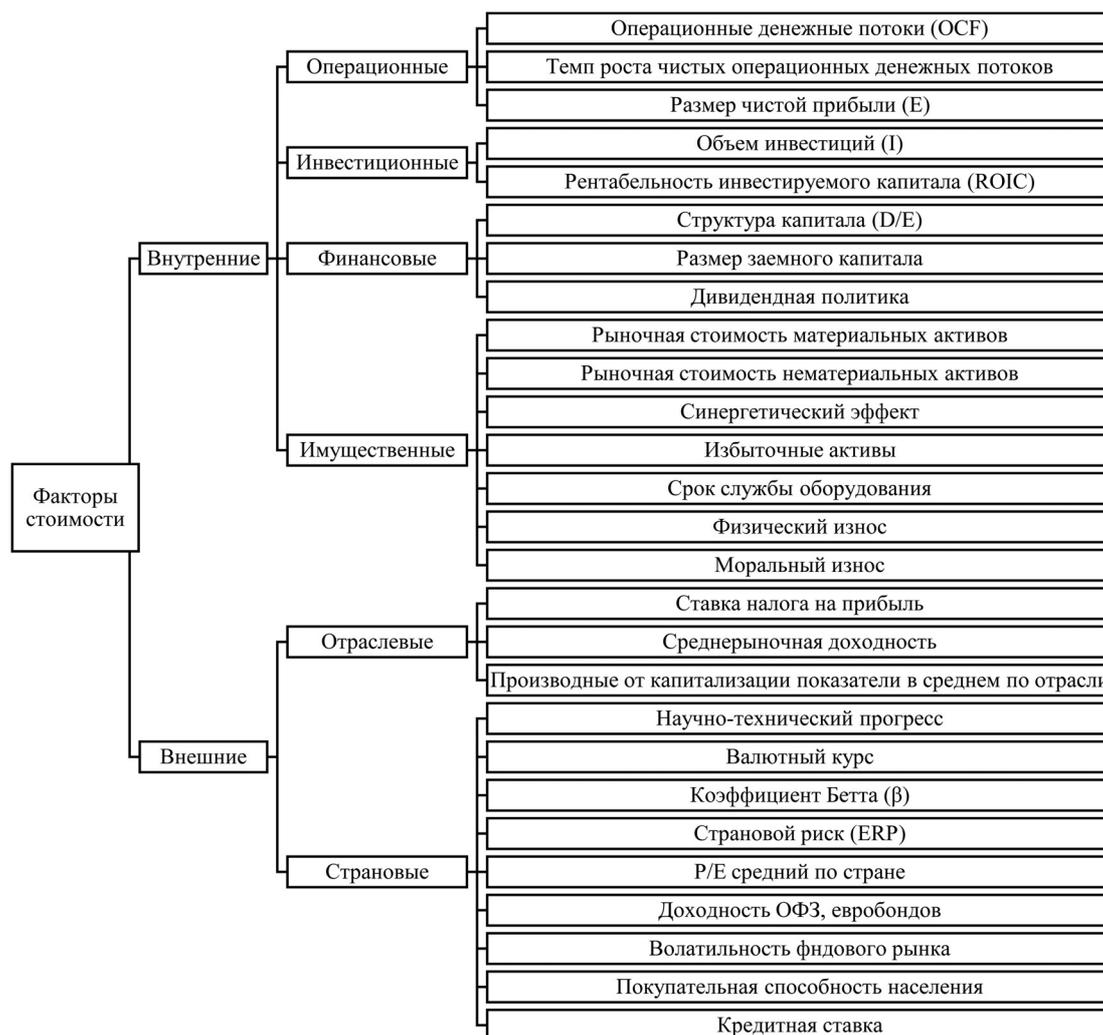


Рис. 1. Факторы стоимости бизнеса

диторы, страховые компании и государственные органы.

Мажоритарии, прежде всего, заинтересованы в максимизации будущих денежных потоков и в увеличении своей доли в бизнесе. Для них ключевыми факторами выступают операционные денежные потоки, размер задолженности, рентабельность собственного капитала, его структура капитала, объем инвестиций, стоимость активов.

Миноритарии заинтересованы в максимизации дивидендной отдачи, соответственно, для них важнейшим фактором стоимости является прибыль компании, но при этом их интересует и спекулятивный мотив, выраженный в возможности в будущем продать свой пакет акций дороже, чем они его купили.

Менеджер, прежде всего, стремится к максимизации выручки, так как от нее часто зависят бонусы, которые он получает. Заинтересовать его процессом УСК можно, если включить в состав собственников, предоставив опцион на приобретения небольшого пакета акций по сегодняшней цене.

Такие факторы, как структура капитала, размер задолженности, рыночная стоимость активов, чистые денежные потоки интересуют кредиторов, так как их задача — возвращение предоставленных средств.

Можно резюмировать, что процесс управления стоимостью компании в большей степени находится в интересах мажоритарных акционеров — они рассматривают рост капитализации как стратегическую цель. Также для них большое значение имеет оценка рыночной стоимости бизнеса в контексте доходного подхода, который предоставляет широкие возможности по варьированию стратегиями развития бизнеса, а также дает мажоритариям рычаги получения дополнительного дохода от выбора тех направлений будущего функционирования, которые им выгодны.

Миноритарии в анализе стоимости бизнеса делают акцент на ее величине, рассчитанной сравнительным и затратным подходами. Их логика в большей степени соответствует позиции «лучше синица в руках». Сравнительный подход позволяет оценить позиции компании в сравнении с аналогами — соответственно, миноритарий может принять решение перевложить

капитал. Именно с прибыли, которая является базой сравнительного подхода, некрупный акционер получает дивиденды. Затратный подход рассматривается миноритариями для понимания степени ценности имущественного комплекса на случай закрытия компании. Результат оценки стоимости бизнеса доходным подходом напрямую зависит от той траектории развития, которая будет выбрана, а влиять на этот выбор миноритарии не в состоянии.

Стоит отметить, что противоречия в интересах различных стейкхолдеров проявляются и при анализе показателей, производных от капитализации компании (табл. 4).

Процесс УСК можно представить как совокупность инвестиционных решений, ключевыми из которых являются:

1. Принятие решений об инвестициях в реальные активы — вложения в материальные и нематериальные активы. В процессе принятия решения важным аспектом является анализ объема инвестиций, способа финансирования, ликвидности активов, возможных будущих доходов от использования данных активов и т. д.
2. Принятие решений об инвестициях в финансовые активы. Финансовые активы представляют собой ценные бумаги и производные финансовые инструменты. Для принятия решения о целесообразности инвестирования ключевыми параметрами анализа являются: доля актива в портфеле, способ финансирования, производные от капитализации показатели, ожидаемый возможный будущий доход и др.
3. Риск-менеджмент — комплекс мероприятий, направленный на поиск и организацию работы по снижению степени риска с целью получения и увеличения прибыли в условиях неопределенной хозяйственной ситуации. В рамках УСК решения на основе риск-менеджмента принимаются с целью максимизации стоимости компании при допустимом уровне риска. Управление рисками включает в себя: определение цели риска, получение информации для принятия решения, определение стоимости риска, разработку различных вариантов

Таблица 4

Анализ производных от капитализации показателей различными стейкхолдерами

Показатель	Менеджер	Мажоритарий	Миноритарий
P/E (Цена/Прибыль)	Увеличение показателя за счет роста капитализации свидетельствует о хорошей работе менеджмента	Стремятся максимизировать коэффициент: важен рост капитализации для реализации своих стратегических интересов, а прибыль на втором плане	Увеличение коэффициента приводит к снижению окупаемости инвестиций. Увеличение также может достигаться путем уменьшения прибыли, что является критичным для миноритариев
EPS (Прибыль в расчете на акцию)	Увеличение показателя за счет роста прибыли свидетельствует о развитии компании	Не так важно, поскольку существуют другие источники дохода	Заинтересованы в повышении коэффициента, поскольку это единственный способ получения дохода
Dividend Yield (Дивидендная доходность)	Развитие компании — первоочередная задача, поэтому реинвестируют прибыль	Заинтересованы в развитии инструментов УСК, поэтому реинвестируют прибыль. Из-за этого снижается дивидендная доходность	Заинтересованы в увеличении показателя
Free Float (Акции в свободном обращении)	Благоприятно сказывается на ликвидности акций, что характеризует хорошую работу менеджмента	Заинтересованы в уменьшении показателя, поскольку при высоком значении присутствует угроза смены контрольного пакета и сложнее управлять котировками	Рост показателя повышает ликвидность акций, снижает риск биржевых спекуляций

рискового вложения капитала и их оптимальности, выбор стратегии и приемов управления риском, а также способов снижения степени риска, анализ и оценка результатов выполнения выбранных решений.

4. Решения о дивестировании — реализация части организации или фирмы в целом, что может быть организовано посредством ликвидации фирмы, частичной продажи, передачи финансовых активов и выделения части собственного капитала. При дивестировании важными элементами анализа выступают финансовые показатели структурных подразделений и организации в целом, анергия (отрицательная синергия) или же синергетический эффект, стратегические интересы.

Инвестиционные решения, перечисленные выше, во многом коррелируют с известными инструментами УСК. Так, при реструктуризации чаще всего принимаются решения о дивестировании (например, при продаже нерентабельной бизнес-линии) и инвестировании в новые активы, связанные с оптимизацией бизнес-процессов или диверсификацией бизнеса. В основном направлением капиталовложений являются реальные активы (покупка оборудования для производства продукции, получение патента на ее производство и т. п.

В процессе реорганизации бизнеса акцент, напротив, делается на инвестировании в финансовые активы, что связано, например, с приобретением крупного или совокупного пакета акций сторонней компании, выступающей объектом сделки слияния/поглощения.

Проведение НИОКР как инструмент УСК требует больших вложений нематериальные и материальные активы, которые как правило являются специальными, а также проведения мероприятий риск-менеджмента с целью снижения рисков неудачных исследований и разработок.

Увеличение информационной прозрачности и проведение стабильной дивидендной политики сопровождается анализом степени успешности мероприятий риск-менеджмента, направленного на оптимизацию реакции со стороны фондового рынка на проводимые компанией мероприятия.

Инновационный проект как инструмент УСК способен интегрировать все перечисленные выше инструменты: часто сделка слияния-поглощения осуществляется для получения доступа к ценным нематериальным активам, подобный тип проекта всегда связан с наращиванием имущественного комплекса, в котором как минимум появляются новые нематериальные активы, имеет место информационный эффект, выраженный в приросте капитализации компании в ответ на анонсирование разработки новой технологии.

Синтез методов оценки и мониторинга стоимости бизнеса при реализации инновационного проекта в интересах различных стейкхолдеров

Оценка инвестиционной привлекательности инновационного проекта осуществляется с применением классического инструментария, включающего расчет таких показателей как чистый дисконтированный

Таблица 5

Характеристика традиционных методов мониторинга стоимости компании

Метод		Формула	Ограничения	Ключевые факторы стоимости
Доходный	Прирост денежных потоков	Вклад= $NPV_1 - PV(CF)$	Трудности прогнозирования денежных потоков. Высокий уровень риска	Полные денежные потоки. Объем инвестиций. Ставка на собственный капитал. Размер заемного капитала
Затратный	Прирост чистых активов	Вклад= $\Delta C_{активов} - \Delta C_{долга}$	На стадии планирования прирост активов можно учесть только по стоимости их приобретения или создания, что не всегда отражает коммерческий потенциал, который проявится в процессе реализации проекта	Рыночная стоимость материальных активов. Рыночная стоимость НМА. Синергетический эффект. Размер заемного капитала
Сравнительный	Прирост финансового результата. (Финансовый результат в формуле может быть представлен чистой прибылью (Е), прибылью до налогообложения (ЕВТ), прибылью до выплаты процентов и налогов (ЕВИТ), прибылью до выплаты процентов, налогов, амортизации и переоценки (ЕВИТДА) и др. в зависимости от сопоставимости оцениваемой компании и выбранной компании-аналога)	Вклад= $(E_1 - E_0)_{оц} (P_{ан}/E_{ан})$	Уровень риска остается константой независимо от реализации проекта, что не соответствует реальности. Сложности с прогнозированием прибыли	Производные от капитализации показатели. Чистая прибыль. Ставка налога на прибыль. Размер заемного капитала
		Вклад= $[(P/E)_1 - (P/E)_0]_{ан} E_{оц}$	Трудности с поиском компании-аналога с похожим недавно реализуемым проектом; Не учитываются специфические внутренние риски компании	

Примечание: индекс «ан» — показатель компании-аналога; «оц» — показатель оцениваемой компании; «0» — показатель до реализации инвестиционного решения; «1» — показатель после внедрения инвестиционного решения.

доход (NPV), индекс доходности (PI), дисконтированный срок окупаемости (DPP), внутренняя норма доходности (IRR) и др.

Вклад инновационного проекта в стоимость компании при использовании традиционных методов оценки стоимости бизнеса, включающих инструментарий сравнительного, доходного и затратного подходов, рассчитывается как разность между стоимостью компании после реализации проекта и стоимостью компании до внедрения проекта. Краткая характеристика оценки вклада инновационного проекта в стоимость компании при помощи традиционных подходов, предусмотренных федеральными стандартами оценки, представлена в табл. 5.

Помимо традиционных методов мониторинга вклада инновационного проекта в стоимость компании на практике часто применяются современные методы оценки, основанные на модели добавленной стоимости. Результат реализации проекта в таких моделях определяется как добавленная стоимость компании, которая является, по сути своей, приращением стоимости бизнеса. Вывод о целесообразности запуска проекта делается исходя из величины прироста стоимости компании с внедрением проекта над стоимостью компании без изменений. В табл. 6 представлены основные характеристики данных моделей.

Модель EVA имеет две модификации исходя из оценочной ситуации: в первом случае оценивается бизнес без внедрения инновационного проекта, во втором — при условии его реализации. При этом Е. А. Спиридонова подчеркивает, что в процессе анализа целесообразности принятия решения о

реализации проекта следует сравнивать не стоимость всего инвестированного капитала, а величину собственного капитала в рамках доступных вариантов функционирования бизнеса в будущем [9, с. 156]. Это связано с тем, что при осуществлении дополнительных инвестиций в бизнес, зачастую привлекается заемный капитал, который необходимо учитывать при принятии решения.

Также стоит отметить, что некоторые инновационные проекты и прочие инструменты управления стоимостью компании, такие как реструктуризация и реорганизация, зачастую требуют приостановки деятельности — в таком случае необходимо вычест дисконтированные капиталовложения. Очевидно, что в целях повышения стоимости бизнеса продолжительность бесприбыльного периода следует сокращать. Так, одной из возможностей выступают параллельные процессы наращивания имущественного комплекса и освоения производства, когда компания не дожидается полной комплектации активов и начинает производство при неполной загрузке [10, с. 1043].

Отметим, что все модели добавленной стоимости обеспечивают синтез интересов мажоритариев и миноритариев. Во всех моделях стоимость активов — объект анализа со стороны мелких акционеров. Их интересует текущая ситуация в бизнесе и им важно понимание того, смогут ли они вернуть свои инвестиции в случае закрытия предприятия. Текущая стоимость будущих доходов (с учетом или без учета нагрузки на капитал в зависимости от модели оценки) — зона интересов крупных акционеров, имеющих долгосрочные стратегические цели. Более того, в зависимости от выбора

Таблица 6

Характеристика методов оценки вклада инновационного проекта в стоимость компании, основанных на концепции добавленной стоимости

Метод	Формула	Ключевые факторы стоимости
Метод экономической добавленной стоимости EVA	$\text{Вклад} = \text{СК}_1 - \text{СК}_0$ $\text{СК}_1 = \text{C}_{\text{активов } 1} - \text{PV}(\text{I}_{\text{план}}) + \text{PV}(\text{EVA}_1) - \text{PV}(\text{ЗК}_1)$ $\text{СК}_0 = \text{C}_{\text{активов } 0} + \text{PV}(\text{EVA}_0) - \text{PV}(\text{ЗК}_0)$ $\text{EVA}_1 = \text{I}_{\text{план}} (\text{ROIC}_1 - \text{wacc}_1)$ $\text{EVA}_0 = \text{NOPLAT}_0 - \text{wacc}_0 \text{C}_{\text{активов}}$	Размер инвестиций. Рентабельность инвестированного капитала. Средневзвешенная стоимость капитала (структура капитала, рентабельность собственного капитала, внешние факторы стоимости). Рыночная стоимость активов. Величина заемного капитала
Метод акционерной добавленной стоимости SVA	$\text{Вклад} = \text{СК}_1 - \text{СК}_0$ $\text{СК}_1 = \text{C}_{\text{активов } 1} - \text{PV}(\text{I}_{\text{план}}) + \text{PV}(\text{SVA}_1) - \text{PV}(\text{ЗК}_1)$ $\text{СК}_0 = \text{C}_{\text{активов } 0} + \text{PV}(\text{SVA}_0) - \text{PV}(\text{ЗК}_0)$ $\text{SVA} = \text{PV}(\text{OCF}) - \text{PV}(\text{I})$	Операционный поток. Номинальная налоговая ставка. Объем инвестиций. Величина заемного капитала. Рыночная стоимость активов. Средневзвешенная стоимость капитала (структура капитала, рентабельность собственного капитала, внешние факторы стоимости)
Метод денежной добавленной стоимости CVA	$\text{Вклад} = \text{СК}_1 - \text{СК}_0$ $\text{СК}_1 = \text{C}_{\text{активов } 1} - \text{PV}(\text{I}_{\text{план}}) + \text{PV}(\text{CVA}_1) - \text{PV}(\text{ЗК}_1)$ $\text{СК}_0 = \text{C}_{\text{активов } 0} + \text{PV}(\text{CVA}_0) - \text{PV}(\text{ЗК}_0)$ $\text{CVA}_1 = \text{I}_{\text{план}} (\text{CFROI}_1 - \text{wacc}_1)$ $\text{CVA}_0 = \text{OCF}_0 - \text{wacc}_0 (\text{C}_{\text{активов } 0} + \text{DA})$	Денежные потоки. Объем инвестиций. Средневзвешенная стоимость капитала. Капитальные затраты. Рыночная стоимость активов

Примечание: 0 — показатель до реализации инвестиционного решения; 1 — показатель после внедрения инвестиционного решения; СК — стоимость собственного капитала компании; C_{активов} — рыночная стоимость активов компании; PV — приведенная стоимость; I_{план} — планируемые инвестиции; ЗК — величина заемного капитала; ROIC — рентабельность инвестированного капитала; wacc — средневзвешенная стоимость капитала; NOPLAT — чистый операционный доход за вычетом всех налогов; OCF — операционный денежный поток; DA — амортизация и износ; CFROI — доходность инвестиций на основе денежного потока; CC — капитальные расходы.

Интерпретация модели Дж. Тобина

Значения факторов модели	Возможные причины значений показателей	Управленческие решения по улучшению показателей
q-фактор > 1 Δ-фактор > 0	Проект удачный — положительные результаты с точки зрения доходного и затратного подходов	Продолжать реализацию проекта
q-фактор < 1 Δ-фактор < 0	Ранняя стадия реализации инновационного проекта, когда происходит запуск бизнеса — денежные потоки невысокие или вообще отсутствуют. Имущественный комплекс не успел раскрыть коммерческий потенциал — поскольку спроса на активы имеет производный характер, их рыночная стоимость низкая.	Пристальнее наблюдать за ходом проекта, отслеживать динамику изменения показателей
	Проект неудачный	Закрытие проекта
q-фактор > 1 Δ-фактор < 0	Вследствие синергетического эффекта повысилась стоимость имущественного комплекса, который еще не начал генерировать доход. Привлекательные для рынка НМА в совокупности с неэффективными материальными активами, которые не генерируют доход. Неэффективная работа менеджмента	Закрыть проект, продать имущественный комплекс; Увеличивать Δ-фактор: изменение структуры финансирования; поиск более дешевых источников финансирования; пересмотр ценовой политики; увеличение объема продаж; снижение себестоимости
q-фактор < 1 Δ-фактор > 0	Высокий моральный износ оборудования. Запуск проекта со специальным оборудованием, которое уже начало генерировать доход, но не успело зарекомендовать себя на рынке	Получить остаточные денежные потоки и закрыть проект. Увеличивать q-фактор (при заинтересованности рынка в продукции): инвестировать в обновление оборудования; рассмотрение возможности аутсорсинга

пути развития бизнеса данная величина может сильно варьироваться.

Ситуация, при которой величина стоимости, рассчитанная методом EVA, меньше стоимости, рассчитанной доходным подходом, может обуславливаться высокой средневзвешенной стоимостью капитала — величиной $wacc$ (weighted average cost of capital). Соответственно, необходимо снизить данный показатель путем оптимизации финансового рычага, изменения кредитной политики для снижения ставки заемного капитала. Также это сигнал к осуществлению мероприятий по риск-менеджменту, так как снижение уровня риска сократят и требования к доходности со стороны собственников.

Значительное превышение величины собственного капитала, рассчитанного с применением модели EVA, над оценкой, полученной методом NPV, свидетельствует о высокой стоимости имущественного комплекса, который при этом не генерирует соответствующие денежные потоки. В этом случае необходимо детально анализировать эффективность менеджмента, оценивать влияние внешних конъюнктурных факторов и в некоторых случаях даже задуматься о продаже активов, пока они еще высоко ценятся рынком.

При принятии положительного решения о запуске инновационного проекта, необходимо осуществлять постоянный мониторинг хода его реализации. Для этого используют модель Тобина и модель Дюпон. Обе модели характеризуются наличием определенных коэффициентов, сопоставляя которые менеджер делает выводы о влиянии проекта на стоимость компании.

Модель Дж. Тобина [11] изначально была основана на гипотезе о том, что уровень спроса на акции зависит от соотношения их рыночной стоимости на фондовой бирже и восстановительной стоимости активов компаний — эмитентов данных ценных бумаг. Данное соотношение получило название q-фактора и позже стало применяться для анализа изменения стоимости бизнеса при реализации проекта в контексте имуще-

ственного комплекса. Q-фактор позволяет определить, оценивает ли рынок целевые активы предприятия более высоко в сравнении с их восстановительной стоимостью. Если значение фактора превышает 1, можно констатировать, что при реализации проекта удалось создать ценный имущественный комплекс и имеет место положительный вклад в стоимость компании.

Позже модель Дж. Тобина модифицировали и для целей оценки бизнеса добавили Δ-фактор, который представляет собой разность между рентабельностью инвестированного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала. Положительное значение Δ-фактора свидетельствует о создании экономической прибыли для компании, что означает, что при реализации проекта фирма получает прибыль, которая способна обеспечить доходность собственников и кредиторов на уровне выше, чем изначально закладывалось в бизнес-план.

Таким образом, модель Дж. Тобина позволяет оценить деятельность компании с точки зрения двух подходов: доходного и затратного. Возможные управленческие решения по результатам анализа представлены в табл. 7.

Еще одним полезным инструментом мониторинга хода реализации проекта является модель Дюпон — метод факторного финансового факторного анализа рентабельности собственного капитала. Данная модель была разработана и впервые применена компанией «DuPont» в 1919 г.:

$$ROE = TB \cdot IB \cdot ROS \cdot AT \cdot LR =$$

$$= NI / EBT \cdot EBT / EBIT \cdot EBIT / NS \cdot NS / A \cdot A / CEq,$$

где ROE — рентабельность собственного капитала, TB — налоговое бремя, IB — бремя процентов, ROS — рентабельность продаж, AT — оборачиваемость активов, LR — коэффициент финансового рычага, NI — чистая прибыль, EBT — прибыль до уплаты

Анализ параметров модели Дюпон

Фактор	Возможные причины низкого показателя	Управленческие решения по улучшению показателей
Налоговое бремя (ТВ=NI/ЕВТ)	Высокая налоговая нагрузка (выше, чем по отрасли)	Оптимизация налогов (использование налоговых льгот)
Бремя процентов (IB=ЕВТ/ЕБИТ)	Большая величина процентов к выплате	Оптимизация структуры капитала. Поиск более дешевых источников финансирования. Реструктуризация долга
Рентабельность продаж (ROS=ЕБИТ/NS)	Высокий уровень постоянных и переменных издержек	Снижение постоянных издержек в краткосрочной перспективе: уменьшение управленческих расходов на административный персонал, затрат на аренду, избавление от непрофильных активов. Внедрение более эффективной технологии производства в долгосрочной перспективе
Оборачиваемость активов (АТ=NS/А)	Продукция не востребована на рынке. Неэффективная стратегия ценообразования. Наличие непрофильных активов	Активное продвижение продукции на рынке. Анализ возможности изменения цены. Вывод непрофильных активов
Коэффициент финансового рычага (LR=А/CEq)	Неэффективный имущественный комплекс. Неоптимальное использование заемного капитала	Наращивание активов. Планирование стратегии финансирования активов

налогов, ЕБИТ — прибыль до уплаты процентов по кредиту и налогов, NS — чистые продажи, А — активы, CEq — величина собственного капитала.

По результатам анализа менеджмент проводит определенные мероприятия для улучшения работы компании и повышения рентабельности (табл. 8).

Отдельной группой методов оценки и мониторинга реализации инновационного проекта является модель реальных опционов (ROV), ключевой особенностью которой является возможность при определенных обстоятельствах менять структуру проекта в зависимости от меняющихся условий, позволяющая с максимальной выгодой использовать будущие события [12]. Для определения рыночной стоимости реального опциона используют два основных метода, характеристика которых представлена в табл. 9.

Метод реальных опционов отличается от всех остальных методов оценки и мониторинга стоимости бизнеса тем, что включает в себя возможность изменения управленческих решений при появлении новой информации, связанной с ходом реализации проекта. Чистый дисконтированный доход (NPV) же по сути отражает эффективность проекта на основе прогнозных денежных потоков и заложенного в бизнес-план риска. Различия двух методов, главным образом, вы-

ражены во влиянии неопределенности, свойственной инновационным проектам — оценка проекта методом ROV будет тем выше, чем выше волатильность.

Возможное превышение стоимости, рассчитанной методом ROV, над оценкой, рассчитанной методом NPV, можно расценивать как:

1. Дополнительные возможности: опцион роста, опцион отсрочки.
2. Наличие информационной асимметрии на рынке: опцион на знание.

Опцион роста (компаунд-опцион) [14] — это серия последовательных вложений с возможностью отказа, если новая информация будет негативной. Каждая стадия рассматривается как опцион на последующие стадии. Опцион на отсрочку позволяет приостановить дальнейшие инвестиции, если полученная информация содержит много неопределенности относительно будущей перспективы [15]. Такие опционы создают дополнительные возможности для владельца, которые выражаются в дополнительной стоимости. Опцион на знание [16] выражается в наличии инсайдерской информации у мажоритарного инвестора, вкладывающегося в проект без видимых признаков его успешной реализации. Наличие внутреннего знания у мажоритария по сравнению с методом NPV, который

Таблица 9

Характеристика методов реальных опционов (ROV)

	Модель Блэка-Шоулза [13]	Модель Кокса-Росса-Рубинштейна [14]
Формула расчета	$C_T = S_0 e^{-YT} N(d_1) - X e^{-RT} N(d_2),$ $d_1 = (\ln(S_0/X) + (R - Y + 0,5\sigma^2)T) / (\sigma T^{1/2}),$ $d_2 = d_1 - \sigma T^{1/2}$	$C_{T-1} = (C_{1u'} - C_{1d'}) / (u' - d') - (d C_{1u'} - u' C_{1d'}) / ((u' - d')(1+R)),$ $\max[(u' S_0 - X - C_{1d'}) - C_{1u'}] = 0,$ $\max[(d' S_0 - X - C_{1d'}) - C_{1d'}] = 0,$ $u' = \prod_{t=1}^T u_t, \quad d' = \prod_{t=1}^T d_t$
Пояснения обозначений	S_0 — приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков от проекта; N — интегральная функция распределения; d_1 и d_2 — аргументы функции нормального распределения (N); X — объем инвестиций; e — основание натурального логарифма; Y — рентабельность инвестиций в основной или оборотный капитал; R — безрисковая ставка доходности; T — срок действия проекта; σ — стандартное отклонение изменения денежных потоков	C_{T-1} — предельно допустимая цена в расчете на оптимистичный и пессимистичный сценарии; $C_{1u'}$ — обеспечивающая нулевую прибыль цена проекта в расчете на оптимистичный сценарий; $C_{1d'}$ — обеспечивающая нулевую прибыль цена проекта в расчете на пессимистичный сценарий; u' , d' — относительные увеличение и снижение стоимости, накопленные за все рассматриваемые «подпериоды» произвольно укрупненного «единичного периода»; R — безрисковая ставка доходности

Система принятия инвестиционных решений на основе синтеза методов ROV и NPV

	ROV > NPV	ROV = NPV	ROV < NPV
Опцион роста, опцион отсрочки	Дополнительная прибыль за счет опциона отсрочки и возможности роста	Нет никаких преимуществ реализации опциона (не дает отсрочку)	Опцион не является исключительным для владельца, за счет чего, он несет конкурентные потери при задержке реализации
Опцион на знание	Рынок недооценивает проект (возможна радикальная инновация, к которой рынок еще не готов)	Рынок пришел в равновесие, дополнительная прибыль не создается;	Рынок пришел в равновесие, дополнительная прибыль не создается
Инвестиционное решение	Целесообразно инвестировать в проект, поскольку создается дополнительная стоимость за счет снижения рисков неуспешной реализации	Момент дивестирования из проекта, поскольку дополнительная прибыль не создается	Отказ от реализации проекта

предполагает оценку как для мажоритариев, так и миноритариев, и создает дополнительную стоимость за счет снижения неопределенности.

Таким образом, возможные соотношения оценок методами ROV и NPV можно рассматривать в качестве индикатора состояния рынка и критерием принятия инвестиционных решений (табл. 10).

Пока ROV больше NPV целесообразно инвестировать в проект для получения дополнительного дохода за счет действия опциона отсрочки и роста. Достижение равенства показателей — момент выхода из проекта, поскольку в дальнейшем рынок придет в равновесие и дополнительная прибыль производиться не будет.

Разница в оценках методами EVA и NPV обуславливается учетом рыночной стоимости активов в модели EVA, а также более высоким влиянием средневзвешенной стоимости капитала ($wacc$), нежели в доходном подходе.

Отдельного внимания в комплексном анализе стоимости инновационного бизнеса заслуживает сравнение рыночной стоимости, оцененной доходным, затратным и сравнительным подходами, с рыночной капитализацией. Превышение рыночной капитализации над рыночной стоимостью свидетельствует о наличии переоцененности. С позиции мажоритариев, это является положительным сигналом, характеризую-

щим грамотную работу менеджмента, ведь в процессе УСК увеличение капитализации является одной из главных целей. С позиции миноритариев, высокая капитализация является негативным фактором, который указывает на существование асимметрии на рынке и переоцененность компании. Инвестирование в финансовые активы такой компании при прочих равных условиях является нецелесообразным, а вот о продаже своего пакета можно задуматься.

Обратная ситуация возникает, если рыночная капитализация ниже оцененной рыночной стоимости, что характеризует бизнес как недооцененный и, с позиции миноритария, выгодный для вложения. С точки зрения мажоритария, это сигнал о том, что необходимо изменить маркетинговую стратегию на фондовом рынке и предпринять усилия по формированию позитивного представления о компании у инвесторов.

Превышение стоимости инновационного бизнеса, оцененной методом ROV, над капитализацией можно интерпретировать как премию за контроль. Поскольку стоимость, оцененная методом реальных опционов, предполагает внесение изменений в ответ на поступающую информацию, такая возможность может приносить дополнительную ценность для мажоритариев.

Производные от капитализации показатели цена/балансовая стоимость (P/B), цена/выручка

Таблица 11

Сравнительный анализ производных от капитализации показателей

База сравнения	P/B	P/S	P/E
Формула	Рыночная стоимость собственного капитала/балансовая стоимость собственного капитала	Рыночная стоимость собственного капитала/выручка	Рыночная стоимость обыкновенных акций/прибыль
Влияющие факторы	Доходность собственного капитала. Коэффициент выплат. Риск. Ожидаемые темпы роста прибыли	Маржа чистой прибыли. Коэффициент выплат. Риск. Ожидаемые темпы роста прибыли	Доходность собственного капитала. Риск. Ожидаемые темпы роста прибыли
Недостатки	Значение балансовой стоимости не оперативный показатель (редко проводится переучет). Может принимать отрицательное значение, что делает невозможным применение коэффициента для анализа. Некорректные результаты для фирм, оказывающих услуги или разрабатывающих технологии	Выручка не создает стоимости компании (в отличие от прибыли или денежных потоков)	Прибыль в значительной мере подвержена влиянию учетной политики. Прибыль чаще остальных показателей принимает отрицательное значение, что делает невозможным применения коэффициента для анализа
Преимущества	Балансовая стоимость является стабильным показателем стоимости. Незначительное влияние учетной политики	Выручка не принимает отрицательных значений, из-за чего возможен анализ любых компаний. Выручка практически не зависит от учетной политики компании. Менее, чем прибыль подвержена влиянию внешних факторов	Возможность сопоставления разных уровней рынка (от конкретной фирмы до страны). Прибыль является оперативным показателем компании

Система принятия решений в рамках синтеза P/B и P/E

Критерий	Низкий ROE	Высокий ROE
Высокий P/B	Компания переоценена: отказ от инвестиций	Рынок пришел в равновесие: целесообразно дивестировать, поскольку дополнительная прибыль генерироваться не будет
Низкий P/B	Увеличение ROE посредством анализа Дюпон	Компания недооценена, целесообразно инвестировать для получения дополнительного дохода

(P/S), цена/прибыль (P/E) тоже активно используются при анализе как эффективности работы компании, так и при решении об инвестировании или дивестировании. Сравнительный анализ коэффициентов представлен в табл. 11.

Анализируя эти коэффициенты, можно сделать вывод о переоцененности компании на рынке. Так показатель P/E можно представить в виде отношения коэффициента P/B и рентабельности собственного капитала (ROE):

$$(P/B)/(P/E) = ROE \Rightarrow (P/E) = (P/B)/ROE.$$

Сравнивая показатели рентабельности собственного капитала и коэффициента P/B, можно принять решения об инвестировании или дивестировании из проекта. Рынок находится в равновесии, когда коэффициенты находятся в одном диапазоне (оба низкие или оба высокие), однако при асимметрии показателей можно говорить о переоценке (или недооценке) компании (табл. 12).

Аналогичным образом P/E можно выразить через отношение P/S и маржи чистой прибыли:

$$(P/S)/(P/E) = ME \Rightarrow (P/E) = (P/S)/ME,$$

где ME — маржа чистой прибыли (чистая прибыль/выручка).

При увеличении маржи, показатель P/S тоже должен увеличиваться. И как в описанном выше случае несовпадение уровней показателей свидетельствует о переоценке (или недооценке) компании (табл. 13).

В заключение сформулируем основные аспекты комплексного анализа результатов оценки стоимости бизнеса в интересах различных стейкхолдеров и при обосновании принятия инвестиционных решений.

1. С позиции мажоритариев,стораживающим фактором является низкое значение капитализации в сравнении с прочими стоимостями бизнеса, оцененными классическими подходами. Именно мажоритарии заинтересованы в процессе УСК, а значит, позиционируют стоимость компании на фондовом рынке как главный критерий успешного управления. Такая ситуация — повод задуматься об инвестировании в реальные активы, в том числе

в рамках осуществления инновационного проекта, нацеленного на оптимизацию ситуации.

- Для миноритариев компанию можно рассматривать как интересный объект инвестирования, когда стоимость, оцененная доходным подходом, демонстрирует высокий коммерческий потенциал бизнеса, но при этом производные от капитализации коэффициенты по целевому бизнесу имеют более низкие значения в сравнении с отраслью, что означает, что компания недооценена.
- Мажоритарии должны осуществлять сопоставление стоимости бизнеса, оцененной доходным и сравнительным подходам (с применением метода рынка капитала). Это позволяет определить премию за контроль. Низкое значение премии за контроль является негативным фактором для мажоритариев.
- Отрицательная разница между стоимостью компании методом реальных опционов и рыночной капитализацией свидетельствует о том, что мажоритарий не получает никакого преимущества за счет своей возможности контроля. Такая же ситуация возникает, если имеет место более высокое значение стоимости, рассчитанной с позиции доходного подхода в сравнении с оценкой с применением модели реальных опционов — мажоритарий не обладает опционом на знание или отсрочку.
- Для менеджмента в контексте управления стоимостью компании первоочередное значение имеет динамика величины EVA и изменение дельта-фактора. Если итоговая величина собственного капитала, посчитанная с применением модели EVA, принимает положительное значение только за счет высокой стоимости имущественного комплекса, необходимо пересмотреть финансовую стратегию компании — обслуживание привлекаемого капитала на текущий момент времени оказывается выше, чем показатель NOPLAT. Об этом же свидетельствует отрицательный дельта-фактор в модели Тобина. Целесообразно в целом провести анализ стратегии развития бизнеса для выяснения рычагов максимизации стоимости компании с позиции доходного подхода.
- Инвестиционные решения со стороны менеджмента также лежат в плоскости сопоставления разных

Таблица 13

Система принятия решений в рамках синтеза P/S и P/E

Критерий	Низкая маржа чистой прибыли	Высокая маржа чистой прибыли
Высокий P/S	Компания переоценена: отказ от инвестиций	Рынок пришел в равновесие: целесообразно дивестировать, поскольку дополнительная прибыль генерироваться не будет
Низкий P/S	Увеличение маржи чистой прибыли: оптимизация постоянных затрат, снижение административных издержек, налоговая оптимизация и т. д.	Компания недооценена, целесообразно инвестировать для получения дополнительного дохода

категорий финансового результата, что позволяет сделать факторный анализ Дюпон. Ключевые объекты исследования — динамика изменения разных видов прибыли, а также налоговая нагрузка и бремя процентов.

7. Сигналом для активации мероприятий по риск-менеджменту служит отрицательное значение дельта-фактора в модели Тобина, превышение результата оценки, полученной методом NPV, над оценкой методом EVA, отрицательные значения экономической добавленной прибыли. В этом случае необходимо сокращать риск, связанный с финансовым рычагом, что позволит повлиять на требования к доходности со стороны собственников, следует минимизировать несистематические риски.
8. Решение о выходе из проекта может быть принято в контексте равенства оценок стоимости бизнеса методом ROV и NPV, а также в ситуации, когда соотношение этих оценок меньше 1. Отрицательное значение q-фактора, но при этом высокий показатель price to book — также повод задуматься о дивестировании. Третьим критерием принятия такого решения может стать равенство капитализации и оценки стоимости бизнеса, полученной с применением модели EVA
9. Потенциальные акционеры могут принимать решение об инвестировании в финансовые активы, то есть рассматривать компанию как выгодный объект для входа при соблюдении следующих условий:
 - высокое значение рентабельности собственного капитала,

- низкие показатели Price to book, Price to sales,
- высокая маржа чистой прибыли,
- превышение оценки, полученной методом ROV, над рыночной капитализацией,
- превышение оценки, полученной методом EVA, над рыночной капитализацией.

Заключение

В процессе обоснования принятия инвестиционных решений ключевым критерием является интересы субъекта, который принимает это решение. Мажоритарии владеют дополнительной информацией, которая недоступна миноритарным собственникам, из чего следует, что в их распоряжении более широкий спектр методов для оценки своей бизнес-стратегии. В этом случае ключевым выступает метод реальных опционов, позволяющий учесть это преимущество.

Для менеджмента важным является мониторинг реализации проектов, который обеспечивается с использованием моделей добавленной стоимости, инструментария Тобина и Дюпон.

Целью миноритариев является получение максимального дохода от дивидендов, поэтому методы NPV, EVA, а также анализ производных от капитализации показателей позволяет ответить на вопросы об инвестировании или дивестировании средств.

При этом все стейкхолдеры должны осуществлять комплексный анализ стоимости компании, что позволит формировать полную картину ситуации и принимать грамотные решения относительно ее будущего развития и целесообразности вложения в нее своего капитала.

Список использованных источников

1. A. Rappaport. *Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors*. Free Press, 1999.
2. G. B. Stewart. *The Quest for Value*. N. Y.: HarperCollins Publishers, 1991.
3. С. В. Валдайцев. *Оценка бизнеса: учеб. 3-е изд., перераб. и доп.* М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008.
4. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов, утв. Минэкономики РФ, Минфин РФ, Госстроем РФ 21.06.1999 г. № ВК 477.
5. A. Rappaport. *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York, Free Press, 1986.
6. R. Turner. *Projects for Shareholder Value: The Influence of Project Performance Parameters at different Financial Ratios*//Project Management. № 4. 1998.
7. В. В. Царев, А. А. Кантарович. *Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учеб. пособие*. М.: Юнити-Дана, 2007.
8. A. Damodaran. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (2nd ed.)*. John Wiley&Sons, 2002.
9. Е. А. Спиридонова. *Оценка стоимости бизнеса: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры*. М.: Издательство Юрайт, 2018.
10. Е. А. Спиридонова, А. А. Носов. *Применение современных методов оценки бизнеса при оценке и управлении стоимостью результатов интеллектуальной деятельности*//Экономика и предпринимательство. 2021. № 12 (137). С. 1042-1047.
11. J. Tobin. *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*//Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 1. № 1. Feb. 1969.
12. И. И. Телехов. *Проблемы применения реальных опционов при анализе инвестиционных проектов*//Российское предпринимательство. 2013. № 6 (228). С. 143-148.
13. F. Black, M. Scholes. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*//Journ. Polit. Econ. May–June 1973. P. 637-657.
14. С. В. Крюков. *Выбор методов и моделей оценки эффективности инвестиционных проектов в условиях неопределенности* //Terra Economicus. 2008. Т. 6. № 3. С. 107-113.
15. А. А. Перфильев, Л. П. Буфетова, С. В. Мутилин, И. О. Потатуркин. *Методы и модели для оценки стратегий развития инновационных компаний*//Мир экономики и управления. 2022. Т. 12. № 2. С. 92-106.
16. Е. А. Спиридонова, А. С. Прокопенко. *Мониторинг реализации инновационного проекта с целью принятия ключевых инвестиционных решений*//Инновации. 2017. № 6 (224). С. 105-112.

References

1. A. Rappaport. *Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors*. Free Press, 1999.
2. G. B. Stewart. *The Quest for Value*. N. Y.: HarperCollins Publishers, 1991.
3. S. V. Valdaitsev. *Business Valuation: textbook*. 3rd ed. M.: Velbi, Prospect, 2008.
4. Methodological Recommendations on Investment Projects' Evaluation, adopted by Ministry of Economy, Ministry of Finance of RF. 21.06.1999. № ВК 477.
5. A. Rappaport. *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York, Free Press, 1986.
6. R. Turner. *Projects for Shareholder Value: The Influence of Project Performance Parameters at different Financial Ratios*//Project Management. № 4. 1998.
7. V. V. Tzarev, A. A. Kantarovich. *Business Valuation. Theory and Methodology: textbook*. M.: Unity-Dana, 2007.
8. A. Damodaran. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (2nd ed.)*. John Wiley&Sons, 2002.
9. Е. А. Спиридонова. *Business Valuation: Textbook for bachelor and master*. M.: Urait, 2018.
10. Е. А. Спиридонова, А. А. Носов. *Application of Modern Business Valuation Methods for Intellectual Property Estimation and Management*//Economy and Entrepreneurship. 2021. № 12 (137). P. 1042-1047.
11. J. Tobin. *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*//Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 1. № 1. Feb. 1969.
12. I. I. Telechov. *Problems of Real Options Application in Investment Project Analysis*//Russian Entrepreneurship. 2013. № 6 (228). P. 143-148.
13. F. Black, M. Scholes. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*//Journ. Polit. Econ. May–June 1973. P. 637-657.
14. S. V. Krukov. *The Choice of Methods and Models for valuation the Effectiveness of investment Projects under Conditions of Uncertainty*//Terra Economicus. 2008. Vol. 6. № 3. P. 107-113.
15. А. А. Perfiliev, L. P. Bufetova, S. V. Mutilin, I. O. Potaturkin. *Methods and Models for Assessing the Innovativa Companies' Strategies of Development*//World of Economics and Management. 2022. Vol. 12. № 2. P. 92-106.
16. Е. А. Spiridonova, A. S. Prokopenko. *Monitoring of Innovative Project' Realization for Taking Major Investment Decisions*//Innovations. 2017. № 6 (224). P. 105-112.