

0-499050

На правах рукописи



ЗАКРЕВСКАЯ ЕКАТЕРИНА АНДРЕЕВНА

**МОДЕЛИ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ
ИННОВАЦИОННО-ОРИЕНТИРОВАННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ**

Специальность 08.00.13 –

Математические и инструментальные методы экономики

АВТОРЕФЕРАТ

диссертация на соискание учёной степени
кандидата экономических наук

Москва 2012

Работа выполнена на кафедре «Математические методы в экономике» ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова».

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Халиков Михаил Альфредович

Официальные оппоненты: **Киселева Ирина Анатольевна,**
доктор экономических наук, профессор
ФГБОУ ВПО «Московский
Государственный Университет
экономики, статистики и информатики»,
профессор кафедры Прикладной
математики

Капитоненко Валерий Владимирович,
доктор экономических наук, профессор
ФГБОУ ВПО
«Государственный Университет
Управления», профессор кафедры
Математических методов в управлении

Ведущая организация: ФГБОУ ВПО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»

Защита диссертации состоится «01» ноября 2012г. в 13.00 часов на заседании диссертационного совета по присуждению учёной степени доктора экономических наук Д 212.196.01 в ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36, корп. 3, ауд. 353.

С диссертацией можно ознакомиться в информационно-библиотечном центре Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова по адресу: 117997, Москва, ул. Зацепа, д.43.

Автореферат разослан 21 сентября 2012 г.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000808975

Учёный секретарь
диссертационного совета Д 212.196.01
доктор технических наук, профессор

Л.Ф. Петров

I. Общая характеристика работы

Актуальность диссертационного исследования. На современном этапе развития экономики России существенно возрастает значимость объективных и обоснованных оценок стоимости предприятий. Они лежат в основе разработки стратегий привлечения капитала, проведения залоговых, страховых и других операций, в которых компания (отдельный бизнес) выступает в качестве особого инвестиционного товара, а ее стоимость играет роль ключевого финансово-экономического показателя, аккумулирующего не только рыночную оценку активов, но и (в рамках доходного подхода) прогнозируемые результаты рыночной деятельности в производственно-коммерческой и финансово-инвестиционной сферах, отражаемые величинами генерируемых потоков доходов и затрат.

Мировая экономическая практика свидетельствует, что на сегодняшний день управление стоимостью путем целенаправленного перераспределения денежных потоков между сферами деятельности и центрами доходов и затрат с учетом производственно-технических, финансово-ресурсных и рыночных ограничений остается наиболее эффективным инструментом планирования и управления финансово-хозяйственной деятельностью, способным повысить эффективность использования ресурсов, конкурентоспособность и инвестиционную привлекательность предприятия.

Однако доходный подход не отличается универсальностью, поскольку объемы и структура потоков доходов и затрат предприятия имеют вероятностный характер, обусловленный неопределенностью и рисками внешней и внутренней сред. Это особенно характерно для компаний, ориентированных на инновационное развитие, необходимым условием которого является реструктуризация производственной системы, обновление производственной программы и модернизация технологической базы. Стратегия реструктуризации, как правило, связана с привлечением значительных капиталовложений в основные и оборотные активы, которые, в случае инновационно-ориентированного предприятия, подвержены достаточно высоким рискам потерь капитала. По этой причине точность оценок стоимости предприятия, полученных в рамках доходного подхода, существенно зависит от используемых критериев стоимости, моделей и методов управления денежными потоками, различающихся в зависимости от организационно-правовой формы ведения бизнеса, масштаба деятельности, источников и условий финансирования, особенностей взаимодействия с рыночным окружением и др. факторов.

В такой ситуации возрастает значимость разработок, совершенствования и внедрения в хозяйственную практику экономико-математического инструментария оценки и управления стоимостью инновационно-ориентированных предприятий, что и

обуславливает актуальность тематики диссертационного исследования.

Степень научной проработанности проблематики исследования. Оценка и управление стоимостью компаний – одна из основных задач корпоративного управления, связанная с повышением их рыночной эффективности и конкурентоспособности.

Современная теория управления стоимостью обоснована представителями неоклассической и кейнсианской школ: Б.Брейли, М.Бромвичем, Дж.Кейнсом, М.Миллером, Ф.Модильяни, Дж.Хедли и др.. Она базируется на теории оценивания бизнеса и капитала предпринимательской организации в условиях рыночной экономики, а также на проверенных практикой методах, основанных на затратном, сравнительном, доходном подходах и их модификациях.

Однако, несмотря на масштабные исследования этой проблематики некоторые вопросы получения корректных и обоснованных оценок стоимости компании с использованием доходного подхода остаются до сих пор нерешенными. В частности, постулат о совпадении современной стоимости бизнеса с рыночной оценкой стоимости инвестированного в него капитала, являющийся следствием теоремы М.Миллера-Ф.Модильяни, справедлив лишь в ограниченном числе случаев, т.к. основывается на не всегда подтверждаемом предположении об эффективности рынков производственных и финансовых активов.

Отметим также и некоторые нерешенные проблемы использования метода дисконтированных денежных потоков (ДДП) – основного инструмента доходного подхода. Так, требуют уточнений: методика оценки средневзвешенной стоимости капитала компании в случае непостоянства его структуры; формулы расчета стоимости капитала компании с учетом налогообложения прибыли собственников, подоходного налога владельцев обязательств; метод учета налогового щита в ставке дисконтирования и некоторые другие аспекты метода ДДП.

В задачах оценки и управления стоимостью инновационно-ориентированной производственной компании необходимо дополнительно учитывать факторы динамизма и гибкости ее рыночной стратегии, обуславливающие частые изменения производственной программы, выручки, затрат и др. параметров стоимости, а также непостоянство структуры капитала (реакция на изменения уровней риска финансовой и инвестиционной деятельности), осложняющие оценку рыночных цен собственного и заемного капиталов.

Проблематика моделирования инновационно-инвестиционной деятельности предприятия, анализа, оценки эффективности и управления проектами в сфере производства широко представлена в работах представителей отечественной экономической школы: В.В. Видукова, А.Г. Гранберга, Л.В. Канторовича, В.Н.

Лившица, А.Л. Лурье, Д.С. Львова, В.В. Новожилова, А.А. Первозванского, С.А. Смоляка, П. Хавранека, Е.М. Четыркина, Д.Б. Юдина и др.. Значительный теоретический материал и практический опыт инвестиционного проектирования представлен в официальных Методических рекомендациях¹.

Вместе с тем некоторые актуальные проблемы управления инвестиционными проектами реструктуризации производственной системы предприятия и модернизации производственно-технологической базы, осуществляемыми в условиях сохранения действующего (базового) производства, остаются нерешенными.

Среди них выделим: недостаточную обоснованность критериев эффективности этих проектов, нереализованные возможности повышения доходности инвестиционной деятельности и стоимости предприятия на этапах их реализации на основе перераспределения притоков и оттоков денежных средств базового и осваиваемого производств, рационализации структуры капитала проекта с учетом рыночной цены собственной и заемной долей, оптимизации схемы финансирования проекта с учетом допустимого для проектостроителя уровня финансового риска.

К числу открытых следует также отнести проблему разработки модели и метода выбора обоснованной ставки дисконтирования, являющейся компромиссной для проектостроителя, заинтересованного в росте рыночной стоимости бизнеса в условиях перехода на инновационный продукт и внедрения нового производства, и потенциального инвестора, предполагающего адекватную повышенным рискам доходность инвестированного в проект капитала.

Необходимость решения этих проблем предопределила цель и задачи диссертационного исследования.

Цель исследования – разработка и совершенствование критериев, моделей и методов оценки и управления стоимостью предприятия, реализующего инновационную стратегию развития путем модернизации действующего и освоения нового производств, на основе перераспределения материальных и денежных потоков между сферами рыночной деятельности и объектами вложения инвестиционного капитала в условиях существующих производственно-технологических, финансово-ресурсных и рыночных ограничений, допустимых уровней инвестиционных и финансовых рисков.

В соответствии с поставленной целью разработаны постановки и решены **следующие задачи исследования**:

— уточнены методы оценки: стоимости компании с учетом налогообложения прибыли собственников и подоходного налога владельцев обязательств,

¹ Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. – Коссов В.В., Лившица В.Н., Шахизаров А.Г. / Мин-во экономики РФ. – м., Экономика, 2000.

средневзвешенной стоимости капитала в случае непостоянства его структуры, стоимости собственного капитала и ставки дисконтирования с учетом налогового щита и кумулятивного эффекта проявления внешних и внутренних рисков;

— усовершенствован метод ДДП с учётом влияния на стоимость регулируемых параметров производственно-коммерческой и финансово-инвестиционной сфер предприятия, реализующего проект реструктуризации производственной системы и внедрения продуктовых (технологических) инноваций;

— уточнен состав денежных потоков и критерий оценки приращенной стоимости предприятия, осуществляющего проект модернизации действующего и освоения нового производств;

— разработаны модели, методы и численные алгоритмы формирования оптимального варианта производственной системы предприятия;

— разработаны и в хозяйственной практике конкретного производственного предприятия внедрены модели, методы и программно-информационный комплекс оптимизации материальных и денежных потоков проекта модернизации действующего и освоения нового производств по отдельным шагам интервала планирования.

Объект исследования - факторы и параметры внешней и внутренних сред инновационно-ориентированного производственного предприятия акционерной формы собственности, влияющие на оценку его стоимости на этапах реализации инвестиционного проекта модернизации действующего и освоения нового производств.

Предмет исследования – критерии, экономико-математические модели и методы оценки и управления стоимостью предприятия в условиях реализации проекта реструктуризации производственной системы и обновления производственной программы.

Теоретической и методологической основой исследования являются научно-теоретические разработки и труды отечественных и зарубежных ученых по методам оценки и управления стоимостью предприятий корпоративного сектора экономики, математического моделирования производственной, финансовой и инвестиционной деятельности производственных предприятий, методам линейной, нелинейной и дискретной оптимизации, законодательные и нормативные акты РФ, регулирующие оценочную деятельность, методологические рекомендации российских и международных организаций по проблематике инвестиционного анализа и проектирования.

Информационно-эмпирическую базу исследования составили данные консолидированной финансово-бухгалтерской отчетности исследуемого предприятия о капитальных вложениях, составе и структуре основных производственных средств,

потребностях в оборотном капитале, об объемах производства и реализации продукции, затратах на производство и сбыт продукции, источниках и объемах финансирования.

Научная новизна результатов исследования заключается в совершенствовании и разработке подходов, моделей и методов оценки и управления стоимостью производственного предприятия, осуществляющего модернизацию действующего и освоение нового производств, с учетом возможностей оптимизации структуры капитала, схемы финансирования проекта, производственной системы и программы выпуска продукции по уточненному критерию стоимости; взаимосвязей денежных потоков этих производств и ограничений по цене и спросу на выпускаемую продукцию, объемам материальных, финансовых и инвестиционных ресурсов и уровням финансовых и инвестиционных рисков.

Предмет защиты составляют следующие положения и результаты, полученные лично автором и содержащие элементы научной новизны:

— предложены методика расчета стоимости капитала в условиях непостоянства его структуры для оценки современной и прогнозной стоимости предприятия;

— разработан метод определения факторов, оказывающих существенное влияние на стоимость инновационно-ориентированного предприятия (переход на выпуск нового продукта, изменение структуры и элементного состава основного и оборотного капиталов, интенсификация инновационно-инвестиционной деятельности, связанная с реструктуризацией производственной системы и обновлением производственной программы и др.), основанный на показателях эластичности стоимости по этим факторам;

— определен элементный состав денежных потоков инновационно-ориентированного предприятия по сферам производственно-коммерческой и финансово-инвестиционной деятельности, отличающихся источниками и условиями финансирования, структурой и средневзвешенной ценой привлекаемого капитала;

— сформирована структура и элементный состав консолидированного денежного потока и предложен метод оценки приращенной стоимости предприятия на этапах проекта и по завершении его реализации на основе показателя интегрального приведенного дохода предприятия и проекта, оцениваемого с учетом эффектов льготного налогообложения прибыли, амортизационных отчислений базового и осваиваемого производств и др.;

— предложен теоретический подход и разработана дискретная нелинейная модель оптимизации производственной системы предприятия с критерием на минимум удельных затрат на формирование ее структуры и элементного состава, обеспечивающих планируемые объемы выпуска традиционной и осваиваемой продукции;

— разработаны теоретический подход, модели, методы и программно-информационный комплекс динамической оптимизации инвестиционных потоков на этапах реализации проекта реструктуризации производственной системы и модернизации производственно-технологической базы с нелинейным функционалом на максимум интегрального приведенного дохода и учетом производственно-технологических, финансово-ресурсных, рыночных и рискованных ограничений, позволяющие корректно оценить приращенную стоимость бизнеса инновационно-ориентированного предприятия.

Теоретическая и практическая значимость результатов диссертационного исследования. Разработанные положения, модели и методы вносят определенный вклад в развитие теории и практики оценки и управления стоимостью производственного предприятия, осуществляющего масштабный инвестиционный проект.

Основные результаты, выводы и рекомендации могут быть использованы менеджментом предприятий при: выборе вариантов и управления инвестиционными проектами реструктуризации производственной системы и модернизации производственно-технологической базы; расчете приращенной стоимости бизнеса и активов на отдельных этапах и по окончании реализации технических проектов, что позволяет повысить эффективность инновационно-инвестиционной деятельности, инвестиционную привлекательность и конкурентоспособность предприятий на материальных и финансовых рынках.

Апробация работы и внедрение результатов исследования. Основные положения работы обсуждались и получили одобрение на: XXI (2008 г.) Международных Плехановских чтениях, Международной научно-практической конференции «Управление в XXI веке» (2009 г., г. Киров), XIII Всероссийском симпозиуме «Стратегическое планирование и развитие предприятий» (2012 г., г. Москва), докладывались и получили положительную оценку на заседаниях кафедры математических методов в экономике РЭУ им. Г.В. Плеханова.

По материалам диссертационного исследования подготовлены учебные программы и материалы практических занятий по дисциплине: «Моделирование рыночной стратегии предприятия», читаемой на экономико-математическом факультете и факультете менеджмента РЭУ им. Г.В. Плеханова.

Разработанные модели, методы и инструментальный комплекс управления денежными потоками производственного предприятия прошли опытную апробацию на объектах основного производства медицинских инструментов и средств реабилитации ООО «ЭликСи» (г. Москва).

Публикации. По результатам диссертационного исследования опубликовано семь печатных работ автора общим объемом 3,4 п.л. (в т.ч. авторских – 2,75 п.л.), из них четыре – в изданиях, включенных в перечень ВАК Минобрнауки России.

Структура и объем работы. Диссертационная работа включает: введение, четыре главы («Теория и практика оценки рыночной стоимости предприятия», «Критерии, методы оценки и управления стоимостью инновационно-ориентированного предприятия», «Оптимизация производственной и инвестиционной деятельности предприятия в процессе реализации технического проекта реструктуризации производственной системы», «Модели оптимизации экономической динамики и управления стоимостью инновационно-ориентированного предприятия»), заключение, список литературы (131 источник) и четыре приложения. Общий объем работы 246 м.л., в т.ч. 194 м.л. основного текста, 20 табл. и 11 рис..

II. Основные положения и результаты исследования

В работе рассмотрены и проанализированы особенности основных методологических подходов и методов оценки стоимости предприятия, включая: затратный, сравнительный и доходный.

Затратный подход, основанный на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки с учётом его износа, практически значим для экономик с низкой эффективностью фондовых рынков, а также для определения ликвидационной стоимости объекта оценки. Этот метод не применим для оценки рентабельных бизнесов в случае, когда необходимо учитывать не только современную стоимость активов и пассивов, но и стоимость генерируемых денежных потоков.

Сравнительный подход основан на предположении, что покупатель не заплатит за приобретаемый актив больше суммы, за которую он может купить на открытом рынке объект аналогичной ценности. Этот подход актуален для оценки компаний, по которым имеются достоверная информация о сделках купли-продажи и инструменты расчёта корректирующих поправок. Накопленная статистика оценочной деятельности позволяет утверждать, что сравнительный подход широко используется в странах с развитой рыночной экономикой, фондовый рынок которых отличается высокой эффективностью². Однако в России в условиях низкой эффективности фондового рынка этот метод не получил широкого распространения.

Доходный подход основан на предположении, что покупатель не заплатит за

²Слово эффективность (Efficient Markets Hypothesis, ЕМН) подразумевает информационную, а не операционную эффективность, (в ценах эффективного рынка отражается вся известная информация).

оцениваемый бизнес больше суммы, которую он принесет в будущем в виде чистого дохода, скорректированного на инвестиционный риск. Отличительной особенностью и главным достоинством доходного подхода является возможность учёта в стоимости несистематических изменений потока доходов, что делает привлекательным его использование в российских условиях, характеризующихся значительной изменчивостью цен на продукцию, материальные и финансовые ресурсы и др. факторы стоимости.

В зависимости от объекта оценки использование метода ДДП предполагает необходимость проведения следующих исследований:

— обоснование корректности применения критерия NPV и его модификаций для оценки и управления стоимостью исследуемого предприятия;

— выбор критериев, моделей и методов оценки стоимости капитала исследуемого предприятия и отдельных его составляющих (собственного и заёмного), а также ставки дисконтирования денежных потоков с учётом динамики структуры капитала, внешних и внутренних ограничений и рисков производственной, финансовой и инвестиционной сфер;

— определение элементного состава денежных потоков анализируемой сферы предприятия с учётом источников финансирования, условий и ставок налогообложения капитала и прибыли и пр.

В деятельности инновационно-ориентированных предприятий значительное место отводится инвестициям в основной и оборотный капиталы, осуществляемым в рамках проектов реструктуризации производственной системы и модернизации производственно-технологической базы, что позволяет рассматривать предприятие как проект и применять для оценки его стоимости следующие схемы формирования денежных потоков собственного (1) и всего инвестированного в предприятие (2) капиталов:

$$ECF = EBIT + Depreciation - Capital Expenditures - Working Capital Increase - Interest - Debt Payments + Debt Issues - Actual Taxes, \quad (1)$$

где: ECF – поток для собственного капитала; EBIT (Earnings before Interest and Taxes) — прибыль компании до вычета процентов и налогов; Depreciation — амортизация основных средств и нематериальных активов (не денежные расходы компании, возвращающиеся в составе выручки); Capital Expenditures — капитальные вложения в инвестиционные активы; Working Capital Increase — увеличение оборотного капитала; Interest — сумма уплаченных процентов; Debt Payments — погашение кредитов/займов; Debt Issues — новые кредиты/займы; Actual Taxes³ (EBIT — Interest) — фактически уплаченный налог на прибыль.

$$CCF = EBIT + Depreciation - Capital Expenditures - Working Capital Increase - Actual Taxes^4, \quad (2)$$

³ В соответствии с НК РФ - уплаченные проценты (текущего или инвестиционного характера) по заёмным источникам с учетом некоторых количественных ограничений.

⁴ При расчёте фактически уплаченных налогов учитывается величина «налогового щита» (той части расходов, которые выведены из-под налогообложения — проценты по заёмным средствам).

где: CCF – поток для всего инвестированного в проект капитала; EBIT (Earnings before Interest and Taxes) — прибыль компании до вычета процентов и налогов; Depreciation — амортизация основных средств и нематериальных активов (не денежные расходы компании, возвращающиеся в составе выручка); Capital Expenditures — капитальные вложения в инвестиционные активы; Working Capital Increase — увеличение оборотного капитала; Actual Taxes (EBIT — Interest) — фактически уплаченный налог на прибыль.

При оценке стоимости на практике потоки (1) и (2) дисконтируются. Как правило, используемая в расчетах ставка дисконта отражает доходность альтернативных вариантов вложения собственных средств (цена собственного финансирования - k'_c в формуле 4) с учетом рисков. Для определения стоимости собственного капитала в работе предложено использовать фундаментальную теорему М. Миллера-Ф. Модильяни утверждающую, что при соблюдении определенных предпосылок (отсутствия налогов) стоимость компании, рассчитанная методом ДДП совпадает с рыночной стоимостью составляющих ее капитала (собственного и заемного):

$$V = V_c + \tau_\pi \cdot V_z, \quad (3)$$

где: V – стоимость полного капитала; V_c – стоимость собственного капитала; V_z – стоимость заемного капитала; τ_π - ставка налога на прибыль; $\tau_\pi V_z$ - налоговый щит.

Если учитывать подоходный налог акционеров и держателей долговых обязательств, то стоимость компании, использующей в пассивах заемный капитал, может быть определена по формуле:

$$V_c = (1 - \tau_\pi) \cdot CF / k'_c, \quad (4)$$

где: k'_c - цена собственного капитала после уплаты налога на прибыль и подоходного налога; CF - финансовый поток.

Если в соотношении (4) в качестве V_c используется рыночная стоимость компании, то k'_c выражается через составляющие этой формулы.

Вместе с тем специфика инновационно-ориентированного предприятия вносит определенные особенности в метод ДДП, используемый при оценке его стоимости. На наш взгляд, в этом методе должны быть учтены:

1. Неустойчивость структуры капитала на долгосрочном интервале планирования обуславливает необходимость использования в методе ДДП денежного потока для собственного капитала (1), дисконтированного по ставке k'_c (формула 4).

2. Повышенный по отношению к другим предприятиям корпоративного сектора риск рыночной деятельности, включающий наряду с рисками финансовой и инвестиционной сфер специфический риск внедрения технологических и продуктовых инноваций, что обуславливает целесообразность использования для оценки стоимости собственного капитала и ставки дисконтирования модифицированную модель CAPM, позволяющую учесть эти риски в коэффициенте β^* :

$$e = e_f + \beta \cdot (e_m - e_f) \cdot (1 + \beta^* \cdot (1 - p)), \quad (5)$$

где: e - ставка дисконта; e_f - норма дохода по безрисковым вложениям; e_m - среднерыночная норма доходности; β - отношение собственного и заемного капиталов, характеризующее финансовый риск компании; $\beta^* = \beta_m / (1 + \beta_m(1 - p_m))$ - бета-коэффициент компаний, не использующих заемных средств; p -

ставка налога на прибыль; β_m - коэффициент предприятия - аналога; p_m - ставка налога на прибыль предприятия - аналога.

3. Расширенный набор источников и схем финансирования производственной и инвестиционной деятельности по объемам, ставкам и условиям кредитования, что позволяет увеличить стоимость предприятия на этапах реализации технического проекта за счёт рационализации схем погашения инвестиционных кредитов и выплачиваемых по ним процентов, а также выбора компромиссных для предприятия-проектоустроителя и кредитного учреждения ставок дисконтирования и кредитования.

В работе доказано утверждение, что, в случае, если постоянный процент p по кредиту устанавливается на уровне средневзвешенной (по интервалам реализации проекта) ставки дисконтирования, определяемой из соотношения:

$$e_c = \sum_{t=1}^T e_t \cdot \psi_t, \quad (6)$$

Где: e_c - ставка дисконта, при которой дисконтированный денежный поток для всего инвестированного в проект капитала принимает наибольшее значение; e_t - используемая в расчётах ставка дисконта; ψ_t - дисконтированный долг; T - горизонт расчета, то стоимости предприятия, рассчитанные на основе дисконтированных потоков для собственного (1) и всего инвестированного (2) капиталов совпадают, что обеспечивает совпадение интересов в результатах проекта предприятия-проектоустроителя и потенциального инвестора.

4. Различия в источниках финансирования, способах формирования и структуре капитала производственно-коммерческой (снабжение, организация производства и сбыта, маркетинг) и финансово-инвестиционной (вложения в основные и оборотные фонды, финансирование НИОКР и опытного производства, внепроизводственная деятельность) сфер деятельности. В частности, для российских предприятий производственно-коммерческая сфера финансируется в основном из нераспределенной прибыли и краткосрочных заемных средств, а источниками финансирования финансово-инвестиционной сферы являются дополнительный акционерный капитал и долгосрочные кредиты, что существенно отражается на притоках и оттоках денежных потоков по (производственно-коммерческой и финансово-инвестиционной) сферам деятельности и предопределяет необходимость их дифференциации по этим видам деятельности и уточнения их составляющих. В работе проведена структуризация денежных потоков инновационно-ориентированной компании по двум видам деятельности (в табл.1), используемая далее в моделях формирования денежных потоков по базовому и осваиваемому производствам (рис.1).

Таблица 1

Денежный поток инновационно-ориентированной компании (бизнеса)

№ стр.	Группа (элемент) денежного потока	Источник (документ финансовой отчетности)	Расчётная формула	№ стр.	Группа (элемент) денежного потока	Источник (документ финансовой отчетности)	Расчётная формула
1	Производственно-коммерческая деятельность			23	Финансово-инвестиционная деятельность		
2	ПРИТОКИ:			24	ПРИТОКИ:		
3	Прибыль за вычетом налогов и сборов	Ф2, код 010		25	Изменение суммы задолженности, в том числе:		Стр.26+ +стр.27
4	Амортизационные отчисления	Ф1, код 970 + код 980		26	- краткосрочные кредиты и займы	Ф1, код 610	
5	Изменение суммы текущих обязательств, в том числе:		Стр.6+ +стр.12	27	- долгосрочные кредиты и займы	Ф1, код 510	
6	- кредиторская задолженность, в том числе:	Ф1, код 620	Стр.7+ +стр.8+ +стр.9+ +стр.10+ +стр.11	28	Изменение величины собственных средств, в том числе:		Стр.29 + +стр.30+ +стр.31+ +стр.32+ +стр.33
7	- поставщики и подрядчики	Ф1, код 621		29	- уставной капитал	Ф1, код 410	
8	- задолженность перед персоналом организации	Ф1, код 622		30	- добавленный капитал	Ф1, код 420	
9	- задолженность перед государственными внебюджетными фондами	Ф1, код 623		31	- резервный капитал	Ф1, код 430	
10	- задолженность по налогам и сборам	Ф1, код 624		32	- нераспределенная прибыль прошлых лет	Ф1, код 470	
11	- прочие кредиторы	Ф1, код 625		33	- целевые поступления	Ф1, код 450	
12	- прочие текущие обязательства	Ф1, код 660		34	ИТОГО, ПРИТОК		Стр.25+ +стр.28
13	ИТОГО, ПРИТОК		Стр.3+ +стр.4+ +стр.5	35	ОТТОКИ:		
14	ОТТОКИ:			36	Изменение суммы долгосрочных активов, в том числе:		Стр.37+ +стр.38+ +стр.39+ +стр.40+ +стр.41+ +стр.42
15	Изменение суммы текущих активов, в том числе:		Стр.16+ +стр.17+ +стр.18+ +стр.19+ +стр.20	37	- нематериальные активы	Ф1, код 110	
				38	- основные средства	Ф1, код 120	
				39	- незавершенные капитальные вложения	Ф1, код 130	

16	- краткосрочные финансовые вложения	Ф1, код 250	
17	- НДС по приобретенным ценностям	Ф1, код 220	
18	- дебиторская задолженность	Ф1, код 230 + код 240	
19	- запасы	Ф1, код 210	
20	- прочие текущие активы	Ф1, код 270	
21	ИТОГО, ОТТОК		Стр.15
22	Денежный поток производственно-коммерческой деятельности		Стр.13-стр.15

40	- долгосрочные финансовые вложения	Ф1, код 140	
41	- отложенные финансовые активы	Ф1, код 145	
43	ИТОГО, ОТТОК		Стр.36
44	Денежный поток финансово-инвестиционной деятельности		Стр.34-стр.43
45	ОБЩИЙ НЕДИСКОНТИРОВАННЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК		Стр.22+стр.44

5. Наличие взаимосвязи элементов денежных потоков действующего и осваиваемого производств, включающих потоки амортизационных отчислений, уплачиваемых налогов и нераспределенной прибыли, что предполагает целесообразность при оценке стоимости инновационно-ориентированной компании использовать консолидированный денежный поток, включающий притоки и оттоки, детализированные по объектам этих производств:

$$CF_K(t) = CF_B(t) + CF_P(t) - OF(t) + Am_B(t) - Am(t), \quad (7)$$

где: $CF_K(t)$ - консолидированный денежный поток базового и проектируемого производств для периода t , учитывающий мероприятия, предусмотренные инвестиционным проектом; $CF_B(t)$, $CF_P(t)$ - соответственно денежные потоки базового и осваиваемого производств, рассчитанные на основе формулы (1); $OF(t)$ - собственные средства, используемые для финансирования проекта; $Am(t)$ - начисленная амортизация по базовому и осваиваемому производствам; $Am_B(t)$ - амортизационные отчисления из общего объема $Am(t)$ начисленной амортизации, которые направляются для финансирования проекта.

В работе показано, что объем налоговых льгот, учитываемый в части оттоков налогооблагаемой прибыли по проектируемому производству в элементе $CF_P(t)$ консолидированного денежного потока, может быть рассчитан на основе выражения:

$$RT(t) = \min \left\{ \frac{1}{2} TP(t); OF(t) + P_p(t) + C^-(t) - \max (Am(t); RF(t)) \right\}, \quad (8)$$

где: $RT(t)$ - объем налоговых льгот, связанных с проектом; $TP(t)$ - величина налогооблагаемой прибыли по базовому и осваиваемому производствам; $P_p(t)$ - собственная прибыль; $C^-(t)$ - объемы выплат по обслуживанию инвестиционного кредита; $RF(t)$ - остаток средств, не уменьшающий налогооблагаемую базу.

Использование в методе ДЦП консолидированного денежного потока базового и проектируемого производств $CF_K(t)$ позволяет рассматривать проблему оценки и управления стоимостью инновационно-ориентированной компании с позиции оптимизации составляющих этого потока по объектам производств, сферам деятельности и интервалам планирования с критерием на максимум интегрального приведенного

эффекта предприятия и проекта CNPV (9), который отличается от традиционного критерия NPV составом анализируемых денежных потоков, и учетом стоимостных, объемных ограничений и условий привлечения инвестиционных ресурсов:

$$CNPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_K(t) + Am(t) \cdot \gamma}{(1 + e)^t} - Inv(0), \quad (9)$$

где: $CNPV$ - совокупный приведенный эффект; $Inv(0)$ - первоначальные инвестиции; γ - ставка налога на прибыль; e - ставка дисконтирования; T - горизонт планирования,

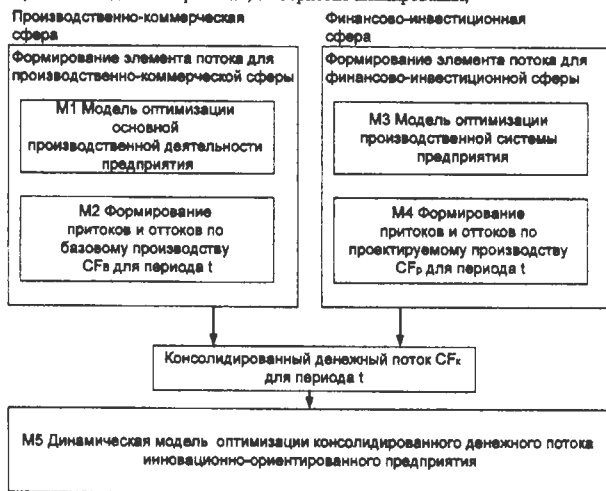


Рис.1 Структура и взаимосвязь моделей оптимизации денежных потоков инновационно-ориентированного предприятия.

На рис. 1 представлена общая структура и взаимосвязь моделей динамической оптимизации консолидированного денежного потока базового и осваиваемого производств.

Модель динамической оптимизации консолидированного денежного потока базового и осваиваемого производств (M5, рис.1) решает проблему формирования оптимального варианта стратегии реализации инвестиционного проекта и выбора приемлемой схемы его финансирования с учетом сценариев экономического окружения предприятия.

В качестве объекта оптимизации рассматриваются элементы (по интервалам планирования) консолидированного базового и осваиваемого производств денежный поток для собственного капитала, дифференцированные по производственно-коммерческой и финансово-инвестиционной сферам. Они задаются выражениями:

$$CF_{ФН}(t) = F(t) + Inv(t) - \Delta F_d^{(-)}(t), \quad (10)$$

где: $CF_{ФН}(t)$ - чистый денежный поток от финансово-инвестиционной деятельности в периоде t ; $F(t)$ -

результат финансовой деятельности в периоде t ; $Inv(t)$ – объём инвестиций на шаге t ; $\Delta F_d^{(-)}(t)$ – отток средств в дополнительные фонды в периоде t .

$$CF_D(t) = \varphi(t) + A(t) + \Delta F_d^{(+)}(t), \quad (11)$$

где: $CF_D(t)$ – элемент чистого денежного потока от производственно-коммерческой деятельности для собственного капитала; $\Delta F_d^{(+)}(t)$ – приток средств из дополнительных фондов в периоде t ; $\varphi(t)$ – чистая прибыль в периоде t ; $A(t)$ – общая величина амортизационных отчислений в периоде t .

Оптимизация денежных потоков предприятия допускает интерпретацию деятельности в производственно-коммерческой и финансово-инвестиционной сферах в виде многошагового процесса принятия решений и корректно описывается схемой динамического программирования.

Систему ограничений образуют:

— интегральные ограничения:

а) на максимально дисконтированный период окупаемости инвестиций $T_{ок}$:

$$T_{ок} \leq T_{ок}^{(max)}; \quad (12)$$

б) на минимально приемлемую внутреннюю норму доходности инвестиций IRR (или модифицированную внутреннюю норму доходности MIRR):

$$IRR \geq IRR^{(min)} \text{ (или } MIRR \geq MIRR^{(min)} \text{)}; \quad (13)$$

— балансовые соотношения:

$$Ins_s = \sum_{t=0}^T Inv(t); Inv(t) \geq 0, t = 1, \dots, T, \quad (14), (15)$$

где: Ins_s – общий объём инвестиций; $Inv(t)$ – объём инвестиций на шаге t .

В систему ограничений входит также ограничение на неотрицательность величины консолидированного денежного потока для каждого шага планирования: $CF_K(t) \geq 0$, характеризующее условие финансовой реализуемости проекта.

Формирование элементов денежного потока от производственно-коммерческой деятельности $CF_D(t)$ осуществляется на основе статичной модели (M1, рис.1) оптимизации производственной программы для шага t , включающей объёмы выпускаемой продукции (\bar{Y}_t) и привлекаемых кредитных ресурсов (K_t), и задаваемой соотношениями:

$$CF_t = (1 - \delta_t) \cdot \left[\sum_{j=1}^J (p_j^{(t)} - c_j^{(t)}) \cdot y_j^{(t)} - F_t - \omega_t \cdot K_t \right] + K_t - K_{t-1} - R_t \rightarrow max; \quad (16)$$

$$\sum_{j=1}^J \lambda_{j,h}^{(t)} \cdot y_j^{(t)} \leq \tau_h^{(t)} \quad (h = \overline{1, H}); \quad (17)$$

$$\sum_{j=1}^J c_j^{(t)} \cdot y_j^{(t)} + F_t \leq COK_{t-1} + K_t; \quad (18)$$

$$0 \leq K_t \leq M_t; \quad (19)$$

$$y_j^{(t)} \leq y_j^{(t)} \leq D_j^{(t)} \quad (20)$$

$$y_1^{(t)}, \dots, y_j^{(t)}, \dots, y_j^{(t)}, K_t \in Z_+. \quad (21)$$

Целевая функция (16) характеризует развернутое выражение для элемента CF_t консолидированного денежного потока, компонентами которого являются: δ_t– ставка налога на прибыль; p_j^(t)(j = 1, J)– цена реализации ед. продукции j-го наименования; c_j^(t)(j = 1, J)– переменные издержки, приходящиеся на ед. продукции j-го наименования; y_j^(t)(j = 1, J)– объем выпуска продукции j-го наименования; F_t– постоянные издержки; ω_t– процентная ставка по заёмным средствам; K_t– объём привлекаемых краткосрочных кредитов, погашение которых предполагается осуществлять в периоде t+1; K_{t-1}– объём привлеченных краткосрочных кредитов в предыдущем периоде, погашение которых осуществляется в текущем периоде; R_t– величина страхового резерва.

Блок ограничений (17) отражает соответствие планируемой загрузки производственных мощностей эффективному времени работы основного и вспомогательного технологического оборудования⁵. Компонентами являются: λ_{j,h}^(t)(j = 1, J, h = 1, H)– интенсивность поступления продукции j-го наименования на h-ю группу оборудования; τ_h^(t)(h = 1, H)– эффективное время работы оборудования h-й технологической группы; y_j^(t)(j = 1, J).

Финансово-ресурсное ограничение (18) отражает баланс денежных потоков (покрытие совокупных издержек собственными и заёмными активами, включаемыми в производственный капитал). Компонентами являются: СОК_{t-1}– собственный оборотный капитал на начало периода планирования t; c_j^(t)(j = 1, J); y_j^(t)(j = 1, J); F_t; K_t.

Выражение (19) задаёт ограничение по объёму краткосрочных заёмных средств, отражающее допустимый уровень риска финансовой сферы. Компонентами являются: M_t– верхняя граница на объём привлекаемых кредитных ресурсов⁶; K_t.

Блок «рыночных» ограничений (20)⁷ отражает задаваемые сценарием величины: D_j^(t)(j = 1, J)– рыночный спрос на продукцию j-го наименования; y_j^(t)(j = 1, J)– минимальный объём запуска изделий j-го наименования.

В работе отмечено, что условие сохранения действующего производства определяет необходимость решения в рамках оптимизации ПС задачи определения

⁵ По существу именно это ограничение определяет статичный характер модели.

$$M_t = \min \left\{ \frac{1 - K_A^{(t)}}{K_A^{(t)}} \cdot CC_{t-1}; S_t \right\},$$

где: K_A^(t)–барьерное значение коэффициента автономии; CC_{t-1}– собственный капитал на начало периода t; S_t– максимально доступный объём кредитных ресурсов.

⁷ Ограничение (20) задаёт минимальный объём партии запуска и, по существу, может быть отнесено к производственно-технологическим, отражающим специфику конкретного предприятия. Компонентами являются: y_j^(t)(j = 1, J)– минимально допустимый объём партии запуска продукции j-го наименования; y_j^(t)(j = 1, J).

оптимального по экономическому критерию варианта основной производственной деятельности предприятия на основе модифицированного «ресурсного» представления производственной функции за счёт включения «рисковой» составляющей. Такой подход связан с необходимостью учета в моделях стоимости рисков производственной-коммерческой и финансовой-инвестиционной сфер. Автор предлагает эти риски учитывать на основе нормативных значений показателей-индикаторов риска, в качестве которых выступают коэффициент автономии (K_A) и коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE)⁸.

Риск финансовой-инвестиционной сферы учитывается в ограничении (19) на основе барьерного значения K_A^* , которое в свою очередь, определяется соотношением, связывающим значение последнего с регулируемой рынком процентной ставкой по заёмным средствам, что обосновано логикой поведения заёмщика на финансовом рынке, учитывающей планируемый объём кредитования и структуру его капитала (отраженной в K_A).

Для учёта риска производственной-коммерческой сферы используется контрольная процедура сравнения получаемого в процессе решения задачи значения показателя ROE с допустимым уровнем производственного риска, которая задается неравенством:

$$ROE \geq ROE^* \quad (22)$$

Барьерное значение коэффициента ROE предлагается определять по правилу:

$$ROE^* = \max\{\gamma, \nu, \mu\}, \quad (23)$$

где: γ –безрисковая ставка доходности; ν – среднеотраслевая доходность инвестированного капитала (определяется на основе модели средневзвешенной стоимости капитала $WACC$); μ – планируемая собственниками отдача на вложенный капитал.

В условиях высокой неопределенности, характеризующей предпринимательскую среду, предложено допустимые уровни риска, определяемые барьерными значениями показателей ROE и K_A и используемые далее в “рисковых” ограничениях модели предприятия, учитывать в интервальной форме, задаваемой с помощью расширяющих коэффициентов θ :

$$R\theta E_t = [ROE_t^*; \theta_{ROE}^{(t)} \cdot ROE_t^*], R_A^{(t)} = [\theta_{K_A}^{(t)} \cdot K_A^{(t)*}; K_A^{(t)*}], \quad (24)$$

где: $R\theta E_t$ – скорректированное барьерное значение коэффициента ROE ; $\theta_{ROE}^{(t)}$ – повышающий коэффициент оценки ROE_t^* ; $R_A^{(t)}$ –скорректированное барьерное значение коэффициента K_A ; $\theta_{K_A}^{(t)}$ – понижающий коэффициент оценки $K_A^{(t)*}$.

Метод определения расширяющих коэффициентов $\theta^{(t)}$ основывается на экспертных процедурах. Так, предварительно обработанные по методу Дельфи суждения

⁸ Обоснование приведено в работе М.А. Халикова, Э.А. Хечумовой и А.А. Шардина «Методология учета и оценки рисков производственной и финансовой сфер деятельности предприятия», - Сб. «Ученые записки Российской Академии предпринимательства», Вып. XXIII, М., 2010, стр. 165 – 180.

экспертов должны быть унифицированы: из сформированных наборов значений коэффициентов $\theta_{ROB}^{(t)}$ и $\theta_{KA}^{(t)}$ требуется выбрать единственный. Для этой цели в соответствии с методом Т. Саати предлагается построение обратно-симметричной матрицы их попарных сравнений, для которой далее следует выделить соответствующий её наибольшему собственному значению собственный вектор. По наибольшей компоненте последнего и предлагается определять значения коэффициентов $\theta_{ROB}^{(t)}$ и $\theta_{KA}^{(t)}$.

Остаточные риски учитываются в функционале (16) в составе рисковых издержек R_t . Для учёта риска изменения производственного результата в связи с неопределенностью зависимости в паре «цена-спрос» предлагается использовать подход, основанный на нечётком моделировании этой зависимости на этапе формирования сценария $\bar{w}_t = (\bar{P}_t, \bar{D}_t, \omega_t, S_t)$, характеризующего возможный вариант реализации рыночной ситуации в периоде t , компонентами которого являются: значения рыночных цен (\bar{P}_t) и спроса (\bar{D}_t) на продукцию, уровни процентных ставок (ω_t), максимально возможные объёмы краткосрочного кредита (S_t).

Формирование аналитической зависимости в паре $(p_j; D_j)$ предложено осуществить на основе процедуры нечёткого логического вывода⁹ с учётом следующей особенности моделируемой зависимости: компоненты векторов (\bar{P}) и (\bar{D}) задаются в виде интервалов, а, следовательно, на этапе дефаззификации (приведение нечётких значений спроса к чётким, используемым далее в системе ограничений), необходимо использовать специальную процедуру (например, метод средних центров).

Отличительной особенностью оптимизационной задачи (16) – (21) является выпуклость многогранника допустимых решений, что позволило предложить следующий метод её решения: линеаризация исходной целочисленной задачи, поиск квазиоптимального решения, локальная оптимизация квазиоптимального решения и последующая оценка получаемой погрешности. Численный алгоритм наряду с высокой скоростью сходимости обладает и широкими адаптационными возможностями, так как на каждом шаге позволяет включать дополнительные ограничения (например, по допустимому уровню производственного риска).

Формирование элементов денежного потока от финансово-инвестиционной деятельности $CF_{\text{фин}}(t)$ осуществляется на основе модели оптимизации производственной системы предприятия (МЗ, рис.1.) с критерием на минимум величины удельных годовых

⁹ Д. Рутковская, М. Пилиньский, Л. Рутковский. «Нейронные сети, генетические алгоритмы и нечеткие системы» (М.: Горячая линия – Телеком, 2006).

затрат на приобретение, установку, наладку и последующую эксплуатацию основного и технологического оборудования (ОТО), определяемым выражением:

$$F = \min_{\bar{x}(x_1, x_2)} \left(\sum_{m=1}^M c_m^y \cdot b_m(x_1, x_2) + \sum_{p=1}^P c_p^{(0)}(x_2) \right), \quad (25)$$

где: c_m^y - удельные годовые затраты, $b_m(x_1, x_2)$ - количество единиц оборудования m -го типа при конфигурации ПС, задаваемой вектором $\bar{x} = (x_1, x_2)$, $c_p^{(0)}$ - удельные годовые затраты на p -ую обслуживающую подсистему.

Ограничениями модели производственной системы (ПС) являются:

— заложенная в проект производственная мощность ОТО:

$$\sum_{i=1}^I N_i \sum_{r=1}^R L_{i,r} \cdot T_{i,m,r} \leq \Phi_m^k(\bar{x}_2) \cdot \lambda t_m \cdot \lambda o(\bar{x}_2) \cdot b_m(x_1, x_2) + \Delta b_m, \quad \forall m = \overline{1, M}; \quad (26)$$

— возможность обработки изделий ПП лишь по одному из возможных технологических маршрутов¹¹:

$$\sum_{r=1}^{R_i} L_{i,r} = 1, \quad L_{i,r} \in \{0, 1\}, \quad i = \overline{1, I}, \quad (27)$$

где: N_i - задаваемое в рассматриваемом варианте число изделий i -го наименования; $L_{i,r}$ - булева переменная, определяющая выбор r -го варианта технологического маршрута для изделия i -го наименования (в рамках выбранной \bar{x}_1 -й конфигурации ОТО); $T_{i,m,r}$ - суммарная станкоёмкость ПП изделий i -го наименования, приходящаяся на оборудование m -й группы ОТО по r -му варианту технологического маршрута; $\Phi_m^k(\bar{x}_2)$ - эффективный фонд времени работы оборудования m -й группы при конфигурации обслуживающих подсистем, задаваемой вектором \bar{x}_2 ; λt_m - принятый коэффициент технического использования оборудования m -й группы; $\lambda o(\bar{x}_2)$ - принятый коэффициент организационного использования ОТО при конфигурации обслуживающих подсистем, описываемой вектором \bar{x}_2 ; Δb_m - возможная погрешность определения эффективного фонда времени работы оборудования m -й группы.

В процессе решения оптимизационной задачи (25)-(27) для каждого конкурирующего инвестиционного проекта, задающего вектор планируемой производственной программы $N_1(t), \dots, N_i(t), \dots, N_I(t)$ определяется оптимальный вариант производственной системы, включающий конфигурацию и количественный состав ОТО: $(b_1(t), \dots, b_m(t), \dots, b_M(t))$.

В качестве метода решения этой задачи используется последовательная декомпозиция функционала (25) и поиск оптимумов отдельно для производственно-технологической и организационно-технической структур. Основной предпосылкой является независимость множеств допустимых конфигураций основной (\bar{x}_1) и обслуживающих (\bar{x}_2) подсистем для каждого фиксированного варианта построения ПС.

В состав комплекса моделей динамической оптимизации денежных потоков инновационно-ориентированного предприятия в качестве самостоятельной включена модель оценки эффективности вложения капитала стороннего инвестора, в которой

¹⁰ Суммарная станкоёмкость ПП ($T_{i,m,r}$) прямо пропорциональна объёму выпуска.

¹¹ Однако возможны случаи включения в рассмотрение и обходных технологий.

денежные потоки корректируются следующим образом: в состав денежного потока собственного капитала включается денежный поток от финансовой деятельности; к оттокам от инвестиционной деятельности добавляются средства, вложенные в дополнительные фонды; к притокам от производственно-коммерческой деятельности добавляются поступления от средств, вложенных в дополнительные фонды. В качестве ставки дисконта принимается эффективная ставка банковского кредита.

Рассмотренные в работе подходы и методы, включающие сравнительный анализ, оценку эффективности и формирование оптимальных вариантов управления денежными потоками предприятия для различных стратегий его развития, использовались при разработке технико-экономического обоснования проекта модернизации финансово-ресурсной базы производства медицинских инструментов и средств реабилитации ООО «ЭликСи».

В качестве основной ставилась задача анализа изменения показателя стоимости по отношению к следующим факторам стоимости: увеличение цен на производимую продукцию и связанные с ним рост выручки; изменение основного капитала с использованием лизинговой схемы расчётов и с привлечением долгосрочного кредита; изменение величины оборотного капитала как результат снижения срока его оборачиваемости; снижение себестоимости реализуемой продукции в результате налогового планирования; рост объёмов продаж и выручки в результате перехода на новый продукт. Результаты расчётов приведены в табл. 2.

Таблица 2

Изменение стоимости предприятия по отдельным факторам

Фактор стоимости	Стоимость (тыс. руб.)	Изменение показателя стоимости (тыс. руб.)	Затраты на проводимые мероприятия (тыс. руб.)
Рост выручки: рост цен	20 162	4 066	418 (-)
Изменение основного капитала: использование лизинга для финансирования инвестиций в основной капитал	31 686	15 590	2 460 (+)
Привлечение долгосрочного кредита (срок 3 года, погашение в конце срока)	27 369	11 273	1 092 (+)
Привлечение долгосрочного кредита (срок 3 года, погашение 2 равными долями во 2 и 3 годы)	27 353	11 257	1 102 (+)
Изменение оборотного капитала на 10%: снижение срока оборачиваемости	15 721	-375	66 (-)
Снижение себестоимости: налоговая экономия	14 367	-1 729	0
Рост выручки: переход на новый продукт	31 347	15 251	16 924 (+)
Рост выручки: увеличение объема продаж	22 580	6 484	13 931 (+)

На основании полученных результатов можно сделать следующие выводы:

— значительное увеличение стоимости предприятия достигается при переходе на другой продукт, однако негативным фактором в данном случае является неопределённость доходов;

— достаточно распространённая практика роста стоимости предприятия на основе увеличения объёма производства и оптимизации налогообложения не всегда ведёт к увеличению стоимости. Затраты на увеличение объёма производства на 10% оказываются более чем в 5 раз выше, чем инициируемый рост стоимости;

— применение элементов налогового планирования в долгосрочной перспективе может привести к снижению стоимости в связи с невозможностью привлечения заёмных средств в необходимом объёме;

— управление оборотным капиталом позволяет на основе беззатратного сокращения срока оборачиваемости запасов, дебиторской и кредиторской задолженности увеличивать стоимость компании. Поскольку доля оборотного капитала в структуре активов ООО «ЭликСи» незначительна, уменьшение срока дебиторской задолженности на 10 дней (а, следовательно, снижение потребности в оборотном капитале), позволяет увеличить стоимость компании на 200 тыс. рублей;

— привлечение долгосрочных кредитов позволяет увеличить стоимость компании с незначительными затратами. Следует отметить, что недостатком метода ДДП в управлении стоимостью компании на основе оптимизации кредитования является возникающее противоречие между преимуществом долгосрочных кредитов и заниженной стоимостью компании, если погашения кредитов приходится на последний период;

— лизинг является действенным инструментом управления стоимостью предприятия, позволяя расширить финансирование долгосрочных инвестиций в основной капитал и уменьшить налогооблагаемую базу по налогу на имущество.

Основными факторами, позитивно влияющими на стоимость инновационно-ориентированного предприятия со сложившейся структурой доходов и расходов, являются: увеличение цены на инновационный продукт, использование лизинговых схем и увеличение основного капитала на основе привлечения среднесрочных кредитов.

Основные положения диссертации опубликованы в следующих работах:

- издания из перечня ВАК

1. Аюпова М.Т., Закревская Е.А. Современное состояние проблематики оценки стоимости бизнеса. // Вестник Самарского государственного экономического университета. – Самара, 2008. № 3. (авторский

вклад – 0,8 п.л.).

2. Закревская Е.А. Подходы и методы оценки стоимости компании в условиях рыночной экономики. // Ученые записки Российской Академии предпринимательства. Роль и место цивилизованного предпринимательства в экономике России: Сборник научных трудов. – М., 2009. Вып. XVII. С. 168-178. (0,6 п.л.).
3. Закревская Е.А. Выбор оптимального варианта амортизационных отчислений предприятия. // Ученые записки Российской Академии предпринимательства. Роль и место цивилизованного предпринимательства в экономике России: Сборник научных трудов. – М., 2011. Вып. XXIX. С. 174-178. (0,3 п.л.).
4. Закревская Е.А., Халиков М.А. Особенности сравнительной оценки коммерческой эффективности технических проектов, реализуемых на действующем производстве. // Ученые записки Российской Академии предпринимательства. Роль и место цивилизованного предпринимательства в экономике России: Сборник научных трудов. – М., 2011. Вып. XXIX. С. 228-234. (авторский вклад 0,25 п.л.).

- другие издания

5. Закревская Е.А. Проблематика выбора ставки дисконтирования и учета рисков при оценке стоимости инновационно-ориентированной компании в рамках доходного подхода. // Современные аспекты экономики №2(127). - СПб., 2008. С. 15-26. (0,7 п.л.).
6. Закревская Е.А. Содержание инновационной сферы рыночной деятельности инновационно-ориентированной производственной компании. // Управление в XXI веке. Материалы III международной научно-практической конференции 15 апреля 2009 г. - Киров, 2009. С. 334-337. (0,4 п.л.).
7. Закревская Е.А. Выбор оптимального варианта амортизационных отчислений предприятия. // Стратегическое планирование и развитие предприятий. Секция 2. Материалы тринадцатого Всероссийского Симпозиума. Москва, 10-11 апреля 2012 г. - М.: ЦЭМИ РАН, 2012. С. 73-75. (0,1 п.л.).

Напечатано в типографии
ФГБОУ ВПО «Российского экономического университета
имени Г. В. Плеханова».

Тираж 110 экз. Заказ № 231 -з.

10 =