

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«КАЛИНИНГРАДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ»

Институт отраслевой экономики и управления

**А. Г. Харин**

## **УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА**

Учебно-методическое пособие по изучению дисциплины  
для студентов по направлению подготовки 38.03.02 Менеджмент

Калининград

Издательство ФГБОУ ВО «КГТУ»

2022

Рецензент

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической безопасности  
ИНОТЭКУ ФГБОУ ВО «КГТУ» А. Е. Тарутина

**Харин, А. Г.**

Управление стоимостью бизнеса: учеб.-метод. пособие по изучению дисциплины для студентов напр. подгот. 38.03.02 Менеджмент / А. Г. Харин. – Калининград: ФГБОУ ВО «КГТУ», 2022. - 80 с.

В учебно-методическом пособии приведен тематический план по дисциплине и даны методические указания по её самостоятельному изучению, подготовке к практическим занятиям, задания и методические указания по выполнению контрольной работы, подготовке и сдаче зачета, выполнению самостоятельной работы. Пособие подготовлено в соответствии с требованиями утвержденной рабочей программы дисциплины «Управление стоимостью бизнеса» направления 38.03.02 Менеджмент.

Табл. 2, список лит. - 20 наименований

Учебно-методическое пособие рассмотрено и одобрено для опубликования в качестве локального электронного методического материала кафедрой экономики и финансов 27.05.2022 г., протокол № 7

Учебно-методическое пособие по изучению дисциплины рекомендовано к изданию в качестве локального электронного методического материала для использования в учебном процессе методической комиссией ИНОТЭКУ 22.06.2022 г., протокол № 7

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	4
1 Тематический план по дисциплине и методические указания по её изучению .....	9
Тема 1. Теоретические основы управления бизнесом на основе стоимости .....	9
Тема 2. Особенности стоимостной оценки для целей управления.....	14
Тема 3. Методология управления на основе стоимости.....	28
Тема 4. Методы и модели управления на основе стоимости .....	39
2 Методические указания для подготовки к практическим занятиям.....	50
Тема 1. Теоретические основы управления бизнесом на основе стоимости .....	50
Тема 2. Особенности стоимостной оценки для целей управления.....	51
Тема 3. Методология управления на основе стоимости.....	52
Тема 4. Методы и модели управления на основе стоимости .....	53
3 Задания и методические указания по выполнению контрольной работы .....	55
3.1 Общие сведения, выбор варианта .....	55
3.2 Методические указания по выполнению контрольной работы.....	56
4 Методические указания по подготовке к текущей и промежуточной аттестации .....	59
5 Методические указания по выполнению самостоятельной работы по дисциплине .....	64
5.1 Общие положения.....	64
5.2 Задания для самодиагностики в рамках самостоятельной работы студента.....	65
5.3 Примерный перечень тестовых заданий по вариантам.....	66
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК .....	72
ПРИЛОЖЕНИЕ А. Задания для контрольной работы.....	75

## ВВЕДЕНИЕ

Дисциплина «Управление стоимостью бизнеса» является дисциплиной, формирующей у обучающихся готовность к самореализации, использованию творческого потенциала, действиям в нестандартных ситуациях, готовность нести ответственность за принятые решения и работать в команде, готовность создавать команды и руководить коллективом (группами, командами).

Целью освоения дисциплины «Управление стоимостью бизнеса» является формирование у студентов систематизированных знаний в области теории и методологии управления компаниями на основе их стоимости, развитие у студентов аналитических способностей и практических навыков по разработке эффективных управленческих решений, направленных на приращение стоимости компаний и активов.

Задачами дисциплины являются:

- усвоение идеологии стоимостного мышления как одной из современных концепций управления предприятием (бизнесом);
- усвоение принципов и основных методических подходов к оценке и управлению стоимостью бизнеса (предприятия), как открытой, сложной динамической экономической системы;
- формирование способности исследовать характер движущих сил, определяющих величину стоимости бизнеса (факторов и драйверов стоимости) и освоение основных методов и инструментов их анализа;
- приобретение умений и навыков в области организации процесса управления бизнесом на основе его стоимости.

В результате изучения дисциплины студент должен:

**знать:**

- подходы и основные методы измерения стоимости бизнеса и уметь их применять на практике в увязке с главной стратегической целью бизнеса (предприятия) – обеспечения устойчивого роста его стоимости для акционеров и других стейкхолдеров;

– методики выявления ключевых факторов стоимости компании, основные инструменты финансово-экономического анализа, используемые для измерения и управления стоимостью бизнеса;

– особенности организации и функционирования системы управления бизнесом на основе показателей его стоимости;

***уметь:***

– ориентироваться в видах стоимости бизнеса и основных инструментах (метриках) их количественной оценки;

– осуществлять сбор, анализ и обработку данных оцениваемого предприятия с целью их использования для управления стоимостью;

– анализировать экономическую и финансовую информацию, интерпретировать полученные результаты, разрабатывать модели, необходимые для решения задач управления организацией на основе показателей ее стоимости;

– диагностировать проблемы и находить возможности для внедрения идеологии и методов стоимостного управления в практику работы предприятия, решать стратегические и тактические задачи управления предприятием на основе стоимости;

– выбирать оптимальные методы управления стоимостью бизнеса;

***владеть:***

– навыками применения основных инструментов оценки стоимости бизнеса и управления бизнесом (предприятием) на основе его стоимости;

– методами финансово-экономических расчетов по оценке стоимости бизнеса (предприятия) и его отдельных элементов;

– основными приемами и методами моделирования стоимости бизнеса и его отдельных элементов.

Дисциплина опирается на универсальные компетенции, общие знания, умения и навыки обучающихся, полученные при освоении других дисциплин учебной программы.

Дисциплина «Управление стоимостью бизнеса» является базой для получения первичных навыков профессиональной деятельности, которые затем закрепляются в ходе учебных практик, дополняет компетенции, приобретаемые обучающимися при освоении дисциплин (модулей), формирующих навыки экономического и финансового анализов, планирования и принятия решений в условиях рыночной экономики.

Общая трудоемкость дисциплины составляет 3 зачетных единиц (зет), т. е. 108 академических часов контактной и самостоятельной учебной работы студента, работы, связанной с текущей и промежуточной (заключительной) аттестацией по дисциплинам дисциплины.

К видам текущего контроля результатов освоения дисциплины «Оценка и управление стоимостью бизнеса» относятся задания, выполняемые студентами на учебных занятиях и во время самостоятельной работы, а именно:

1) Тестовые задания.

Критерии оценки результатов теста:

«отлично» - 90-100 % правильных ответов в тесте;

«хорошо» - 70-90 % правильных ответов в тесте;

«удовлетворительно» - 50-70 % правильных ответов в тесте;

«неудовлетворительно» - менее 50 % правильных ответов в тесте.

2) Задания по темам практических (семинарских) занятий.

Критерии и шкала оценивания практических (семинарских) занятий:

«отлично» - полное раскрытие вопроса; указание точных названий и определений; правильная формулировка понятий и категорий; самостоятельность ответа, умение вводить и использовать собственные классификации и квалификации, анализировать и делать собственные выводы по рассматриваемой теме; использование дополнительной литературы и иных материалов и др.;

«хорошо» - недостаточно полное, по мнению преподавателя, раскрытие темы; несущественные ошибки в определении понятий, категорий и т. п.,

кардинально не меняющих суть изложения; использование устаревшей учебной литературы и других источников;

«удовлетворительно» - отражение лишь общего направления изложения лекционного материала и материала современных учебников; наличие достаточного количества несущественных или одной-двух существенных ошибок в определении понятий и категорий и т. п.; использование устаревшей учебной литературы и других источников; неспособность осветить проблематику учебной дисциплины и др.

«неудовлетворительно» - нераскрытие темы; большое количество существенных ошибок; отсутствие умений и навыков, обозначенных выше в качестве критериев выставления положительных оценок др.

3) Задания (задачи) по темам практических занятий.

Критерии и шкала оценки результатов:

«отлично» - выставляется при безошибочно решенной задаче;

«хорошо» - выставляется, если задача в основном решена верно;

«удовлетворительно» - выставляется при незначительных замечаниях и неточностях по задаче;

«неудовлетворительно» - выставляется при ответах, не удовлетворяющих критериям, указанным в предыдущих пунктах.

Промежуточная аттестация по дисциплине осуществляется в форме экзамена в пятом семестре. К оценочным средствам промежуточной аттестации результатов освоения дисциплины «Управление стоимостью бизнеса» относятся:

- контрольная работа (для заочной формы обучения);
- вопросы и задачи к экзамену.

К экзамену допускаются студенты, имеющие положительные результаты прохождения текущего контроля, а также зачтенную контрольную работу (для студентов заочной формы обучения).

Критерии оценки результатов экзамена:

«отлично» - выставляется в случаях полного четкого ответа на два

теоретических вопроса и дополнительные теоретические вопросы по изучаемой дисциплине;

«хорошо» - выставляется при полном, четком ответе на два теоретических вопроса, и незначительных, не принципиальных погрешностях при ответах на дополнительные вопросы;

«удовлетворительно» - выставляется при правильных ответах на теоретические вопросы. Допускаются не принципиальные погрешности или небольшая незавершенности ответов, диктуемая лимитом времени, а также незначительные замечания и неточности. Не менее 50% основных положений должны быть раскрыты студентом полностью;

«неудовлетворительно» - выставляется при ответах, не удовлетворяющих критериям, указанным в предыдущих пунктах.

Материал данного учебно-методического пособия изложен по разделам.

В первом разделе представлен тематический план по дисциплине и методические указания по изучению тем курса, приводятся выдержки наиболее важного при изучении тем материала, а также указаны источники для самостоятельного изучения.

Во втором разделе учебно-методического пособия представлены методические указания для подготовки к практическим занятиям.

В третьем разделе учебно-методического пособия представлены задания и методические указания по выполнению контрольной работы.

В четвертом разделе представлены методические указания по подготовке к текущей и промежуточной аттестации по дисциплине.

В пятом разделе представлены методические указания по выполнению самостоятельной работы по дисциплине.

Учебно-методическое пособие содержит библиографический список, включающий основную, дополнительную учебную литературу.



## **1 Тематический план по дисциплине и методические указания по её изучению**

Содержательно структура дисциплины представлена четырьмя тематическими блоками (темами):

### **Тема 1. Теоретические основы управления бизнесом на основе стоимости**

**Форма проведения занятия** – лекция.

**Вопросы для изучения:**

**Вопрос 1.** Понятие стоимости бизнеса. Виды стоимости.

**Вопрос 2.** Этапы формирования и современная теоретическая концепция управления стоимостью.

**Вопрос 3.** Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса.

**Вопрос 4.** Философия стоимостного управления бизнесом как часть современной концепции управления. Системный взгляд на процесс управления бизнесом, сфокусированный на приросте его рыночной стоимости.

### **Методические указания по изучению темы 1**

**Вопрос 1.** Понятие стоимости бизнеса. Виды стоимости.

Выработка, оценка и принятие решений по управлению бизнесом на основе его стоимостных показателей – относительно новое и активно развивающееся направление, находящееся на «стыке» стратегического и финансового менеджмента. Одним из практических приложений стоимостного подхода к управлению является возможность одновременно учитывать при управлении бизнесом его различные финансовые и нефинансовые показатели, согласовывать самые разные интересы заинтересованных лиц (стейкхолдеров) и принимать оптимальные решения. Базовой идеей концепции управления на основе стоимости является то, что результатом эффективного управления становится увеличение ценности компании для акционеров, инвесторов и других стейкхолдеров. В России управление бизнесом с помощью стоимостных методов только начинает развиваться. Актуальность стоимостного подхода

состоит в том, что он позволяет на основе управления стоимостью выработать качественную систему принятия управленческих решений и своевременно получить конкурентные преимущества путем учета в решении текущих задач будущих возможностей компании.

Выделяются два основных источника формирования стоимости бизнеса:

- доход от текущей деятельности;
- доход от продажи входящих в его состав активов.

Исходя из этого, выделяются два вида стоимости предприятия (бизнеса), которые используются для решения задач управления.

Во-первых, это – стоимость действующего предприятия, отражающая первый источник дохода. Данная стоимость предполагает, что предприятие продолжит функционировать и приносить прибыль в течение определенного периода времени.

Во-вторых, это – стоимость предприятия, рассчитываемая по его активам. Данная стоимость отражает другой источник дохода, она предполагает, что предприятие в обозримой перспективе будет расформировано или ликвидировано, т. е. в данном случае предприятие оценивается не как единый объект, а как набор отдельных активов (частей), из которых оно состоит.

**Вопрос 2.** Основные современные теоретические концепции стоимости. Современная теоретическая концепция стоимости (неклассический синтез).

Термин «Управление стоимостью бизнеса» на деле представляет собой целостную концепцию системного подхода к управлению, когда все усилия нацелены на достижение единой цели – максимизации стоимости компании. Составными частями стоимостного подхода являются идеология, принципы и процессы. Идеология делает управление осознанным и задает направление развития бизнеса. Принципы создают “идейную” основу для оценивания альтернатив развития бизнеса. Процессы определяют эффективность реализации стратегии и достижение поставленных целей.

Стержнем стоимостного подхода выступает идеология. Базовой идеей является обеспечение максимизации стоимости компании как главной цели

существования любого бизнеса и твердая убежденность, по крайней мере, топ-менеджеров в возможности управления процессом ее создания. Руководители всех без исключения бизнес-единиц должны понимать, что их первоочередная задача – разработка и реализация стратегий, дающих максимально возможный вклад в рост стоимости корпорации. Все другие цели – удовлетворенность потребителя, доля рынка, прибыль и т. п. – являются вспомогательными. Они трансформируются в цель максимизации стоимости либо отражают влияние на нее стейкхолдеров.

Принципы служат выработке управленческих решений. Они дают понимание фундаментальной взаимосвязи между стратегией, операциями и финансовыми результатами компании. Направляют усилия менеджеров на поиск альтернатив, позволяющих эффективно преодолевать внешние силы конкуренции и внутреннее противодействие, связанное со стереотипами сложившейся корпоративной культуры и косностью. Принципы позволяют понять, где и как создается или теряется стоимость, насколько эффективно работают звенья цепочки стоимости.

Процессы выступают важнейшим условием достижения высоких результатов, требующих от менеджеров слаженности действий. Их можно условно разбить на три группы:

1. Процесс принятия ключевых решений, в первую очередь – стратегическое планирование.
2. Обеспечивающие процессы, особая роль здесь отводится процессу обучения.
3. Бизнес-процессы.

### **Вопрос 3.** Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса.

Фактор стоимости – это любая переменная, влияющая на стоимость бизнеса (предприятия). Основными факторами, определяющими оценочную стоимость бизнеса, являются:

- спрос на товары (услуги) бизнеса;
- прибыль оцениваемого бизнеса, настоящая и будущая;

- затраты на создание аналогичных предприятий;
- соотношение спроса и предложения на аналогичные объекты;
- риск получения доходов;
- степень контроля над бизнесом;
- степень ликвидности активов;
- ограничения, накладываемые на бизнес.

Данный перечень не является исчерпывающим, он включает только универсальные факторы, типичные для большинства видов бизнеса.

Использование факторов стоимости для выявления величины этого показателя и последующего управления бизнесом требует не только определения их перечня, но и установления их соподчиненности, с тем чтобы понять, какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость.

Следует помнить, что выявление ключевых факторов стоимости – творческий процесс, в котором часто приходится действовать методом проб и ошибок. С помощью механических приемов, основанных на имеющейся информации, и чисто финансовых подходов редко удастся выявить ключевые факторы стоимости.

Факторы стоимости нельзя рассматривать в отрыве друг от друга. Например, повышение цены само по себе может существенно увеличить стоимость, но только если не повлечет за собой потерю значительной доли рынка. По этой причине рекомендуется анализировать различные сценарии развития событий, чтобы лучше понять взаимосвязи между факторами стоимости.

**Вопрос 4.** Философия стоимостного управления бизнесом как часть современной концепции управления. Системный взгляд на процесс управления бизнесом, сфокусированный на устойчивом росте его рыночной стоимости.

Центральная идея перехода к управлению по стоимости – это сдвиг в сознании людей, когда отношение менеджера к своим обязанностям в значительной степени приобретает черты отношения предпринимателя к своему делу. В основе перестройки мировоззрения лежит прямая зависимость

вознаграждения (в любой форме, будь то участие в собственности, дополнительный бонус, продвижение по службе, публичное признание заслуг) от результатов, от персонального вклада в рост стоимости компании.

Следует понимать, что максимизация стоимости – это не разовая задача, а непрерывный и возобновляющийся цикл стратегических и оперативных решений. Звено, замыкающее цикл создания стоимости – это система взаимосвязанных показателей и нормативов, по которым оценивается успешность достижения поставленных целей и определяется вклад каждого работника в общий успех компании. Эффективная система управления бизнесом на основе его стоимости требует, чтобы каждый линейный менеджер понимал, как показатель, по которому измеряется его отдача, влияет на обобщенный показатель деятельности подразделения или компании в целом, и соотносил полученный результат с перспективами роста своего личного благосостояния.

Что принципиально в системе "стоимостной" мотивации? Прежде всего, ориентация на экономический результат, акцент на экономическую прибыль или денежные потоки и стоимость капитала, инвестированного в активы для "создания" этих прибыли или потоков. Это многоэтапная система мотивации, когда текущие и отложенные бонусные выплаты, пакеты акций и другие вознаграждения создают оптимальный баланс между долгосрочными и краткосрочными целями и результатами. И, одновременно, это – свобода принятия решений на каждом уровне управления, адекватно учитывающая риски и выгоды – как персональные, так и для компании в целом.

Для того, чтобы двигаться по пути создания стоимости, нет необходимости знать, где находится точка максимума, и какова точная траектория движения в эту точку. Что действительно важно, так это присутствие "стоимостного мышления" внутри организации, когда сотрудники на всех уровнях иерархической структуры степени мотивированы к поиску возможностей создания стоимости и целеустремленному движению в выбранном направлении.

## **Методические материалы по теме 1**

ФОС по дисциплине, материалы, размещенные в соответствующем разделе дисциплины в ЭИОС КГТУ.

*Ссылки на рекомендуемые источники по теме 1: [1, 2, 3, 4].*

## **Тема 2. Особенности стоимостной оценки для целей управления**

**Форма проведения занятия** – лекция.

**Вопросы для изучения:**

**Вопрос 1.** Цели и принципы стоимостной оценки бизнеса (предприятия).

**Вопрос 2.** Алгоритм и процедуры оценки стоимости. Доходный, затратный и сравнительный подходы к оценке стоимости бизнеса (предприятия) и их основные методы. Преимущества и недостатки подходов к оценке стоимости с позиций их использования для целей управления.

**Вопрос 3.** Особенности стандартных методов и инструментов стоимостной оценки в случае их использования для управления бизнесом (предприятием).

## **Методические указания по изучению темы 2**

**Вопрос 1.** Цели и принципы оценки предприятия (бизнеса). Организация процесса оценки стоимости.

Оценка стоимости бизнеса (предприятия), как и любого другого объекта собственности, представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

Объектом оценки может выступать любой объект собственности, т.е. любое имущество в совокупности с пакетом связанных с ним прав.

Субъектами оценки выступают профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями, и потребители их услуг (заказчики). Основными потребителями услуг профессиональных оценщиков выступают: предприятия как юридические лица, собственники (физические лица),

финансовые организации, институциональные инвесторы, государственные органы.

Стороны, заинтересованные в проведении оценочных работ, стремясь реализовать свои экономические интересы, определяют цели оценки.

Типичными целями оценки стоимости являются:

- разработка стратегий и планов развития предприятия, повышение эффективности управления предприятием;
- купля-продажа акций, облигаций и других ценных бумаг предприятия на фондовом рынке или прямая купля-продажа предприятия целиком или по частям;
- реструктуризация и ликвидация предприятия, его слияние или поглощение другими предприятиями, выделение самостоятельных предприятий из его состава;
- определение кредитоспособности предприятия и величины стоимости залога при кредитовании;
- страхование активов предприятия и его деятельности от возможных потерь;
- иные цели.

В зависимости от цели проводимой оценки и от набора учитываемых факторов, оценщик руководствуется разными принципами и рассчитывает различные виды стоимости. Выделяются 3 группы принципов оценки стоимости: основанные на представлениях собственников, связанные с эксплуатацией собственности, обусловленные действием рыночной среды.

1) Группа принципов, основанных на представлениях собственников, включая:

Принцип полезности – отражает способность бизнеса приносить доход в течение определенного периода времени. Чем больше полезность бизнеса, тем выше величина его оценочной стоимости.

Принцип замещения – максимальная стоимость предприятия характеризуется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.

Принцип ожидания – определение текущей стоимости дохода или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения данным предприятием.

Группа принципов, связанных с эксплуатацией собственности, включая:

Принцип вклада, заключающийся в том, что включение в состав бизнеса любого дополнительного актива экономически целесообразно только тогда, когда получаемый прирост стоимости бизнеса больше затрат на приобретение этого актива.

Принцип остаточной продуктивности. Используется для определения стоимости земли в составе имущественного комплекса предприятия – остаточная продуктивность земельного участка определяется как чистый доход, отнесенный к земельному участку, после того как оплачены расходы на рабочую силу, капитал и управление.

Группа принципов, обусловленных действием рыночной среды, включая:

Принцип соответствия, согласно которому предприятия, не отвечающие требованиям рынка по уровню технической оснащенности, технологиям, качеству менеджмента и т. д., имеют стоимость ниже среднерыночной.

Принцип регрессии – предприятие, характеризующееся излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями, имеет стоимость ниже среднерыночной.

Принцип конкуренции сводится к следующему: если ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор можно учесть либо за счет прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что также снизит текущую стоимость будущих доходов.



Принцип зависимости от внешней среды – стоимость предприятия или его имущества в значительной мере зависит от состояния внешней среды, степени политической и экономической стабильности в стране.

Работы по проведению оценки стоимости предприятия включают 3 основных этапа – подготовительный, оценочный и заключительный. Содержание работ на этих этапах регламентируется Федеральным законом об оценочной деятельности и федеральными стандартами оценки (Федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (с изменениями и дополнениями) и федеральные стандарты оценки, утверждаемые приказами Минэкономразвития РФ).

Основным содержанием работ на подготовительном этапе оценки являются:

- выбор стандарта стоимости и методов ее оценки;
- сбор и подготовка информации для проведения оценки.

Выбор стандарта стоимости и методов оценки является первым шагом в процедуре оценки бизнеса. Затем, когда определен необходимый стандарт стоимости бизнеса, оценщиком самостоятельно определяются необходимые для проведения оценки методы, наиболее подходящие в данном конкретном случае. На следующем шаге, в соответствии с выбранным стандартом стоимости и методами оценки, определяется набор и объем необходимой информации. Информация может быть получена из нескольких источников: непосредственно от оцениваемого предприятия, из государственных и коммерческих баз статистических данных, из материалов исследований рынка, из справочной литературы и т. д.

Оценочный этап включает в себя работы по непосредственному вычислению стоимости путем применения различных подходов и методов. На этом этапе выполняются необходимые расчетные процедуры, предусмотренные избранными методами оценки бизнеса. Его результатом является выведение итоговой величины стоимости объекта оценки – величина стоимости объекта оценки, полученная как итог обоснованного оценщиком обобщения

результатов расчетов стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки. Содержание работ оценочного этапа подробно изучается в темах 4–6 данной дисциплины.

Заключительный этап оценки, результат которого – итоговое заключение оценщика о величине стоимости предприятия, включает несколько шагов. Это, прежде всего, выведение итоговой величины стоимости предприятия путем внесения корректировок в расчетную величину стоимости, а также составление отчета об оценке стоимости.

**Вопрос 2.** Подходы к оценке стоимости бизнеса (доходный, затратный и сравнительный подходы), их основные методы и особенности. Преимущества и недостатки подходов к оценке стоимости с позиций их использования для целей управления.

Непосредственно эта работ включает в себя работы по вычислению стоимости путем применения различных подходов и методов. На этом этапе выполняются необходимые расчетные процедуры, предусмотренные выбранными оценщиком методами оценки. Его результатом является вычисление итоговой величины стоимости объекта, получаемой путем обобщения результатов расчетов стоимости с помощью различных подходов и методов оценки.

Существуют 3 основных подхода к оценке стоимости бизнеса: доходный, затратный (другое название – основанный на активах) и сравнительный (рыночный), каждый из которых включает в себя по несколько различных методов.

При расчете величины стоимости доходным подходом оцениваются будущие разновременные доходы предприятия, которые затем приводятся в сопоставимый вид путем расчета их текущей стоимости. Затратный подход к оценке стоимости предприятия основан на вычислении разницы между обоснованной рыночной стоимостью суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств. При проведении оценки одним из методов сравнительного подхода используется ретроспективная информация о ценах

продажи и финансово-экономических показателях деятельности предприятий, аналогичных оцениваемому. Полученные разными подходами величины стоимости оцениваемого предприятия затем приводятся к единой величине, которая является ориентиром его рыночной стоимости.

**Вопрос 3.** Особенности стандартных методов и инструментов стоимостной оценки в случае их использования для управления бизнесом (предприятием).

Ниже приведены рекомендации по изучению основных методов, составляющих затратный, доходный и сравнительный подходы к оценке величины стоимости бизнеса.

Затратный подход (или подход, основанный на активах) при оценке стоимости бизнеса (предприятия) представлен несколькими разновидностями базового метода чистых активов. Различия в разновидностях метода чистых активов обусловлены разными способами корректировки баланса оцениваемого предприятия. Корректировка баланса нужна из-за того, что балансовая стоимость активов и обязательств предприятия редко соответствует их рыночной стоимости. Укрупненно применение метода чистых активов включает несколько этапов:

1. Оценивается обоснованная рыночная стоимость каждого актива баланса в отдельности;
2. Определяется текущая стоимость обязательств предприятия;
3. Рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала предприятия как разница между обоснованной рыночной стоимостью суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств.

Кратко поясним содержание этих этапов.

В рамках оценки бизнеса при использовании метода чистых активов, традиционный баланс предприятия заменяется скорректированным балансом, в котором все активы (материальные и нематериальные), а также все обязательства показаны по рыночной или какой-либо другой подходящей текущей стоимости.

Стоимость каждого из активов и пассивов определяется индивидуально для каждого класса активов и пассивов.

а) Оценка стоимости нематериальных активов.

Нематериальные активы (НМА) – активы, используемые для получения дохода в течение периода (не менее одного года) либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не играет существенной роли в процессе их эксплуатации. В составе НМА, обычно входящих в имущественный комплекс предприятия, выделяется 4 группы активов: интеллектуальная собственность, имущественные права, отложенные или отсроченные расходы, гудвилл. Для выявления рыночной стоимости этих активов применяются 3 стандартных подхода – доходный, затратный и сравнительный.

Доходный подход к оценке стоимости НМА основан на расчете экономических выгод, ожидаемых от использования НМА. Этот подход при оценке НМА может быть выполнен методами избыточных прибылей, дисконтированных денежных потоков, капитализации прибыли.

Затратный подход к оценке стоимости НМА выполняется методом создания, который включает следующие этапы:

Сравнительный подход к оценке НМА включает следующие работы:

Обычно применение сравнительного подхода к оценке НМА очень ограничено, поскольку большинство НМА являются уникальными.

б) Оценка машин и оборудования в составе предприятия.

Методы оценки машин и оборудования также представлены тремя подходами – затратным, сравнительным и доходным.

Затратный подход в оценке машин и оборудования основан на определении стоимости восстановления или стоимости замещения, связанных с созданием, приобретением и установкой оцениваемого объекта.

Сравнительный подход к оценке стоимости машин и оборудования представлен, прежде всего, методом прямого сравнения. При применении этого метода объект-аналог должен иметь такое же функциональное назначение и частичное конструкторско-технологическое сходство.

Доходный подход в оценке машин и оборудования заключается в прогнозировании ожидаемого дохода от оцениваемого объекта, но применительно к машинам и оборудованию напрямую решить эту задачу невозможно, так как доход создается всем производственно-имущественным комплексом. Поэтому доход от отдельного объекта определяется поэтапно:

- рассчитывается операционный доход от функционирования производственной системы (либо всего предприятия, либо цеха или участка);
- методом остатка определяется та часть дохода, которую можно отнести к машинному парку этой системы (доход производственной системы распределяется по ее подсистемам);
- с помощью метода дисконтирования денежного потока или метода капитализации дохода определяется стоимость объекта.

Следует учитывать, что при оценке машин и оборудования подходы дают неравноценные результаты. Так, при применении доходного подхода часто очень сложно выделить доход, который приносит отдельно взятая единица оборудования. С другой стороны, стоимость приобретения нового объекта, идентичного или аналогичного объекту оценки, является элементом затратного подхода и, следовательно, для применения методов сравнительного подхода необходимы данные о продажах таких же изношенных, как и объект оценки, сопоставимых объектов. А поиск обширных сведений о продажах похожего ранее использовавшегося оборудования часто затруднен. Таким образом, нередко единственно возможным при оценке стоимости машин и оборудования остается затратный подход.

в) Оценка товарно-материальных запасов.

Наиболее распространенными методами оценки товарно-материальных запасов (ТМЗ) являются:

- метод поштучной оценки. Индивидуально описывается и оценивается каждая единица ТМЗ, а учет ведется по ее фактической себестоимости. Метод применяется, когда каждая единица конечного продукта может быть идентифицирована и оценена;

- оценка ТМЗ по себестоимости первых по времени закупок (ФИФО);
- оценка ТМЗ по себестоимости последних по времени закупок (ЛИФО);
- оценка ТМЗ по их среднегодовой себестоимости.

г) Оценка дебиторской задолженности предприятия.

Дебиторская задолженность может существенным образом влиять на финансовые результаты деятельности предприятия и на его рыночную стоимость. Основными документами, необходимыми для оценки дебиторской задолженности, являются: договора, при исполнении (или ненадлежащем исполнении) которых возникла задолженность, платежные документы по этим договорам, документы о движении материальных ценностей (накладные, акты передачи и т. п.), переписка с контрагентом по вопросу урегулирования взаимных требований, судебные решения в отношении дебиторов предприятия.

Дебиторская задолженность анализируется по срокам ее погашения, выявляется просроченная задолженность с последующим разделением ее на две части:

- безнадежную, которая исключается из расчетов по определению стоимости, например дебиторская задолженность, по которой истек трехлетний срок исковой давности (ст. 196 ГК РФ);

- задолженность, которую предприятие может получить (она участвует в расчетах, оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплат процентов к их текущей стоимости).

В том случае, если величина выданных авансов и дебиторской задолженности прочих покупателей и заказчиков незначительна, их рыночная стоимость обычно принимается равной номинальной (балансовой) стоимости.

Следует учитывать, что изложенный выше метод чистых активов является косвенным методом определения стоимости коммерческого предприятия. Полученная с его помощью стоимость не всегда объективно отражает действительную стоимость, но из-за дефицита рыночной информации этот метод широко применяется в отечественной практике оценочной деятельности.

Доходный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемого дохода, приносимого объектом оценки его собственнику. Все методы доходного подхода к оценке бизнеса основаны на определении текущей стоимости будущих доходов.

Основными методами подхода являются:

1. Метод капитализации прибыли (дохода);
2. Метод дисконтированных денежных потоков.

При оценке методом капитализации определяется уровень дохода за один наиболее типичный для данного бизнеса прогнозный год и предполагается, что доход будет таким же во все последующие годы. Метод используется при оценке предприятий, не требующих изменения активов и приносящих стабильный доход. Если предполагается, что будущие доходы будут изменяться с течением времени (например, предприятие реализует влияющий на денежные потоки инвестиционный проект), применяется метод дисконтированных денежных потоков.

а) Метод капитализации прибыли (дохода).

Метод применяется для оценки «зрелых» предприятий, успевших накопить активы, приносящих стабильный доход. По сравнению с методом дисконтирования денежных потоков метод капитализации дохода более прост, так как не требуется составления средне- и долгосрочных прогнозов доходов, однако его применение ограничено кругом предприятий с относительно стабильными доходами, находящимися на стадии зрелости своего жизненного цикла, рынок сбыта которых устоялся, и в долгосрочной перспективе не предполагается значительных изменений.

Капитализация дохода – процесс, определяющий взаимосвязь будущего дохода и текущей стоимости оцениваемого объекта. Суть метода состоит в оценке имущества предприятия на основе капитализации его дохода за первый прогнозный год при предположении, что величина дохода будет такой же и в последующие прогнозные годы.

Этапы применения метода капитализации дохода:

- нормализация финансовой отчетности;
- выбор вида дохода, который будет капитализирован;
- определение величины капитализируемого дохода;
- расчет ставки капитализации;
- капитализация дохода;
- внесение итоговых поправок.

Ставка капитализации — коэффициент, преобразующий доход одного года в стоимость объекта. Ставка капитализации характеризуется соотношением годового дохода и стоимости имущества:

$$R = \frac{B}{V},$$

где  $V$  – стоимость;  $R$  – ставка капитализации;  $B$  – ожидаемый доход за один год после даты оценки.

Ставка капитализации может устанавливаться оценщиком на основе изучения отрасли или иным способом.

В оценке стоимости бизнеса метод капитализации дохода применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства предприятий.

б) Метод дисконтированных денежных потоков.

Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП) позволяет оценить объект в том случае, когда:

- предполагается, что будущие денежные потоки будут существенно отличаться от текущих, но при этом сохраняется возможность их прогнозирования;



- оцениваемый бизнес имеет сложную структуру доходов и расходов, много направлений деятельности, динамично развивается.

Основные этапы применения метода ДДП:

1. Определение прогнозного периода. Определение прогнозного периода зависит от объема информации, достаточной для долгосрочного финансового прогноза. Обычно срок, на который можно сделать обоснованный прогноз в относительно стабильной рыночной экономике составляет 5-8 лет.

2. Прогнозирование величин денежных потоков бизнеса для каждого прогнозного года.

3. Определение ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования – ставка процента, используемая для расчета текущей стоимости денежной суммы, получаемой или выплачиваемой в будущем.

Для определения величины ставки дисконтирования используются две наиболее распространенных модели – CAPM/APT и кумулятивный метод. Модель CAPM/APT, основанная на рыночной информации, обычно используется для оценки публичных компаний и крупного бизнеса. Кумулятивный метод чаще всего применяется для оценки малых предприятий. Этот метод основан на предпосылке, что применяемая ставка дисконтирования состоит из ряда факторов альтернативных издержек, которые в совокупности представляют характеристику общей прибыли, которая требуется для компенсации совокупного риска при оценке предприятия.

4. Расчет дисконтированной стоимости денежных потоков путем перемножения величин недисконтированной стоимости на индексы дисконтирования, соответствующие каждому году прогноза.

5. Расчет суммарной величины стоимости дисконтированного денежного потока как суммы всех дисконтированных величин за весь период прогнозирования.

6. Расчет стоимости реверсии. Реверсия – это остаточная (постпрогнозная) стоимость объекта при прекращении поступлений потока

доходов. Стоимость реверсии можно рассчитать с помощью метода капитализации дохода или модели Гордона.

7. Расчет полной величины стоимости бизнеса методом ДДП как суммы результатов этапов 5 и 6.

Рыночный (сравнительный) подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними. Подход основан на принципе замещения – покупатель не купит объект, если его цена превышает затраты на приобретение на рынке схожего объекта, обладающего такой же полезностью. Главным условием применения этого подхода к оценке стоимости бизнеса является наличие рынка аналогичных предприятий.

Основными методами оценки в рамках сравнительного подхода являются:

1. Метод рынка капитала, основанный на реальных ценах акций открытых предприятий, сложившихся на фондовом рынке. Метод используется для оценки неконтрольного пакета акций.

2. Метод сделок – для сравнения берутся данные по продажам контрольных пакетов акций компаний либо о продажах предприятий целиком, например, при поглощениях или слияниях. Метод применяется при покупке контрольного пакета акций открытого предприятия, а также для оценки закрытых компаний, которые работают на том же сегменте рынка, что и открытые, и имеют аналогичные финансовые показатели. Включает анализ мультипликаторов.

3. Метод отраслевых коэффициентов, позволяющий рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики. Метод отраслевых коэффициентов использует известные соотношений между ценой и финансовыми параметрами, которые рассчитываются специальными аналитическими организациями.

а) Метод рынка капитала.

Метод рынка капитала основан на информации о цене единичную акцию акционерных обществ, аналогичных оцениваемому предприятию.

Этапы процесса оценки бизнеса методом рынка капитала:

- изучение рынка, поиск и отбор предприятий-аналогов, в отношении которых имеется информация о рыночных котировках их акций и об основных финансовых показателях деятельности;

- выбор перечня мультипликаторов стоимости и расчет их значений по всем компаниям-аналогам, расчет средних значений мультипликаторов;

- применение мультипликаторов к расчету вариантов стоимости оцениваемого предприятия;

- расчет величины стоимости оцениваемого предприятия;

- внесение поправки в стоимость оцениваемого предприятия на степень контроля.

б) Метод сделок.

Метод основан на сравнении данных о продаже контрольных пакетов акций компаний либо о продажах предприятий целиком, например, при сделках поглощения или слияния. Метод обычно применяется при покупке контрольного пакета акций открытого акционерного общества, а также для оценки закрытых компаний, которые работают на том же сегменте рынка, что и открытые, и имеют аналогичные финансовые показатели.

Типы исходной ценовой информации: цены продаж контрольных пакетов и предприятий целиком, информация о фактически уплаченных суммах при слияниях и поглощениях предприятий, аналогичных оцениваемому. Для уточнения получаемых результатов применяют соотношения, называемые оценочными мультипликаторами. Применение оценочных мультипликаторов базируется на предположении, что похожие предприятия имеют достаточно близкое соотношения между ценой продажи и важнейшими финансовыми показателями.

В оценке бизнеса обычно используют четыре группы мультипликаторов - соотношения:

- цена/прибыль или цена/денежный поток;
- цена/дивиденды;
- цена/выручка от реализации;
- цена/стоимость активов.

Итоговая цена предприятия может быть определена умножением финансового показателя на соответствующий мультипликатор. Желательно рассчитывать несколько вариантов стоимости, на основе которых выводится средняя величина стоимости оцениваемого предприятия.

### **Методические материалы по теме 2**

ФОС по дисциплине, материалы, размещенные в соответствующем разделе дисциплины в ЭИОС КГТУ.

*Ссылки на рекомендуемые источники по теме 2: [1, 4, 5-10].*

### **Тема 3. Методология управления на основе стоимости**

**Форма проведения занятия** – лекция.

**Вопросы для изучения:**

**Вопрос 1.** Управление на основе стоимости как специфический раздел стратегического и финансового менеджмента.

**Вопрос 2.** Исторические этапы формирования концепции стоимостного управления. Современные взгляды на методологические основы и принципы стоимостного управления бизнесом.

**Вопрос 3.** Процесс управления бизнесом на основе его стоимости. Детерминанты и драйверы (ключевые факторы) стоимости, методы их идентификации, оценки и использования для целей управления.

**Вопрос 4.** Система управления бизнесом на основе стоимости (организационные и мотивационные механизмы управления).

### Методические указания по изучению темы 3

**Вопрос 1.** Управление на основе стоимости как специфический раздел стратегического и финансового менеджмента.

В основу концепции управления стоимостью бизнеса положено понимание того факта, что для акционеров (владельцев) бизнеса центральным вопросом является рост их благосостояния, как результат бизнеса. При этом, рост благосостояние акционеров измеряется ни величиной активов, ни количеством сотрудников, ни оборотом компании, а стоимостью бизнеса, которым они владеют. Внедрение системы стоимостного управления достаточно продолжительный процесс, так некоторые специалисты оценивают его продолжительность в несколько лет.

Основные этапы внедрения системы управления стоимостью на предприятии включают следующие действия:

Этап 1-й	Этап 2-й	Этап 3-й	Этап 4-й	Этап 5-й
Определение точки отсчета - оценка рыночной стоимости бизнеса.	Составление схемы факторов стоимости компании.	Создание системы оценки оперативных и стратегических управленческих решений.	Анализ вклада подразделений в стоимость компании.	Подготовка отчета с позиции управления стоимостью.
	Внедрение системы оперативного контроля над стоимостью активов.			

Этап 1-й: определение точки отсчета.

Первым шагом на пути к созданию системы управления стоимостью компании является определение ее стоимости в качестве точки отсчета. Обычно берется ближайшая прошедшая отчетная дата и на эту дату определяется стоимость компании. Не исключено, что в последующем, в процессе разработки специфической оценочной модели для компании, в стоимость на исходную дату, могут быть внесены поправки и уточнения, однако, именно в сравнении с данной величиной стоимости будут определяться достижения компании.

Методы расчета «стартовой» стоимости предприятия принято делить на 3 группы (подхода): а) методы, базирующиеся на определении стоимости

отдельных активов, которыми владеет оцениваемое предприятие (имущественный подход); б) методы, основанные на анализе конъюнктуры фондового рынка и сделок, совершенных с акциями или долями уставного капитала предприятий, аналогичных оцениваемому (рыночный подход); в) методы, основанные на анализе доходов оцениваемого предприятия (доходный подход). Методы различных групп позволяют рассматривать стоимость предприятия под различными углами зрения.

Имущественный подход позволяет найти ответ на вопрос о стоимости создания предприятия, аналогичного оцениваемому. Рыночный подход позволяет определить цену, которую инвесторы в сложившихся экономических условиях готовы заплатить нынешним акционерам за оцениваемое предприятие. Результат, получаемый методами доходного подхода, отражает величину денежных средств, которую предприятие способно заработать для своих владельцев в будущем.

Сопоставление результатов, полученных в ходе применения методов различных групп, имеет существенно большую информативность для менеджмента предприятия, нежели результаты, полученные одним методом. Например, если стоимость, полученная в рамках имущественного подхода, больше стоимости, определенной доходным подходом, то акционерам выгоднее распродажа активов предприятия, нежели продолжение его функционирования. В этих условиях нужны мероприятия, позволяющие повысить доходы. Если акции предприятия котируются на бирже, и капитализация компании (произведение биржевой цены акции на количество акций) меньше стоимости, рассчитанной доходным подходом, то, вполне возможно, что менеджмент не уделяет достаточного внимания работе на фондовом рынке, а компания становится привлекательным объектом для поглощения.

Этап 2-й: определение основных факторов стоимости.

На стоимость компании оказывают воздействие различные факторы (факторы стоимости), в частности, маркетинговая политика компании, состояние производственных мощностей, уровень конкуренции в отрасли,

надежность поставщиков, нормативные акты издаваемые государством, общеэкономическая ситуация в стране и т.п. Факторы стоимости можно разделить на две условные группы: внешние факторы (факторы, неподвластные менеджменту компании, что, однако, не означает невозможность предвидения тех или иных событий и принятия мер по минимизации их негативных последствий) и внутренние (факторы, связанные с действиями менеджмента, спецификой самого предприятия).

Важно выстроить систему факторов, воздействуя на которые можно добиваться постепенного роста стоимости. Система представляет совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее подразделений и отделов, детализированных для каждого уровня управления, в результате чего высшее звено руководство получает контроль над финансовыми показателями, в то время как низшие звенья менеджмента отвечают за количественные и качественные результаты работы.

Не менее важной задачей является внедрение системы оперативного контроля над стоимостью активов, составляющих имущественный комплекс предприятия. В рамках концепции управления стоимостью, имущественный комплекс понимается в широкой трактовке – он включает как материальные, так и нематериальные активы. Еще в процессе определения «стартовой» стоимости компании проводится стоимостной анализ основных элементов имущественного комплекса. При этом, выявляются те активы, которые не отражены бухгалтерском балансе, но имеют существенную стоимость (например, товарный знак компании). Могут возникать и другие ситуации, когда отраженные в балансе активы в действительности уже обесценились. Цель этапа состоит в выявлении тех групп активов, стоимость которых, во-первых, имеет ключевое значение для компании, во-вторых, имеет значительный потенциал роста, в-третьих, достигла своего пика и теперь их выгоднее продать, чем обладать ими.

Разнесение объектов по вышеупомянутым группам упрощает работу и позволяет не заниматься анализом объектов, не имеющих критической

важности для предприятия. При этом часть объектов должна в дальнейшем находиться под регулярным наблюдением сотрудников компании, в отношении других может быть начата предпродажная подготовка.

Для осуществления контроля над активами требуется владение определенной информацией, например, данными о текущей и прогнозной рыночной цене актива, его рентабельности, различные технико-технологические сведения. Обладая подобной информацией, можно эффективно управлять имущественным комплексом предприятия. Например, покупать или продавать активы, в случае прогнозируемого негативного изменения их цены или недостаточной их отдачи. Необходимо, чтобы соответствующие работники предприятия контролировали работу активов, отслеживали нынешнюю и прогнозировали их будущую стоимость. Особенно это касается предприятий имеющих большой запас готовой продукции и товарно-материальных запасов, которые требуют постоянный контроль над рыночной конъюнктурой.

Другим важным элементом концепции является подготовка персонала компании к внедрению системы управления стоимостью. Внедрение концепции управления стоимостью в сложившуюся систему управления организацией невозможно без адекватно подготовленных кадров, способных как самостоятельно выполнять расчеты, так и доводить оперативную информацию до соответствующих отделов. Сначала определяется круг ключевых сотрудников, которые и будут на местах внедрять основы обновленной системы управления. В качестве опорных сотрудников, как правило, выступают работники финансовой службы, руководители подразделений и отделов, сотрудники служб, отвечающих за состояние имущественного комплекса. Ключевые сотрудники, в первую очередь, изучают суть концепции управления стоимостью, а также основные подходы к определению стоимости предприятия, в объеме достаточном для самостоятельного выполнения расчетов в рамках системы оценки воздействия управленческих решений на стоимость компании в целом. В дальнейшем, совместно с вышеупомянутыми



сотрудниками осуществляется подробный разбор факторов стоимости предприятия, что позволяет с определенной степенью уверенности предполагать способность, в дальнейшем не только довести факторы стоимости до остальных сотрудников подразделения, но эффективно управлять ими, а также выделять новые, возникающие по мере развития компании.

Эффективность подготовки сотрудников во многом зависит от позиции руководства компании к нововведению. Если сотрудник осознает, что руководство компании поддерживает и поощряет новую концепцию, это зачастую является мощным стимулом к восприятию дополнительных знаний.

Этап 3-й: создание системы оценки оперативных и стратегических управленческих решений.

Ориентация менеджмента на создание стоимости подразумевает наличие инструмента, позволяющего определять характер и степень воздействия того или иного решения на благосостояние акционеров. Подобным инструментом должно владеть не только высшее звено руководства, но и младшие менеджеры, поскольку большинство оперативных вопросов решается руководителями отделов самостоятельно. Система оценки оперативных управленческих решений не подразумевает, что низшее звено управления, принимая решения, будет производить сложные и трудоемкие вычисления, позволяющие определить, как изменится стоимость компании. Менеджеры должны лишь понимать направление изменения (рост или снижение) стоимости, к которому приведут их действия. Для этого система оценки должна базироваться на факторах стоимости, соответствующих определенному уровню управления. Схема факторов стоимости, система оценки управленческих решений и порядок вознаграждения труда способствуют повышению инициативности сотрудников, поскольку четко определяют поставленные перед ними цели и дают уверенность в адекватной оценке труда.

Этап 4-й: анализ вклада подразделений в стоимость компании.

Многие предприятия занимаются производством и реализацией более чем одного вида товаров и услуг. В целях повышения управляемости, а также

адекватной оценки вклада тех или иных товарных групп в стоимость компании отдельные производства рассматриваются как условно самостоятельные бизнес-единицы. Процесс деления предприятия на бизнес-единицы на основе логического принципа называется сегментацией. Существуют два подхода к сегментации: сегментация, основанная на характеристиках потребителя товаров и услуг (сегментация по типу потребителя), и разбиение на бизнес-единицы исходя из знаний, опыта и технологий, необходимых предприятию для производства той или иной продукции (сегментация по типу профессиональных навыков). В последующем для каждой бизнес-единицы определяются решающие факторы стоимости и анализируются результаты их хозяйственной деятельности.

Основная цель данного этапа - выявить бизнес-единицыЮ “создающие” и “разрушающие” стоимость. Если бизнес-единица разрушает стоимость компании, необходимо принять решение либо о разработке системы мероприятий, позволяющих сделать подразделение доходным, либо о продаже подразделения другой компании, либо о закрытии подразделения и распродаже активов. Но даже если подразделение обеспечивает для компании прирост стоимости, важно определить, насколько существенна эта стоимость и насколько серьезен потенциал ее дальнейшего прироста. Если бизнес-единица, обеспечивая прирост стоимости компании, не является основной (профильной), более того, в составе другого предприятия может обеспечивать существенно бóльшую стоимость, то она подлежит продаже.

На крупных предприятиях в качестве отдельной бизнес-единицы выделяется головной офис (центральный аппарат управления). Головной офис зачастую выступает в качестве “разрушителя” стоимости, поскольку на него относятся все издержки, связанные с централизованным обслуживанием подразделений (финансовая служба, юридическая служба и т. п.). Но следует понимать, что полезность головного офиса заключается в экономии, которую удается достичь предприятию за счет использования собственных специалистов, а не внешних консультантов. Суммарная стоимость бизнес-

единиц (включая, головной офис) образует стоимость компании в целом, поэтому управление стоимостью компании невозможно без эффективного контроля над стоимостью отдельных подразделений.

Этап 5-й: подготовка отчета с позиции управления стоимостью.

Информация о результатах деятельности предприятия, пропущенная сквозь призму концепции управления стоимостью, может через определенный промежуток времени предоставляться заинтересованным лицам, в частности, акционерам. Естественно, это должна быть не разовая акция, а постоянно проводимая работа по увеличению информационной прозрачности предприятия. Такие действия дают акционерам уверенность в том, что менеджеры от них ничего не скрывают, а также содействуют восприятию результатов действий в более понятной форме. Поэтому данная информация может включаться отдельным блоком в отчет для акционеров, например, в виде отдельной главы, а также быть постоянным спутником промежуточных докладов для владельцев компании. Таким образом, применение концепции управления стоимостью способно дать не только результаты, связанные с улучшением финансового состояния компании, но и одновременно увеличивает имидж компании в глазах как собственных акционеров, так и потенциальных инвесторов.

**Вопрос 2.** Исторические этапы формирования концепции стоимостного управления. Современные взгляды на методологические основы и принципы стоимостного управления бизнесом.

**Вопрос 3.** Процесс управления бизнесом на основе его стоимости. Детерминанты и драйверы (ключевые факторы) стоимости, методы их идентификации, оценки и использования для целей управления.

Одним из преимуществ концепции управления на основе стоимости является возможность выделения драйверов роста стоимости, что, в свою очередь, позволяет разработать систему управления бизнесом на разных уровнях управления.

Драйвером стоимости может выступать любая переменная, которая влияет на рыночную стоимость предприятия.

Драйверы стоимости нельзя рассматривать в отрыве друг от друга. При формировании стратегии, которая подразумевает моделирование и прогнозирование финансово-хозяйственной деятельности компании, необходимо анализировать различные сценарии развития событий. Изменение сценарных условий помогает количественно оценить влияние изменения тех или иных драйверов на стоимость компании, что позволяет менеджерам увидеть взаимосвязь стратегии и стоимости. Драйверы стоимости и сценарии придают управлению стоимостью реалистичность, поскольку непосредственно связывают действия менеджеров и управленческие решения с их последствиями для стоимости компании. Все вместе эти элементы составляют стоимостное мышление, без которого невозможно подлинное управление стоимостью.

Один из основоположников стоимостного управления Т. Коупленд выделяет несколько правил, которые необходимо соблюдать при определении факторов (драйверов) стоимости:

1. Факторы стоимости должны быть непосредственно связаны с созданием стоимости для акционеров и транслироваться на все уровни компании (все звенья организационной структуры). Данный принцип, прежде всего, означает единство целей всех подразделений и действий всех работников компании, как руководителей, так и рядовых сотрудников.

2. Факторы стоимости должны быть выражены не только в финансовой, но и в операционной форме. Выявление нефинансовых факторов стоимости помогает понять, чем обусловлены текущие результаты бизнеса и каковы они будут в будущем. Это могут быть такие факторы, как доля на рынке, расширение/сокращение активов, инновации, социальные аспекты бизнеса.

3. Факторы стоимости должны отражать не только текущее состояние, но и долгосрочные перспективы бизнеса.

Очевидно, что каждая компания имеет свой уникальный набор факторов стоимости. Их состав зависит от внешних и внутренних условий, например, специфики деятельности компании, этапа ее жизненного цикла, особенностей управления, рыночной ситуации и пр.

Чтобы драйверы стоимости создавали новую стоимость, их нужно связать с основными финансовыми показателями компании. Определять такие драйверы лучше всего поэтапно.

На первом этапе необходимо задать параметры бизнес-модели компании по основным направлениям: пользователи модели; отношения с клиентами и партнерами; модель доходов и расходов; модель создания стоимости.

На втором – определить драйверы стоимости и показатели для их изменения: вывести из параметров бизнес-модели с учетом отраслевых факторов конкретные переменные (драйверы) на каждом уровне (компания и ее подразделения); определить ключевые показатели для измерения отдельных переменных стоимости; установить логические связи между показателями драйверов стоимости и финансовыми результатами.

На третьем этапе из различных драйверов нужно выбрать те, которые в большей мере влияют на результаты компании. С этой целью проводится анализ и оценка их воздействия на стоимость двумя способами в зависимости от имеющихся данных: статистический анализ силы влияния драйверов стоимости на финансовые показатели с помощью регрессионной техники; экспертная оценка силы влияния драйверов на основе интервьюирования менеджеров, специалистов.

На четвертом этапе определяются драйверы стоимости для оперативного управления. Для этого более детально оцениваются выбранные на третьем этапе самые важные драйверы стоимости. Кроме того, определяются значимые для управления нефинансовые показатели для всей компании или отдельных подразделений. Затем драйверы и показатели их измерения интегрируют в отчет для топ-менеджеров и собственников компании.

**Вопрос 4.** Система управления бизнесом на основе стоимости (организационные и мотивационные механизмы управления).

Цель максимизации стоимости сама по себе ничего не говорит о том, в каком направлении должен развиваться бизнес и какова должна быть его стратегия. Она не дает ответа на вопрос, где искать и как использовать источники роста стоимости компании. Но цель максимизации стоимости задает единую шкалу для измерения успеха фирмы. Она объединяет перспективное стратегическое планирование, операционную и финансовую деятельность.

Стоимость (ее прирост) – это экономический критерий, отражающий интегральный эффект принимаемых решений на все важнейшие параметры, по которым оценивается деятельность предприятия (доля рынка и прочность конкурентной позиции, доходы, инвестиционные потребности, операционная эффективность, налоговое бремя и, в конечном итоге, прибыль или потоки денежных средств и уровень риска), позволяющий ранжировать варианты в ситуации множественного выбора. Наличие такого критерия обеспечивает согласованность, направленность (в конечном итоге – сбалансированность и эффективность) усилий на всех уровнях управления.

Следует помнить, что показатель стоимости сам по себе не является ключевым звеном системы управления бизнесом. Центральная идея перехода к управлению по стоимости – это сдвиг в сознании людей, когда отношение менеджера к своим обязанностям в значительной степени приобретает черты отношения предпринимателя к своему делу. В основе перестройки мировоззрения лежит прямая зависимость вознаграждения (в любой форме, будь то участие в собственности, дополнительный бонус, продвижение по службе, публичное признание заслуг) от результатов, от персонального вклада в рост стоимости компании.

Максимизация стоимости – это не разовая задача, а непрерывный и возобновляющийся цикл стратегических и оперативных решений. Звено, замыкающее цикл создания стоимости – это система взаимосвязанных

показателей и нормативов, по которым оценивается успешность достижения поставленных целей и определяется доля каждого в общем успехе компании.

Без функционирующей многоуровневой системы мотивации управление по стоимости превращается в периодическую процедуру оценки стоимости бизнеса, в узкую задачу департамента финансов и высших руководителей компании. Чтобы система мотивации функционировала действительно эффективно, она должна быть прозрачной. Каждый линейный менеджер должен понимать, как показатель, по которому измеряется его отдача, влияет на обобщенный показатель деятельности подразделения или компании в целом, и соотносить с перспективами роста своего личного благосостояния.

Для того, чтобы двигаться по пути создания стоимости, нет необходимости знать, где находится точка максимума и какова точная траектория движения в эту точку. Что действительно важно, так это присутствие "стоимостного мышления" внутри организации, когда сотрудники на всех уровнях иерархической структуры мотивированы к поиску возможностей создания стоимости и целеустремленному движению в выбранном направлении.

### **Методические материалы по теме 3**

ФОС по дисциплине, материалы, размещенные в соответствующем разделе дисциплины в ЭИОС КГТУ.

*Ссылки на рекомендуемые источники по теме 3: [1, 2, 3, 4].*

### **Тема 4. Методы и модели управления на основе стоимости**

**Форма проведения занятия** – лекция.

**Вопросы для изучения:**

**Вопрос 1.** Понятие моделирования стоимости бизнеса. Сравнительный анализ основных специализированных моделей управления на основе стоимости: типология моделей.

**Вопрос 2.** Основные модели (метрики) стоимости – экономической добавленной стоимости (EVA), общей акционерной рентабельности (TSR), рыночной добавленной стоимости (MVA), остаточной прибыли (RI),

добавленной акционерной стоимости (SVA), денежной добавленной стоимости (CVA) и другие модели.

#### Методические указания по изучению темы 4

**Вопрос 1.** Понятие моделирования стоимости бизнеса. Сравнительный анализ основных специализированных моделей управления на основе стоимости: типология моделей.

Имеется большое количество метрик, использующих стоимость в качестве главного критерия эффективности бизнеса. Укрупненно все эти метрики можно разделить на:

- основывающиеся на информации, которую непосредственно можно получить на фондовом рынке;
- оценивающие стоимость компаний косвенно.

В таблице приведены сильные и слабые стороны основных метрик стоимости.

#### Сильные и слабые стороны основных метрик стоимости

CONCEPT	METRIC	STRENGTHS	WEAKNESSES
Метрики, основанные на денежных потоках	Shareholder Value Analysis	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Простота интерпретации</li> <li>– Соответствует оценке стоимости акций</li> <li>– Явное внимание к факторам стоимости</li> <li>– Факторы стоимости используются для сравнения с конкурентами</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Возможно злоупотребление целевыми установками</li> <li>– Отсутствуют данные о движении денежных средств</li> <li>– Сомнительность полученной величины стоимости</li> </ul>
	Cash Flow Return on Investment	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Возможность корректировки на инфляцию и бухгалтерских показателей</li> <li>– Детальный расчет ставки дисконтирования (стоимости капитала)</li> <li>– Возможность задания периода для расчета стоимости</li> <li>– Учет системных эффектов, приводящий к более высокой точности</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Высокая сложность</li> <li>– Может привести к неоптимальному инвестиционному решению (бизнес с рентабельностью ниже CFROI будет отклонен)</li> <li>– Отсутствуют данные о движении денежных средств</li> <li>– В расчетах используются валовые денежные потоки, а не свободные денежные потоки</li> <li>– Ограниченная применимость для начинающегося бизнеса</li> </ul>
	Cash Value Added (Ottonson & Weissenrieder)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Простота интерпретации</li> <li>– Учитывает различие между стратегическими и нестратегическими инвестициями</li> <li>– Ориентир на драйверы стоимости</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Отсутствуют данные о движении денежных средств</li> <li>– Сомнительность полученной величины стоимости</li> </ul>



	Cash Value Added (BCG)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Абсолютный показатель, основанный на принципах расчета CFROI</li> <li>– Построен на основе факторов стоимости и ключевых показателях эффективности</li> <li>– Применим для внутреннего и внешнего бенчмаркинга в целях стимулирования персонала</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Высокая сложность, учитывая, что основывается на CFROI</li> <li>– Отсутствуют данные о движении денежных средств</li> </ul>
Метрики, основанные на бухгалтерской отчетности	Residual Income	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Простота интерпретации</li> <li>– Использует легко доступные данные</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Использование бухгалтерских данных с их неэффективностью и недостатками</li> <li>– Сомнительность полученной величины стоимости</li> </ul>
	Economic Value Added	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Простота интерпретации, основанная на остаточном доходе</li> <li>– Использует легко доступные данные</li> <li>– Искажения в бухгалтерских показателях корректируются в соответствии с концепцией экономической прибыли</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Корректировки носят субъективный характер и трудоемки</li> <li>– Сомнительность полученной величины стоимости</li> <li>– Из-за изменения балансовой стоимости инвестиций может приводить к неверным инвестиционным решениям</li> </ul>
	Economic Profit	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Простота интерпретации</li> <li>– Использует доступные данные</li> <li>– Используется ограниченное число стандартизированных корректировок</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Балансовая стоимость может быть искажена использованием данных бухгалтерского учета</li> <li>– Сомнительность полученной величины стоимости</li> </ul>
	Cash Value Added	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Простота интерпретации</li> <li>– Легко доступные данные</li> <li>– Основывается на денежных потоках</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Склонность к оценке эффективности деятельности, а не использования свободных денежных потоков</li> <li>– Сомнительность полученной величины стоимости</li> </ul>

Источник: Claes P. (2008). Value-based Management Control Systems: An Analysis of Design and Use.

**Вопрос 2.** Основные модели (метрики) стоимости – экономической добавленной стоимости.

а) Показатели (метрики) стоимости компаний, базирующиеся на данных фондового рынка

1) Совокупный доход акционеров (Total shareholder return)

Один из распространенных способов измерения стоимости котируемой компании – показатель совокупного дохода акционеров (TSR), рассчитываемый как рост цены акций плюс дивиденды.

$$TSR = \frac{(P_{t+1} - P_t) + D_{t+1}}{P_t}$$

где P – цена акции, D – выплаченные дивиденды.

TSR представляет собой изменение стоимости капитала компании за год, плюс выплаченные дивиденды, выраженные как процент от начальной

стоимости. Цена акций компании может рассматриваться как наиболее явная оценка ее ожидаемой эффективности (Rappaport, 1987). Инвесторы, действующие на рынках капитала, ориентируются на общую норму доходности акций, которая в дополнение к потоку дивидендов от акций также включает рост их рыночной стоимости.

Показатель TSR также интерпретируется как норма прибыли акционера или как общая прибыль бизнеса. Последняя трактовка используется компанией Boston Consulting Group. Несмотря на то, что TSR является прямой мерой дохода акционера (Morrin and Jarell, 2001) и отражает будущую стоимость и ожидаемый риск (Rappaport, 1986), показатель имеет несколько недостатков. Во-первых, поскольку TSR может быть рассчитан только для компаний, котирующихся на фондовой бирже, его нельзя использовать для расчета дохода акционеров на уровне отдельных бизнес-единиц или для некотируемых компаний. Во-вторых, некоторые авторы утверждают, что TSR не является эффективным индикатором для оценки работы менеджеров, поскольку его величина обусловлена многими факторами, не зависящими от качества управления фирмой. (Bannister and Jusuthasan, 1997; Bacidore et al., 1997).

## 2) Рыночная добавленная стоимость (Market value added)

Разница между рыночной оценкой компании на рынке акций и суммой скорректированной балансовой стоимости долга и капитала, инвестированного в компанию, называется добавленной рыночной стоимостью (MVA).

$$MVA = \text{Рыночная стоимость} - \text{Инвестированный капитал.}$$

Считается, что добавленная рыночная стоимость уникальна по своей способности оценивать создание акционерной стоимости, поскольку она непосредственно отражает оценку рынком того, насколько эффективно менеджеры фирмы использовали имеющиеся в их распоряжении ресурсы, а также то, насколько эффективно руководство позиционирует компанию в долгосрочной перспективе (Ehrbar, 1998). Кроме того, MVA позволяет избегать субъективных проблем, связанных с прогнозированием будущих потоков денежных средств и выбором ставки дисконтирования. Этот показатель, в

основном формируемый фондовым рынком, рассматривается в качестве альтернативы чистой приведенной стоимости компании (Hillman and Keim, 2001). Тем не менее, прогнозирующая способность MVA как эффективного инструмента инвестиционного анализа остается недоказанной, поскольку результаты эмпирических исследований не дают однозначного ответа (Yook and McCabe, 2001).

#### б) Показатели (метрики) косвенной оценки

В том случае, когда нет однозначных данных фондового рынка, оценить создаваемую стоимость можно на основе информации, имеющейся внутри компании. Основой для расчетов стоимости является финансовая отчетность, что обуславливает сильную зависимость результата от ее качества. Недостатки измерений, основанных на учетных данных, многочисленны – например, они не позволяют учитывать риски, не включают требования к инвестициям, не учитывают дивидендную политику, игнорируют временную стоимость денег (Rapraort, 1986). Чтобы преодолеть эти недостатки, вносятся корректировки в исходные данные или в сам показатель, чтобы более точно отражать добавленную стоимость.

Многие авторы (Bromwich and Walker, 1998; Dechow et al., 1999; O'Hanlon and Peasnell, 2001) утверждают, что в качестве основы для расчета показателей добавленной стоимости бизнеса следует использовать остаточный доход. Остаточный доход (RI) определяется как бухгалтерский доход, остающийся в распоряжении акционеров на конец анализируемого периода, за вычетом бухгалтерской балансовой стоимости средств акционеров на конец предыдущего периода, умноженной на стоимость капитала. Базовой является предпосылка, что фирма должна зарабатывать на инвестированном в нее капитале, чем этот капитал стоит. Это дает четкое представление о том, получила ли фирма достаточно прибыли, чтобы удовлетворить как кредиторов, так и акционеров.

Помимо показателей, основанных на остаточном доходе, которые оценивают сгенерированную акционерную стоимость *ex post* для одного

периода, можно также измерить стоимость компании путем дисконтирования будущих денежных потоков или свободных денежных потоков, основанных на прогнозах для многопериодного горизонта планирования.

Эти два взгляда на то, что является основой создаваемой стоимости – остаточный доход или денежные потоки – позволят разделить все модели косвенных расчетов на единичные и многопериодные.

#### 1) Однопериодные модели

##### 1.1) Экономическая добавленная стоимость (Economic value added)

Экономическая добавленная стоимость (EVA) – самый простой показатель, основывающийся на остаточном доходе. Он также считается самым известным из показателей акционерной стоимости. Согласно различным оценкам, около половины компаний используют EVA в качестве экономической меры прибыли (Haspeslagh et al., 2001).

$$EVA = NOPAT - (Kc * Capital)$$

или

$$EVA = (r - Kc) * Capital,$$

где: NOPAT = Доход, доступный для использования обыкновенным акционерам + Увеличение эквивалентов собственного капитала + Процентные расходы после уплаты налогов + Привилегированные дивиденды + Доля миноритарных акционеров; Capital = Обыкновенные акции + Эквиваленты собственного капитала + Долг + Привилегированные акции + Доля меньшинства; Kc = Доходообразующие текущие обязательства + Чистые постоянные активы; r = ставка на капитал.

EVA и другие производные от него показатели пытаются улучшить традиционные показатели бухгалтерского учета эффективности путем измерения экономической прибыли предприятия. Экономическая добавленная стоимость определяется как чистая операционная прибыль после уплаты налогов (NOPAT) за вычетом стоимости капитала компании (включая стоимость как капитала, так и долга). NOPAT равняется сумме дохода, доступного для обыкновенных акций, плюс увеличение эквивалентов капитала

плюс процентные расходы после уплаты налогов плюс привилегированные дивиденды плюс резервы по процентам меньшинства. Эквиваленты капитала в целом превращают стандартный учет в то, что Стюарт называет «экономической балансовой стоимостью» (Stewart, 1999). Они устраняют искажения в бухгалтерском учете, переводя учет по методу начисления в учет денежных средств.

Если выделить в составе NOPAT скорректированную балансовую стоимость капитала, то можно отказаться от формулы остаточного дохода и рассчитать EVA как разницу между нормой доходности капитала и стоимостью капитала, умноженную на экономическую балансовую стоимость капитала, задействованного в бизнесе.

Показатель EVA может использоваться не только в однопериодных, но и во многопериодных метриках. В том случае, когда EVA прогнозируется и дисконтируется до текущей стоимости, он трансформируется в рыночную стоимость. Вычитая из нее инвестированный капитал, можно получить расчетный аналог показателя MVA. Эта связь между MVA и EVA является теоретической основой системы управления, предложенной Стюартом. В соответствии с теорией остаточного дохода успех бизнеса определяется с точки зрения приведенной стоимости будущих EVA. Утверждение Стюарта о том, что это единственный показатель эффективности, который напрямую связан с внутренней рыночной стоимостью любой компании, также справедливо, если сравнивать его с другими метриками, основанными на остаточном доходе (например, экономическая прибыль, добавленная стоимость для акционеров).

Специалисты отмечают многочисленные преимущества EVA. Поскольку этот показатель измеряет стоимость, созданную за один период, он позволяет ежегодно сравнивать фактически полученную и прогнозируемую (планируемую) стоимости. Показатель EVA гораздо больше соответствует экономической прибыли, чем бухгалтерская прибыль, и поэтому хорошо согласуется с интересами акционеров. EVA также может использоваться в качестве инструмента управления бизнесом, предоставляя в распоряжение

менеджеров удобные рычаги для обеспечения роста благосостояния акционеров как основной цели бизнеса.

Хотя некоторые исследования показывают, что EVA достаточно хорошо коррелирует с показателями цены акций (O'Byrne, 1996; Lehn and Makhija, 1996; Bacidore et al., 1997), есть данные, указывающие на то, что EVA не доминирует в доходах, получаемых от операций на фондовом рынке, и связь между EVA и доходностью акций является, по меньшей мере, неоднозначной (Dodd and Chen, 1996; Biddle et al., 1997; Günther et al., 1999). Более того, EVA, измеренный за один период, не решает проблему более длительного промежутка времени, в течение которого стоимость бизнеса должна быть максимизирована (Grant, 1998). Этот показатель также не позволяет решать проблемы краткосрочного характера внутри периода измерения. Кроме того, практическое применение EVA требует внесения многих корректировок, требующих высокой квалификации, и связано с большими затратами из-за повышенных требований к аудиту.

Эти недостатки наряду с высокой популярностью показателя EVA обуславливают многочисленные попытки его модернизации. Например, в связи с тем, что EVA является денежной мерой, Стюарт предлагает стандартизировать метрику на уровне бизнес-единиц, чтобы отразить общий уровень используемого капитала (Stewart, 1999; Morrin and Jarell, 2001). Также для придания показателю EVA характера инструмента стратегического планирования некоторые авторы предлагают использовать при его расчете общую рыночную стоимость активов фирмы вместо скорректированной балансовой стоимости (Bacidore et al., 1997).

1.2) Подход, основанный на распределении акционерного капитала (Equity spread approach)

Подход, основанный на распределении капитала (ESA), представляет собой ориентированную в будущее модель учета. Он сравнивает рентабельность собственного капитала (RoE) со стоимостью собственного капитала ( $k_E$ ) – расчет разницы указывает, была ли создана или уничтожена

акционерная стоимость. Подход, основанный на распределении акционерного капитала, основан на модели Гордона, которая представляет собой соотношение между рыночной и балансовой стоимостью на эффективных рынках капитала при условии неограниченного постоянного роста ( $g$ ) и двух других зависимых переменных –  $RoE$  и  $k_E$ . Рыночная балансовая стоимость рассчитывается путем деления разницы между  $RoE$  и  $g$  и  $k_E$  и  $g$ , при условии, что  $g$  меньше, чем  $k_E$ :

$$\frac{M}{B} = \frac{RoE - g}{k_E - g}; k_E > g$$

Соотношение рыночной стоимости и балансовой стоимости широко применяется в финансовом менеджменте. Консалтинговые компании Marakon Associates и HOLT Value Associates применяют этот подход в своей практике управления на основе стоимости. Не рекомендуется использовать ESA для точной оценки стоимости компании. Это соотношение дает быструю, но грубую оценку. Оно служит выявлению ключевых взаимосвязей между распределением капитала, ростом и соотношением рыночной стоимости и балансовой стоимости. И, наконец, уравнение можно использовать для оценки стоимости компании (или ее бизнес-единицы) в конце периода планирования.

Существенная разница между метриками EVA и ESA состоит в том, что в подходе EVA экономическая добавленная стоимость оценивается посредством средневзвешенной стоимости капитала и, следовательно, с учетом как долга, так и капитала, тогда как ESA сфокусирован только на отдаче от стоимости капитала. Это требует особого внимания, поскольку предполагается, что стоимость долга после заимствования меньше стоимости капитала.

## 2) Многопериодные модели

2.1) Показатели нормы возврата денежных средств на инвестиции (Cash flow return on investment) и денежной добавленной стоимости (Cash Value Added)

Показатель нормы возврата денежных средств по инвестициям (CFROI) определяется как соотношение годового валового денежного потока и

инвестированного капитала. CFROI рассчитывается путем нахождения значения  $r$  в уравнении:

$$I = \sum_{n=1}^N \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{W_{N+1}}{(1+r)^{N+1}}$$

где  $W$  – ожидаемая остаточная стоимость неамортизируемых активов;  $I$  – валовые инвестиции в операционные активы;  $CF$  – валовый денежный поток.

Расчет CFROI требует четырех основных входных данных: срок службы активов, сумма общих активов (амортизируемых и неамортизируемых), периодические денежные потоки, ожидаемые в течение срока службы этих активов, стоимость неамортизируемых активов в конце периода их эксплуатации. CFROI рассчитывается путем нахождения такой величины процентной ставки, которая бы уравнивала валовые инвестиции с суммой дисконтированных денежных потоков и дисконтированной остаточной стоимости необесцениваемых активов.

Модель CFROI позволяет избежать использования бухгалтерского учета при оценке существующих активов фирмы. На основе упрощенной версии CFROI разработан специфический показатель остаточного дохода, который получил название “денежная добавленная стоимость” (CVA). CVA представляет собой разность между CFROI и реальной стоимостью капитала, умноженную на инвестиции в основной и в оборотный капитал. При таком подходе CFROI рассчитывается не как внутренняя норма доходности стандартизированного валового денежного потока, а как валовый денежный поток за вычетом экономического износа, деленного на валовые инвестиции. В связи с тем, что инвесторы часто используют аналогичные подходы, CVA рассматривается как один из инструментов как внутреннего, так и внешнего управления инвестициями. Имеются работы, доказывающие, что CVA дает лучшие результаты, чем DCF или EVA (Günther et al., 1999).



## 2.2) Акционерная добавленная стоимость (Shareholder value added)

Добавленная стоимость для акционеров (SVA), предложенная Раппапортом (Rapaport, 1998), определяется как разница между приведенной стоимостью добавочного денежного потока до новых инвестиций и текущей стоимостью инвестиций в основной и оборотный капитал.

$$SVA = (\text{Present value of cash flow from operations during the forecast period} + \text{Residual value} + \text{Marketable securities}) - \text{Debt}.$$

(SVA = Приведенная стоимость денежных потоков от операционной деятельности в течение прогнозируемого периода + Остаточная стоимость).

Для большинства предприятий только небольшая часть стоимости может быть обоснованно отнесена к предполагаемому денежному потоку в течение ближайших нескольких лет. В силу того, что остаточная стоимость часто составляет самую большую часть стоимости фирмы, имеются два недостатка метода SVA. Во-первых, размер остаточной стоимости сильно зависит от допущений, сделанных для прогнозируемого периода. Во-вторых, не существует единой формулы для определения остаточной стоимости. Ее величина зависит от оценки конкурентной позиции бизнеса на конец прогнозного периода.

### **Методические материалы по теме 4**

ФОС по дисциплине, материалы, размещенные в соответствующем разделе дисциплины в ЭИОС КГТУ.

*Ссылки на рекомендуемые источники по теме 4: [1, 2, 3, 4, 11, 12].*

## **2 Методические указания для подготовки к практическим занятиям**

Целью проведения практических (семинарских) занятий является закрепление теоретических знаний, полученных на лекциях и самостоятельном изучении дисциплины "Управление стоимостью бизнеса", для выработки профессиональных умений и навыков, сформулированных в рабочей программе дисциплины.

Практическими (семинарскими) занятиями предусматривается сочетание индивидуальных и групповых форм работы, выполнение практических заданий с использованием ситуационных задач, анализа макроэкономических показателей и др.

### **Тема 1. Теоретические основы управления бизнесом на основе стоимости**

**Форма занятий** – практическое занятие.

**План занятия:**

1. Опрос по материалам лекций.
2. Работа с тестом.

Используя учебную и справочную литературу, конспект лекций, материалы, размещенные в соответствующем разделе ЭИОС КГТУ, рассмотрите и подготовьте краткие доклады (эссе, презентации) по следующим вопросам темы:

1. Понятие стоимости и ее базовые элементы.
2. Показатель стоимости в качестве цели развития бизнеса.
3. Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса.

### **Методические указания для подготовки к практическому занятию по теме 1**

Цель занятия – получить теоретические знания, позволяющие использовать стоимость в качестве инструмента управления бизнесом. В процессе изучения темы следует помнить о том, что стоимость предприятия

(бизнеса) является интегральным показателем, агрегирующим и наиболее полно отражающим все основные аспекты бизнеса.

### **Методические материалы к практическому занятию 1**

В процессе подготовки к занятию студенту следует придерживаться рекомендаций, изложенных в настоящем пособии, а также использовать рекомендуемую литературу.

*Ссылки на рекомендуемые источники к практическому занятию 1:* [1, 2, 3, 4].

### **Тема 2. Особенности стоимостной оценки для целей управления**

#### **План занятия:**

1. Опрос по материалам лекций.
2. Работа с тестом.

Используя учебную и справочную литературу, конспект лекций, материалы, размещенные в соответствующем разделе ЭИОС КГТУ, рассмотрите и подготовьте краткие доклады (эссе, презентации) по следующим вопросам темы:

1. Методология оценки стоимости.
2. Стандартные способы (подходы) оценки стоимости бизнеса и их основные методы.
3. Особенности применения стандартных методов оценки для целей управления: преимущества и недостатки.

#### **Методические указания для подготовки к практическому занятию по теме 2**

Цель занятия – получить и освоить базовые знания в области оценочной деятельности с учетом особенностей оценки конкретного предприятия (бизнеса). В процессе изучения темы следует изучить особенности применения трёх основных подходов к оценке стоимости бизнеса, понять их преимущества и недостатки с точки зрения возможности использования для целей управления, а также научиться применять методы оценки.

## **Методические материалы к практическому занятию 2**

В процессе подготовки к занятию студенту следует придерживаться рекомендаций, изложенных в настоящем пособии, а также использовать рекомендуемую литературу.

*Ссылки на рекомендуемые источники к практическому занятию 2: [1, 4, 5-10].*

## **Тема 3. Методология управления на основе стоимости**

### **План занятия:**

1. Опрос по материалам лекций.
2. Работа с тестом.

Используя учебную и справочную литературу, конспект лекций, материалы, размещенные в соответствующем разделе ЭИОС КГТУ, рассмотрите и подготовьте краткие доклады (эссе, презентации) по следующим вопросам темы:

1. Ключевые элементы современных концепций управления на основе стоимости: особенности, преимущества и недостатки.
2. Условия применения стоимостного подхода к управлению.
3. Факторы стоимости, способы их идентификации и использования для целей управления бизнесом.

### **Методические указания для подготовки к практическому занятию по теме 3**

Цель занятия – приобрести знания и практические навыки использования методологии управления на основе стоимости в качестве инструмента стратегического менеджмента. В процессе подготовки к занятию следует обратить внимание на способы интеграции стоимостного подхода в систему управления предприятием.

### **Методические материалы к практическому занятию 3**

В процессе подготовки к занятию студенту следует придерживаться рекомендаций, изложенных в настоящем пособии, а также использовать рекомендуемую литературу.

### **Ссылки на рекомендуемые источники к практическому занятию 3**

Для подготовки к практическому занятию по теме 3 студенту предлагается изучить следующую учебно-методическую литературу: [1, 2, 3, 4].

### **Тема 4. Методы и модели управления на основе стоимости**

#### **План занятия:**

1. Опрос по материалам лекций.
2. Работа с тестом.

Используя учебную и справочную литературу, конспект лекций, материалы, размещенные в соответствующем разделе ЭИОС КГТУ, рассмотрите и подготовьте краткие доклады (эссе, презентации) по следующим вопросам темы:

1. Модели, основанные на бухгалтерских (балансовых) оценках.
2. Модели, основанные на денежных потоках
3. Модели, основанные на рыночных оценках.
4. Модели, основанные на расширенной трактовке стоимости бизнеса.
5. Интегральные модели управления бизнесом.

### **Методические указания для подготовки к практическому занятию по теме 4**

Цель занятия – получить знания и практические навыки применения некоторых моделей стоимости и их имплементации в систему управления предприятием. В процессе подготовки к занятию следует уяснить специфику применения различных моделей стоимости, их возможности (преимущества и недостатки), а также научиться применять некоторые модели для решения учебных задач.

## Методические материалы к практическому занятию 4

В процессе подготовки к занятию студенту следует придерживаться рекомендаций, изложенных в настоящем пособии, а также использовать рекомендуемую литературу. Ниже приведен пример решения задачи с помощью метрики, основанной на бухгалтерских оценках

Дано: Основные финансовые показатели деятельности компании в отчетном периоде:

- прибыль до уплаты процентов и налогов 5450 тыс. у.е.;
- собственный капитал 18450 тыс. у.е. при стоимости 15,9 %;
- заемный капитал 7320 тыс. у.е. при до налоговой стоимости 11,75 %;
- ставка налога на прибыль 20 % (0,2).

Рассчитать величину EVA за отчетный период.

Решение:

Величина чистой операционной прибыли после налогообложения в отчетном периоде составила:  $NOPAT = EBIT \cdot (1 - T) = 5450 \cdot (1 - 0,2) = 4360$  тыс. у.е.

Величина операционного капитала, используемого компанией в отчетном периоде, составила 25770 тыс. у.е. (18450+7320).

Чтобы рассчитать средневзвешенную стоимость капитала, необходимо определить удельный вес (долю) каждого из его источников и воспользоваться следующей формулой:  $WACC = k_e \cdot y_e + k_d \cdot (1 - T) \cdot y_d$

где  $k_e$  – стоимость собственного капитала;  $y_e$  – доля собственного капитала;  $k_d$  – доналоговая стоимость заемного капитала;  $y_d$  – доля заемного капитала.

Доля собственного капитала составляет 0,72 (18450 / 25770), заемного – 0,28 (7320 / 25770).

Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала компании составляет:  $WACC = 15,9 \cdot 0,72 + 11,75 \cdot (1 - 0,2) \cdot 0,28 = 14,08\%$

На основании этих данных можно рассчитать экономическую добавленную стоимость в отчетном периоде:  $EVA = 4360 - 25770 \cdot 0,1408 = 731,6$  тыс. у.е.

*Ссылки на рекомендуемые источники к практическому занятию 4: [1, 2, 3, 4, 11, 12].*

### **3 Задания и методические указания по выполнению контрольной работы**

#### **3.1 Общие сведения, выбор варианта**

В соответствии с рабочей программой дисциплины "Управление стоимостью бизнеса" студенты заочной формы обучения выполняют контрольную работу. Контрольная работа является одним из способов оценки результатов освоения дисциплины и направлена на самостоятельное решение конкретной задачи, сформулированной в задании на её выполнении.

Задание по контрольной работе, выполняемой студентами заочной формы обучения, предусматривает решение задач, исходные данные для которых приведены в Приложении А.

Номер варианта контрольной работы определяется по последней цифре шифра зачётной книжки студента:

для цифр шифра 0, 1, 2 и 3 выбирается вариант № 1,

для цифр шифра 4, 5 и 6 выбирается вариант № 2,

для цифр шифра 7, 8 и 9 выбирается вариант № 3.

В вариант № 1 входят задачи №№ 1, 3, 6, 8, 12.

В вариант № 2 входят задачи №№ 2, 5, 7, 9, 12.

В вариант № 3 входят задачи №№ 4, 7, 10, 11, 12.

Оформление контрольной работы производится в соответствии с требованиями, принятыми в ИНОТЭКУ КГТУ.

Контрольная работа сдается путем прикрепления в ЭИОС ИНОТЭКУ КГТУ в соответствующую рубрику, созданную преподавателем по данной дисциплине. Срок сдачи: не позднее начала зачетно-экзаменационной сессии, установленной графиком учебного процесса.

Выполненная контрольная работа подлежит защите, по результатам которой выставляется оценка («зачтено» / «не зачтено»). Оценка «зачтено» ставится в случае правильного решения не менее чем 50 % задач.

### 3.2 Методические указания по выполнению контрольной работы

Ниже приведены методические указания и некоторые советы по решению задач контрольной работы.

Для решения задач, предполагающих расчет однопериодных показателей стоимости, базирующихся на данных бухгалтерского учета (задачи 1, 2, 3), рекомендуется использовать следующие основные формулы:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC$$

или:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC,$$

где NOPAT – посленалоговая чистая операционная прибыль,  $NOPAT = EBIT \times (1 - T)$ ; EBIT – доналоговая операционная прибыль; T – ставка налога на прибыль; ROIC – доходность инвестированного капитала,  $ROIC = NOPAT / IC$ ; IC – инвестированный капитал; WACC – средневзвешенная стоимость капитала,  $WACC = k_e \times y_e + k_d \times (1 - T) \times y_d$ ;  $k_e$  – стоимость собственного капитала,  $y_e$  – доля собственного капитала,  $k_d$  – доналоговая стоимость заемного капитала,  $y_d$  – доля заемного капитала.

Решение задачи 4 (оценка стоимости компании с помощью показателя SVA) возможно двумя способами.

Способ 1:  $SVA =$  Изменение стоимости инвестированного капитала,

где: Стоимость инвестированного капитала = Накопленная текущая стоимость денежного потока + Текущая стоимость остаточной стоимости; где: Остаточная стоимость = Капитализированная NOPAT.

Способ 2:  $SVA =$  Текущая стоимость остаточной стоимости – Текущая стоимость стратегических инвестиций, где: Остаточная стоимость =



Капитализированное изменение NOPAT; Текущая стоимость стратегических инвестиций = Текущей стоимости изменения инвестированного капитала.

При любом способе расчета его удобно реализовать в табличной форме. Рекомендуются следующие алгоритмы расчетов.

Способ 1 – последовательно по годам рассчитываются:

- NOPAT (операционная прибыль минус налог на прибыль).
- Стратегические инвестиции (величина инвестированного капитала в предыдущем году минус величина инвестированного капитала в текущем году).
- Денежный поток (NOPAT минус стратегические инвестиции).
- Текущая стоимость денежного потока (элементы денежного потока, умноженные на соответствующие коэффициенты текущей стоимости).
- Накопленная текущая стоимость денежного потока (текущая стоимость денежного потока нарастающим итогом).
- Остаточная стоимость – капитализированная NOPAT (NOPAT деленная на WACC).
- Текущая стоимость остаточной стоимости (элементы капитализированной NOPAT, умноженные на соответствующие коэффициенты текущей стоимости).
- Стоимость инвестированного капитала (накопленная текущая стоимость денежного потока плюс текущая остаточная стоимость).
- Изменение стоимости инвестированного капитала = SVA (Остаточная стоимость минус стоимость инвестированного капитала).

Способ 2 – в таблице последовательно рассчитываются по годам:

- NOPAT (операционная прибыль минус налог на прибыль).
- Стратегические инвестиции (величина инвестированного капитала в предыдущем году минус величина инвестированного капитала в текущем году).
- Изменение NOPAT (NOPAT в текущем году минус NOPAT в предыдущем году).

– Текущая стоимость стратегических инвестиций (элементы потока стратегических инвестиций, умноженные на соответствующие коэффициенты текущей стоимости).

– Остаточная стоимость – капитализированное изменение NOPAT ( $\Delta \text{NOPAT}$  деленная на WACC).

– Текущая стоимость остаточной стоимости (элементы капитализированного изменения NOPAT, умноженные на соответствующие коэффициенты текущей стоимости).

– Стоимость инвестированного капитала (накопленная текущая стоимость денежного потока плюс текущая остаточная стоимость).

– SVA (текущая стоимость остаточной стоимости минус текущая стоимость стратегических инвестиций).

Для решения задачи 6 необходимо использовать метод дисконтированного денежного потока, правильно отразив при этом особенности учета в денежных потоках предприятия величины амортизационных отчислений, а также метрику EVA, преобразовав ее затем в многопериодную модель. Рекомендуется следующий алгоритм расчета многопериодной модели стоимости, использующей показатель EVA:

Расчет показателя EVA для каждого года выполняется по однопериодной модели:

– Полученный поток (ряд годовых величин) EVA дисконтируется. Ставка дисконтирования обычно принимается равной WACC.

– Стоимость фирмы (EV) = сумме дисконтированных годовых величин EVA.

– Приведение ценности разновременных величин EVA к единому моменту времени позволяет определить не добавленную, а полную стоимость фирмы.

В заключение необходимо сравнить величины стоимости, полученные разными методами и сделать вывод.

Для решения задач 7-12 следует руководствоваться рекомендациями, применяемыми для оценки различного типа активов (методами оценки рыночной и иной стоимости).

#### **4 Методические указания по подготовке к текущей и промежуточной аттестации**

Текущий контроль осуществляется в процессе изучения дисциплины и проводится в сроки, определенные календарным планом. Цель текущего контроля – проверить степень и качество усвоения изучаемого материала, определить необходимость введения изменений в содержание и методы обучения. В процессе текущего контроля оценивается самостоятельная работа студента над изучаемым материалом: полнота выполнения заданий, уровень усвоения учебных материалов по отдельным разделам дисциплины, работа с дополнительной литературой, умения и навыки индивидуальных и групповых презентаций, овладение практическими навыками аналитической, исследовательской работы, финансовых расчетов и др.

Форма текущего контроля – устная и письменная.

Виды текущего контроля:

- индивидуальный и групповой опрос;
- индивидуальная или групповая презентация (представление выполненного задания);
- тесты;
- решение задач;
- подготовка эссе или реферата;
- защита выполненных заданий и др.

Виды, количество самостоятельной работы, а также текущий ее контроль по каждой дисциплине определяет преподаватель.

Оценка самостоятельной работы осуществляется преподавателем самостоятельно в рамках рейтинговой системы по 100-балльной системе с

учетом рекомендованной весомости не менее 40% от общей итоговой оценки по дисциплине.

Промежуточная аттестация по дисциплине проводится в форме экзамена.

К экзамену допускаются студенты:

- получившие положительную оценку по результатам текущего контроля;
- получившие положительную оценку по контрольной работе (для студентов заочного обучения).

Экзаменационная оценка («отлично», «хорошо», «удовлетворительно» или «неудовлетворительно») является экспертной и зависит от уровня освоения бакалавром тем дисциплины.

Критерии оценивания экзамена по дисциплине основываются на универсальной системе оценивания результатов обучения, Предусмотрена следующая система оценок: 1) «отлично», «хорошо», «удовлетворительно», «неудовлетворительно»; 2) «зачтено», «не зачтено»; 3) 100-балльную (процентную) систему и правило перевода оценок в пятибалльную систему (таблица 2).

Таблица 2 – Система оценок и критерии выставления оценки на экзамене

Система оценок Критерий	2	3	4	5
	0-40 %	41-60 %	61-80 %	81-100 %
	«неудовлетворительно»	«удовлетворительно»	«хорошо»	«отлично»
1 Системность и полнота знаний в отношении изучаемых объектов	Обладает частичными и разрозненными знаниями, которые не может научно-корректно связывать между собой (только некоторые из которых может связывать между собой)	Обладает минимальным набором знаний, необходимым для системного взгляда на изучаемый объект	Обладает набором знаний, достаточным для системного взгляда на изучаемый объект	Обладает полнотой знаний и системным взглядом на изучаемый объект

1	2	3	4	5
2 Работа с информацией	Не в состоянии находить необходимую информацию, либо в состоянии находить отдельные фрагменты информации в рамках поставленной задачи	Может найти необходимую информацию в рамках поставленной задачи	Может найти, интерпретировать и систематизировать необходимую информацию в рамках поставленной задачи	Может найти, систематизировать необходимую информацию, а также выявить новые, дополнительные источники информации в рамках поставленной задачи
3. Научное осмысление изучаемого явления, процесса, объекта	Не может делать научно-корректных выводов из имеющихся у него сведений, в состоянии проанализировать только некоторые из имеющихся у него сведений	В состоянии осуществлять научно-корректный анализ предоставленной информации	В состоянии осуществлять систематический и научно-корректный анализ предоставленной информации, вовлекает в исследование новые релевантные задачи данные	В состоянии осуществлять систематический и научно-корректный анализ предоставленной информации, вовлекает в исследование новые релевантные поставленной задаче данные, предлагает новые ракурсы поставленной задачи
4. Освоение стандартных алгоритмов решения профессиональных задач	В состоянии решать только фрагменты поставленной задачи в соответствии с заданным алгоритмом, не освоил предложенный алгоритм, допускает ошибки	В состоянии решать поставленные задачи в соответствии с заданным алгоритмом	В состоянии решать поставленные задачи в соответствии с заданным алгоритмом, понимает основы предложенного алгоритма	Не только владеет алгоритмом и понимает его основы, но и предлагает новые решения в рамках поставленной задачи

К оценочным средствам для промежуточной аттестации по дисциплине, проводимой в форме экзамена, соответственно относятся вопросы для проведения экзамена.

## **Перечень контрольных вопросов:**

1. Понятия предприятие, бизнес, фирма. Их особенности и различия как объекта управления и оценки.
2. Основные принципы управления, основанного на стоимости.
3. Концепция управления, основанного на стоимости. Ее отличия от других концепций управления.
4. Факторы стоимости предприятия (бизнеса).
5. Интегральные показатели, применяемые для оценки эффективности управления компанией на основе ее стоимости: основные показатели, их области применения и способы расчета.
6. Основные элементы системы управления стоимостью компании.
7. Стоимостное мышление в бизнесе. Основные элементы стоимостного мышления.
8. Нормативно-правовое регулирование оценочной деятельности в Российской Федерации. Основные документы и их содержание.
9. Требования, предъявляемые законодательством об оценочной деятельности к профессионалам-оценщикам в России.
10. Федеральные стандарты оценочной деятельности в Российской Федерации, их краткая характеристика.
11. Основные этапы работ по оценке стоимости предприятия (бизнеса).
12. Состав информации, необходимой для оценки стоимости предприятия (бизнеса).
13. Назначение и содержание макроэкономического и отраслевого анализа при оценке стоимости предприятия.
14. Корректировка финансовой отчетности для целей оценки стоимости предприятия. Назначение и содержание работ.
15. Экономический и финансовый анализ предприятия при его оценке.
16. Подходы, используемые в оценочной деятельности. Характеристика, особенности и области применения подходов. Их основные методы.

17. Методология доходного подхода к оценке предприятия (бизнеса): преимущества и недостатки, области применения, методы.

18. Особенности финансового планирования в рамках доходного подхода к оценке предприятия (бизнеса).

19. Экономический смысл и методы выбора ставок капитализации и дисконтирования в доходном подходе к оценке стоимости предприятия (бизнеса).

20. Основные этапы метода дисконтированных денежных потоков, их содержание.

21. Способы определения стоимости бизнеса в постпрогнозный период (моделью Гордона).

22. Основные этапы метода капитализации и их содержание.

23. Рыночный (сравнительный) подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса): особенности, характеристика положительных и отрицательных сторон, области применения, основные методы.

24. Основные этапы применения метода отраслевых коэффициентов, их содержание.

25. Основные этапы оценки бизнеса методом компаний-аналогов, их содержание.

26. Понятие ценового мультипликатора в оценке стоимости предприятия (бизнеса), основные мультипликаторы и способы их расчета.

27. Необходимость внесения поправок при расчете стоимости методами рыночного (сравнительного) подхода, виды поправок.

28. Метода чистых активов в оценке стоимости предприятия (бизнеса): содержание и области применения.

29. Экономический смысл и способы расчета корректирующих коэффициентов в методе чистых активов.

30. Понятие ликвидационной стоимости предприятия (бизнеса). Назначение и области применения показателя ликвидационной стоимости.

31. Основные этапы оценки стоимости методом ликвидационной стоимости, их содержание.

32. Учет износа при оценке стоимости активов предприятия, виды износа и способы их оценки.

33. Факторы, учитываемые при выведении итоговой величины рыночной стоимости предприятия (бизнеса). Основные способы выведения итоговой величины рыночной стоимости предприятия (бизнеса).

34. Основные положения концептуальной модели управления стоимостью, разработанной А. Дамодараном.

35. Основные положения модели управления стоимостью «Пентагон».

36. Основные критерии сбалансированного роста бизнеса согласно концепции управления стоимостью К. Уолша.

37. Стратегия проведения IPO: издержки и риски компании.

38. Теории, объясняющие слияния и присоединения. Их основные положения, преимущества и недостатки.

39. Факторы, влияющие на стоимость компании в процессе слияния и поглощения. Их значимость и способы учета.

40. Основные этапы процесса создания стоимости компании при реструктуризации.

## **5 Методические указания по выполнению самостоятельной работы по дисциплине**

### **5.1 Общие положения**

Самостоятельная работа студентов в ходе семестра является важной составной частью учебного процесса и необходима для закрепления и углубления знаний, полученных в период сессии на лекциях, практических занятиях, а также для индивидуального изучения дисциплины в соответствии с программой и рекомендованной литературой. Самостоятельная работа выполняется в виде подготовки домашнего задания или сообщения по отдельным вопросам, реферативного обзора.



Контроль качества самостоятельной работы может осуществляться с помощью устного опроса на практических занятиях, проведения тестирования.

Устные формы контроля помогут оценить владение студентами жанрами научной речи (дискуссия, диспут, сообщение, доклад и др.), в которых раскрывается умение студентов передать нужную информацию, грамотно использовать языковые средства, а также ораторские приемы для контакта с аудиторией. Письменные работы помогают преподавателю оценить владение источниками, научным стилем изложения, для которого характерны: логичность, точность терминологии, обобщенность и отвлеченность, насыщенность фактической информацией.

Самостоятельная работа предусмотрена в следующих формах:

1) Освоение теоретического учебного материала, в том числе подготовка к практическим занятиям (форма контроля – тестирование, контроль на практических занятиях).

2) Выполнение контрольной работы – для студентов заочной формы обучения (форма контроля – защита контрольной работы).

## **5.2 Задания для самодиагностики в рамках самостоятельной работы студента**

Тестовые задания используются для оценки освоения всех тем дисциплины студентами всех форм обучения – знания основных положений и методов управления предприятием на основе его стоимости.

Тестирование обучающихся проводится на занятиях после рассмотрения на лекциях, соответствующих тем или самостоятельно с использованием системы компьютерного тестирования «INDIGO».

Тестирование производится методом случайной выборки в системе тестирования «INDIGO» и предусматривает выбор правильного(ых) ответа(ов) на поставленный вопрос из предлагаемых вариантов. Оценка по результатам тестирования зависит от уровня освоения студентом тем дисциплины и соответствует следующему диапазону (%):

- от 0 до 55 – неудовлетворительно;
- от 56 до 70 – удовлетворительно;
- от 71 до 85 – хорошо;
- от 86 до 100 – отлично.

Положительная оценка («зачтено») выставляется студенту при получении от 56 до 100 % верных ответов.

### **5.3 Примерный перечень тестовых заданий по вариантам**

#### **Вариант 1**

В каких целях осуществляется оценка стоимости бизнеса (предприятия)?

Варианты ответов:

- 1) выбора варианта распоряжения собственностью;
- 2) оперативного управления предприятием;
- 3) покупки или продажи предприятия;
- 4) ликвидации бизнеса;
- 5) получения кредита;
- 6) оценки кредитоспособности предприятия;
- 7) эмиссии акций предприятия

Ответ: 1, 3, 4, 5, 7

#### **Вариант 2**

Особенности бизнеса как товара заключаются в том, что ...

Варианты ответов:

- 1) это товар инвестиционный;
- 2) существует потребность в регулировании как самого бизнеса, так и процесса его оценки, а также необходимость учитывать при оценке качество управления бизнесом;
- 3) бизнес является системой, но продаваться может как вся система в целом, так и отдельные ее подсистемы и даже элементы

Ответ: 1, 2, 3

### **Вариант 3**

Оценку стоимости бизнеса обычно проводят в целях ...

Варианты ответов:

- 1) определения какого-либо вида оценочной стоимости, необходимой клиенту для принятия инвестиционного решения, для заключения сделки, для внесения изменений в финансовую отчетность и т.п.;
- 2) установления контроля над бизнесом;
- 3) снижения риска получения доходов;
- 4) получения кредита в банке.

Ответ: 1, 4

### **Вариант 4**

Какой вид стоимости в большей мере соответствует цели оценки «Выбор варианта распоряжения собственностью»?

Варианты ответов:

- 1) ликвидационная;
- 2) утилизационная;
- 3) инвестиционная;
- 4) налогооблагаемая;
- 5) стоимость замещения

Ответ: 3

### **Вариант 5**

Факторами, влияющими на стоимость предприятия (бизнеса) являются ...

Варианты ответов:

- 1) стадия жизненного цикла;
- 2) социально-экономические процессы в стране и регионе;
- 3) степень контроля над предприятием;
- 4) финансовое состояние предприятие;
- 5) интересы собственников предприятия

Ответ: 2, 3, 4

### **Вариант 6**

При оценке стоимости бизнеса объектом оценки выступает ...

Варианты ответов:

- 1) право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- 2) права требования, обязательства (долги);
- 3) работа, услуги, информация;
- 4) деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия.

Ответ: 1

### **Вариант 7**

Основными видами информации, необходимой для оценки стоимости предприятия (бизнеса) являются ...

Варианты ответов:

- 1) бухгалтерская отчетность предприятия;
- 2) сведения об учредителях предприятия;
- 3) планы развития предприятия;
- 4) результаты налоговых проверок предприятия;
- 5) информация об экономическом окружении предприятия

Ответ: 1, 3, 5

### **Вариант 8**

Подходами при оценке стоимости предприятия (бизнеса) являются ...

Варианты ответов:

- 1) доходный;
- 2) учета понесенных затрат;
- 3) основанный на активах;

4) сравнительный (рыночный);

5) инвестиционный;

6) инновационный.

Ответ: 1, 3, 4

### **Вариант 9**

Для того чтобы максимизировать стоимость бизнеса, менеджерам компании необходимо ...

Варианты ответов:

1) увеличивать темпы роста, отслеживая, чтобы рентабельность была выше стоимости капитала;

2) снижать стоимость капитала;

3) увеличивать рентабельность инвестированного капитала;

4) следить за тем, чтобы рентабельность новых инвестиций была выше стоимости капитала.

Ответ: 1

### **Вариант 10**

Что показывает рентабельность инвестированного капитала (ROIC)?

Варианты ответов:

1) Насколько рентабельность выше стоимости капитала компании;

2) Сколько прибыли заработала компания на инвестированный в бизнес капитал;

3) Верны ответы 1 и 2;

4) Нет правильного ответа.

Ответ: 2

### **Вариант 11**

При проведении реструктуризации компании ее стоимостная оценка нужна для ...

Варианты ответов:

- 1) обоснования соотношения, в котором акции дочерних компаний обмениваются на акции центральной компании;
- 2) обоснования соотношений, в которых акции центральной и дочерних компаний обмениваются на акции вновь созданной холдинговой компании;
- 3) обоснования соотношений, в которых акции центральной и дочерних компаний обмениваются на акции вновь созданной холдинговой компании;
- 4) оценки эффективности реорганизации с точки зрения повышения инвестиционной привлекательности компании;
- 5) для всего перечисленного выше.

Ответ: 4

### **Вариант 12**

Что является необходимым условием для успешного управления стоимостью бизнеса?

Варианты ответов:

- 1) Деятельность персонала компания должна быть нацелена на обеспечение роста стоимости;
- 2) Система управления стоимостью должна стать частью образа жизни компании;
- 3) Компания должна перейти к стоимостному мышлению и система управления стоимостью должна стать частью образа жизни компании;
- 4) Необходимо использование стоимостных показателей при анализе и планировании деятельности компании.

Ответ: 3

### **Вариант 13**

Для максимизации стоимости бизнеса нужно принимать оптимальные решения в области инвестирования, финансирования и выплаты дивидендов. Верно ли это утверждение?

Варианты ответов:

1) Нет, необходимо заботиться лишь о поиске эффективных инвестиций, а то, каким образом они финансируются и как выплачиваются дивиденды, не имеет значения;

2) Нет, необходимо заботиться о поиске эффективных инвестиций и их оптимальном финансировании, а выплата дивидендов никак не влияет на стоимость бизнеса;

3) Да, т. к. все эти решения влияют на стоимость бизнеса.

Ответ: 3

### **Вариант 14**

Максимизация стоимости компании для акционеров (цены акции компании) в качестве единственной задачи менеджеров оправдана, если выполняются следующие условия ...

Варианты ответов:

1) бизнес несет социальную ответственность;

2) нет конфликта интересов между акционерами и держателями долга;

3) финансовые рынки эффективны;

4) менеджеры действуют в интересах акционеров;

5) все ответы верны.

Ответ: 4

### **Вариант 15**

В каком соотношении находятся оценка бизнеса и оценка предлагаемых к финансированию инвестиционных проектов ...

Варианты ответов:

1) оценка предлагаемых к финансированию инвестиционных проектов являясь частным случаем оценки вновь начинаемого бизнеса, который возможен для данного предприятия в силу имеющегося у него имущества и конкурентных преимуществ;

2) указанные две оценки не связаны друг с другом и могут дать разные результаты;

3) оценка инвестиционного проекта как бизнеса может быть осуществлена лишь после того, как инвестиционный проект фактически начат, и по нему произведены хотя бы стартовые инвестиции.

Ответ: 1

## **БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК**

### **Основная литература:**

1. Бочаров В. В., Самонова И. Н., Макарова В. А. Управление стоимостью бизнеса: учеб. пособие / В. В. Бочаров, И. Н. Самонова, В. А. Макарова. – Санкт-Петербург: Изд-во СПбГУЭФ, 2009. – 124 с.

2. Когденко, В. Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент: учебник / В. Г. Когденко, М. В. Мельник. – Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 448 с.

3. Косорукова, И. В., Секачев, С. А., Шуклина, М. А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса: учеб. / И. В. Косорукова, С. А. Секачев, М. А. Шуклина - Москва: Московский фин.-пром. ун-т «Синергия», 2016.

### **Дополнительная литература:**

4. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин; пер. с англ.. - 3-е изд., перераб. и доп. – Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005.

5. Царев, В. В., Кантарович, А. А. Оценка стоимости бизнеса: теория и методология: учеб. пособие / В. В. Царев, А. А. Кантарович. – Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2015.

6. Феррис, К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. П. Пети; пер. с англ. и ред. А. А. Липатова. - Москва: Вильямс, 2003. - 255 с.



7. Иванова, Е. Н. Оценка стоимости недвижимости: учеб. пособие / Е. Н. Иванова. - Москва: КноРус, 2007. – 343 с.

8. Основы оценки стоимости машин и оборудования: учеб. для вузов / под ред. М. А. Федотовой. - Москва: Финансы и статистика, 2007. – 287 с.

9. Бердникова, Т. Б. Оценка ценных бумаг: учеб. пособие / Т. Б. Бердникова. – Москва: ИНФРА-М, 2005. – 143 с.

10. Раптунович, О. М. Оценка стоимости бизнеса в условиях цифровизации экономики / О. М. Раптунович, А. Н. Козинец, А. А. Ефремов // Современные проблемы отраслевой экономики и управления: матер. XIII нац. научно-практ. конф. обучающихся в магистратуре и аспирантуре (12-13 нояб. 2021 г.). - Калининград: КГТУ, 2021. - С. 86-89.

11. Постюшков, А. В. Оценочный менеджмент: учеб. пособие / А. В. Постюшков. – Москва: ФАИР-ПРЕСС, 2004. – 268 с.

12. Управление инвестициями: учеб. пособие / Н. Н. Воротилова [и др.]. – Москва: Изд.-торг. корпорация «Дашков и К°», 2008. – 188 с.

#### **Периодические издания:**

13. Журнал «Менеджмент в России и за рубежом». Режим доступа: <http://www.mevriz.ru>

14. Проблемы теории и практики управления: науч.-практ. и теорет. журн. Режим доступа: <https://ptpmag.ru/>

#### **Учебно-методические пособия**

15. Мнацаканян, А.Г. Методические указания по оформлению учебных текстовых работ / А. Г. Мнацаканян, Ю. Я. Настин, Э. С. Круглова. 2-е изд., доп. - Калининград: Изд-во ФГБОУ ВО «КГТУ», 2017. - 22 с.

#### **Интернет-ресурсы**

16. Реферативная и справочная база данных рецензируемой литературы Scopus. Режим доступа: <https://www.scopus.com>

17. Политематическая реферативно-библиографическая и наукометрическая (библиометрическая) база данных Web of Science. Режим доступа: <https://apps.webofknowledge.com>

18. Научная электронная библиотека. Режим доступа: [www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru)

19. Единое окно доступа к образовательным ресурсам. Режим доступа:  
<http://window.edu.ru>

20. Электронная библиотека экономической и деловой литературы. Режим  
доступа: <http://www.aup.ru/library/>

### Задания для контрольной работы

#### Задача 1.

Объем инвестиций в организацию сети фаст-фуд составляет 1000 д.е. Ожидаемая ставка доходности этих инвестиций 5% в год. Известно, что инвестиции в другие проекты с аналогичным уровнем риска могут обеспечить доходность 15%.

Определить целесообразность инвестиций в этот проект с точки зрения (1) получения предприятием бухгалтерской прибыли и (2) роста благосостояния собственника (по показателю EVA).

#### Задача 2.

Компания производит продукты питания. Инвестированный в бизнес капитал составляет 100 млн. руб. Структура инвестированного капитала: 50% собственные средства, 50% заемные. Стоимость заемного капитала 5%, стоимость собственного капитала 15% (в год). Посленалоговая чистая операционная прибыль (NOPAT) компании 11 млн. руб. в год.

1) Эффективен ли бизнес по критерию EVA?

Продолжение задачи:

Собственник компании должен принять решение об осуществлении дополнительных инвестиций в объеме 25 млн. руб. на приобретение нового оборудования. Единственным источником финансирования этих инвестиций будет кредит, получаемый на старых условиях. Ожидается, что рентабельность инвестиций в новое оборудование составит 6 %.

2) Целесообразен ли этот проект?

#### Задача 3.

Основные финансовые показатели деятельности компании за отчетный период:

- скорректированная прибыль до уплаты процентов и налогов 5450 тыс. у.е.;
- собственный капитал 18450 тыс. у.е., при его стоимости равной 15,9%;
- заемный капитал 7320 тыс. у.е., при его стоимости до налогообложения 11,75 %;
- ставка налога на прибыль 20 %.

Рассчитать величину EVA компании за отчетный период.

#### Задача 4.

В результате реализации проекта выручка компании прогнозируется в размере 1 000 д. е. в 1-й год, 1 200 д. е. во второй, 1 400 д. е. в третий, 1 500 д. е. в четвертый и последующие годы. Период существования конкурентных преимуществ 6 лет. Доля операционной прибыли составляет 20 % от выручки, налог на прибыль = 20%, WACC = 15 %. Величина инвестированного капитала на начало проекта и в первый год 1 500 д. е., во второй год 1 600 д. е., в третьем и последующих годах 1 200 д. е. (в третьем году будут проданы непрофильные активы). Требуемый уровень собственного оборотного капитала соответствует действительному, избыточные активы отсутствуют.

Определить величину акционерной добавленной стоимости (SVA), создаваемой данным проектом и оптимальный (с точки зрения максимизации стоимости) срок его реализации.

#### Задача 5.

Компания “А” имеет характеристики на конец отчетного года:

- балансовая стоимость чистых активов по остаточной стоимости – 48 000 д. ед.;
- средний возраст активов – 3 года;
- ожидаемый остаточный срок полезного использования активов – 7 лет;

- доля неамортизируемых активов – 25 %;
- накопленная амортизация за последние 3 года – 15 000 д. ед.;
- инфляция за последние 3 года – 10 %;
- прибыль до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ) отчетного года – 12 000 д. ед.;
- начисленная амортизация отчетного года – 4 500 д. ед.;
- ставка налога на прибыль – 20%.

Определим стоимость компании с помощью показателя CFROI.

#### Задача 6.

Для открытия нового бизнеса разработан инвестиционный проект, реализация которого рассчитана на пять лет.

Инвестиции в основной капитал – 100 д. е., в оборотный капитал – 20 д. е. Они осуществляются однократно на момент начала проекта (на дату оценки стоимости).

Амортизация основных средств – линейный метод по норме – 10 % в год.

После завершения проекта предполагается продажа всех активов в конце 5-го года по их остаточной бухгалтерской стоимости.

Средневзвешенная стоимость инвестируемого в проект капитала равна 5 % годовых.

Выручка от реализации продукции – 50 д. е. в год (в течение всего проекта).

Затраты на производство и реализацию продукции – 20 д. е. в год.

Налог на прибыль – 20 %. Другие налоги не учитываются.

Оценить стоимость бизнеса (фирмы, реализующей инвестиционный проект) методами DCF (показатель NPV) и EVA (показатель EV – многопериодная EVA).

#### Задача 7.

Определить стоимость предприятия (бизнеса), если известно, что на момент проведения оценки остаточная стоимость его основных средств составляла 20 млн. руб.; в их модернизацию требуется дополнительно инвестировать 10 млн. руб. Ожидается, что после модернизации чистая прибыль предприятия будет составлять: в первом году – 30 млн. руб., во втором году – 40 млн. руб., в третьем году – 50 млн. руб. Норма амортизации основных средств – 20 % в год (линейная). Ставки дисконтирования и капитализации принимаются одинаковыми и равны 10 %. Горизонт планирования – 3 года.

#### Задача 8.

Инвестор приобрел трехлетнюю корпоративную облигацию номиналом 3000 руб. с ежегодной купонной ставкой 5 % при рыночной ставке доходности 8 %. Определите приведенную стоимость такой ценной бумаги (округлить до рубля).

#### Задача 9.

Инвестор приобрел бессрочную облигацию с ежегодной рентой 100 руб. Ставка доходности постоянна из года в год и составляет 8 %. Определите приведенную стоимость такой ценной бумаги (округлить до рубля).

#### Задача 10.

Рассчитать стоимость предприятия на основе следующих данных. Прогнозный период составляет 5 лет. Прогнозные денежные потоки: 1 год – 100 000 руб., 2 год – 85 000 руб., 3 год – 121 000 руб., 4 год – 95 000 руб., 5 год – 89 000 руб. Темы роста в постпрогнозный период – 3 %. Ставка дисконтирования – 15 %.

### Задача 11.

Определить стоимость 1 акции на основе следующих данных. Чистая прибыль компании – 450 000 руб., чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию – 4 500 руб., балансовая стоимость чистых активов компании – 6 000 000 руб., мультипликатор цена/балансовая стоимость равен 3.

### Задача 12.

Оценить компанию с объемом реализации 1 200 тыс. руб. на основе следующей информации, которая была определена по аналогичным компаниям. Средняя доля прибыли в выручке у компаний аналогов – 5 %, требуемая инвесторами ставка дохода на инвестиции – 20 %.

Локальный электронный методический материал

Александр Геннадьевич Харин

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

Редактор Э. С. Круглова

Уч.-изд. л. 5,6 Печ. л. 5,0

Федеральное государственное бюджетное  
образовательное учреждение высшего образования  
«Калининградский государственный технический университет».  
236022, Калининград, Советский проспект, 1