Вечканов, Артем Сергеевич. Концептуальные основы оценки стоимости бизнеса организации и финансовая стратегия его роста : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Вечканов Артем Сергеевич; [Место защиты: Сам. гос. эконом. ун-т].- Тольятти, 2013.- 157 с.: ил. РГБ ОД, 61 14-8/801

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1 Теоретические и методические подходы к оценке стоимости бизнеса организации 9**

1.1 Концептуальные аспекты оценки стоимости бизнеса организации 9

1.2 Методические подходы к оценке стоимости бизнеса организации 21

1.3 Факторы, влияющие на формирование стоимости бизнеса организации и показатели их оценки 34

**ГЛАВА 2 Оценка стоимости бизнеса организации и анализ факторов, влияющих на ее формирование 52**

2.1 Исследование подходов к выбору метода оценки стоимости бизнеса организации 52

2.2 Определение стоимости бизнеса организации методом дисконтирования денежного потока 66

2.3 Анализ факторов, влияющих на формирование прогнозной стоимости бизнеса организации 85

**Глава 3 Формирование и обоснование финансовой стратегии роста стоимости бизнеса организации 107**

3.1 Разработка модели финансовой стратегии роста стоимости бизнеса организации 107

3.2 Прогнозирование стоимости бизнеса организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов 119

Заключение 139

Список использованной литературы 143

Приложения 155

Приложение А. Финансовая отчетность 155

Приложение Б. Рекомендации к выбору расчета безрисковой ставки

* [Методические подходы к оценке стоимости бизнеса организации](http://www.dslib.net/finansy/konceptualnye-osnovy-ocenki-stoimosti-biznesa-organizacii-i-finansovaja-strategija.html#6631001)
* [Факторы, влияющие на формирование стоимости бизнеса организации и показатели их оценки](http://www.dslib.net/finansy/konceptualnye-osnovy-ocenki-stoimosti-biznesa-organizacii-i-finansovaja-strategija.html#6631002)
* [Определение стоимости бизнеса организации методом дисконтирования денежного потока](http://www.dslib.net/finansy/konceptualnye-osnovy-ocenki-stoimosti-biznesa-organizacii-i-finansovaja-strategija.html#6631003)
* [Прогнозирование стоимости бизнеса организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов](http://www.dslib.net/finansy/konceptualnye-osnovy-ocenki-stoimosti-biznesa-organizacii-i-finansovaja-strategija.html#6631004)

**Введение к работе**

**з**

Актуальность темы исследования. В современных условиях объектом сделок купли-продажи становятся не просто товары, а функционирующие предприятия как товары особого рода и бизнес-организации в целом, именно поэтому оценка стоимости бизнеса организации становится особенно актуальной. Оценка стоимости бизнеса организации предполагает исследование финансово-хозяйственной деятельности оцениваемого объекта, изучение факторов, влияющих на формирование его стоимости, прогнозирование тенденций их воздействия на изменение стоимости, формирование модели финансовой стратегии ее роста. В современной экономике происходит ускорение рыночных трансформаций бизнес-процессов организации, влияющих на ее будущее положение и рост стоимости. Активизация фондового рынка, рост количества сделок купли-продажи бизнес-активов требуют аргументированного расчета их стоимости. Процесс инвестирования основывается на получении своевременной достоверной информации об оцениваемом объекте еще на стадии принятия решения о заключении сделки. В связи с этим возрастает интерес к оценке стоимости бизнеса организации и его составляющих.

Оценка стоимости бизнеса - одно из актуальных направлений оценочной деятельности, имеющих первостепенное значение для развития самой организации при анализе инвестиционных и финансовых решений (формировании портфеля акций), целесообразности проведения слияния и поглощения, при страховании, залоговом кредитовании, а также и для понимания направления и темпов развития отрасли и всей экономики страны. Несмотря на возросшую значимость оценки стоимости бизнеса в условиях трансформационного периода, до сих пор недостаточно разработанной областью исследования является проблема теории и практики оценки стоимости бизнеса организации. Необходимость решения этих сложных, многоаспектных задач с учетом динамично развивающихся процессов российской экономики определяет научно-теоретическую и практическую актуальность темы диссертационного исследования.

Степень научной разработанности проблемы. Вопросы исследования оценки стоимости бизнеса представлены в научной литературе многими зарубежными и отечественными учеными-экономистами. Следует отметить, что наиболее значимый вклад в этой области принадлежит зарубежным специалистам, в числе которых Ф.П. Боер, Р. Брейли, М. Гордон, А. Дамодаран, Х.Т. Джонсон, Р.С. Каплан, С. Майерс, М.В. Мейер, З.К. Мерсер, Р. Мертон, Ф. Модильяни, Р.У. Ратклифф, Д. Рош, А. Шапиро. Из российских авторов следует отметить таких как

**V\**

В.В. Григорьев, М.А. Козодаев, С.А. Ленская, О.Ф. Масленникова, И.М. Островкин, М.В. Пылов, Р.Ю. Симионов, Н.Е. Симионова, Н.Ф. Чеботарев, В.А. Щербаков.

Среди работ, отражающих методологические вопросы оценки стоимости бизнеса организации, факторов ее формирования, технологии управления финансовым механизмом увеличения стоимости, управления собственным и заемным капиталом бизнеса, достижения темпов сбалансированного роста, можно выделить исследования А.В. Аникиной, И.А. Бланка, А.Г. Грязновой, М.В. Кудиной, П.А. Левчаева, В.К. Сенча-гова, М.А. Федотовой, Н.И. Яшиной, В.В. Янова.

Необходимость оценки стоимости бизнеса организации реального сектора экономики обусловлена потребностями формирования его инвестиционной привлекательности. Вместе с тем, большая часть исследователей отмечают, что эта важная с практической точки зрения и сложная в теоретическом плане проблематика не имеет еще достаточного научного обоснования. Зачастую имеют место смешивание и отождествление понятий «оценка бизнеса организаций», «оценка бизнеса имущественного комплекса», «оценка предприятия». Все это влияет на практические подходы к разработке методик оценки стоимости.

Цель и задачи диссертационного исследования. Цель исследования - совершенствование концептуальных основ оценки стоимости бизнеса организации и разработка финансовой стратегии его роста.

Для достижения обозначенной цели диссертационного исследования поставлены следующие задачи:

исследовать концептуальные основы оценки стоимости бизнеса и сформулировать авторскую трактовку понятия «оценка стоимости бизнеса организации»;

систематизировать и охарактеризовать основные методы оценки стоимости бизнеса организации и методические подходы к обоснованию их выбора;

выявить и классифицировать факторы, влияющие на формирование стоимости бизнеса организации, и предложить показатели их оценки;

сгруппировать научные взгляды отечественных и зарубежных экономистов на выбор методов оценки стоимости бизнеса организации и охарактеризовать особенности их применения;

провести анализ и оценку стоимости бизнеса организации с учетом отраслевой специфики;

проанализировать факторы, влияющие на формирование стоимости бизнеса организации, с целью выявления тенденций динамики его стоимости и построения карты волатильности;

- разработать и обосновать модель финансовой стратегии роста  
стоимости бизнеса организации и поэтапный алгоритм ее реализации;

- спрогнозировать стоимость бизнеса организации с учетом влияния  
внешних и внутренних факторов.

**Область исследования.** Диссертационное исследование проведено по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит Паспорта специальностей ВАК (экономические науки) в рамках п. 3.27 «Финансовая стратегия корпораций», п. 5.1 «Теория, методология и концептуальные основы формирования стоимости различных объектов собственности», п. 5.3 «Теория и методология оценки стоимости бизнеса».

**Объектом исследования** является процесс оценки стоимости бизнеса организации.

**Предметом исследования** выступают экономические отношения, складывающиеся в процессе оценки стоимости бизнеса организации и формирования стратегии его роста.

**Научная новизна результатов исследования** заключается в развитии теоретических, концептуальных основ оценки стоимости бизнеса организации и в разработке финансовой стратегии его роста.

В процессе работы получены следующие наиболее важные научные результаты:

дано авторское определение оценки стоимости бизнеса организации, включающее не только объект оценки, но и совокупность его ключевых характеристик, учитывающих эффективность функционирования организации, объем инвестиционных вложений, перспективы развития бизнеса и его целевые ориентиры, воздействие факторов внешней и внутренней среды. Определение, сформулированное автором, дано, исходя из концептуальных основ оценки стоимости бизнеса организации;

проведена модернизация доходного подхода к оценке стоимости бизнеса организации и предложен поэтапный алгоритм ее расчета методом дисконтирования денежных потоков;

- представлена авторская классификация внутренних и внешних  
факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации,  
а также система показателей их оценки, позволяющая отразить концеп  
туальные основы формирования финансовой стратегии и отразить алго  
ритм прогнозирования стоимости хозяйствующего субъекта;

- разработана модель финансовой стратегии роста стоимости бизне  
са организации, ориентированная на решение задач инвестиционной  
привлекательности и конкурентоспособности, совершенствование сис  
темы финансового управления, обеспечение развития организации и  
рост его капитализации на фондовом рынке;

- предложен алгоритм прогнозирования стоимости бизнеса организации на основе построения разнонаправленных тенденций влияния внешней и внутренней среды, выраженных в виде карты волатильности, позволяющей графически интерпретировать прогнозное воздействие факторов на стоимость бизнеса хозяйствующего субъекта.

**Теоретическая значимость** диссертационного исследования определяется развитием теоретических, концептуальных основ оценки стоимости бизнеса организации и разработкой финансовой стратегии его роста, а именно: дано авторское определение понятия «оценка стоимости бизнеса организации»; представлена авторская классификация внутренних и внешних факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации, и разработана система показателей их оценки. Выводы и материалы диссертации могут быть использованы для дальнейших научных разработок по избранному направлению исследования.

**Практическая значимость** исследования заключается в том, что предложен поэтапный алгоритм расчета стоимости бизнеса организации методом дисконтирования денежного потока, разработана модель финансовой стратегии роста стоимости бизнеса организации и представлен алгоритм прогнозирования стоимости бизнеса организации на основе построения разнонаправленных тенденций влияния внешней и внутренней среды. Теоретические и практические выводы работы применяются в учебном процессе в рамках преподавания дисциплин «Финансы», «Инвестиции», «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» Поволжского государственного университета сервиса.

**Информационную основу диссертационной работы** составили статистические данные зарубежных и отечественных институтов, в числе которых International Fertilizer Industry Association (IFA), Global Business of Chemistry Statistics и IESE Business School - University of Navarra, Standard & Poor's, агентство прогнозирования экономики АПЭКОН, инвестиционная компания «Грандис капитал», агентство экономической информации «Прайм», управляющая компания «Альфа-Капитал», Центр промышленных и инвестиционных исследований Института мировой экономики и международных отношений Российской академии наук, некоммерческое партнерство по проведению экспертизы в области промышленности и энергетики «Экспертный клуб», информация Министерства финансов Российской Федерации, фондовой биржи «Московская межбанковская валютная биржа - Российская торговая система».

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты диссертационного исследования докладывались, обсуждались и получили одобрение на международных, всероссийских, региональных научно-

практических конференциях: на IV, V Международных научно-практических конференциях «Наука - промышленности и сервису» (г. Тольятти, 2009-2010 гг.); II Международной научно-практической конференции «Наука и просвещение» (г. Киев, 2011г.); VIII международна научна практична конференции, «Бъдещето въпроси от света на науката-2012» (г. София, 2012г.); IX mezinarodni vedecko - prakticka konference «Veda a vznik - 2012/2013» (Praha, 2013r.); IX Miedzynarodowej naukowi-praktycznej konferencji «Kluczowe aspekty naukowej dzialalnosci - 2013» (Przemysl, 2013r.).

Основные положения и результаты исследования были апробированы в процессе прогнозирования стоимости инвестиционных проектов для венчурного фонда Самарской области ЗАО «УК «Инвест-Менеджмент» и при обосновании рекомендаций по повышению стоимости бизнеса ЗАО «Русская Жемчужина», г.Тольятти.

По теме диссертации опубликовано 12 работ общим объемом 5,41 печ. л., из них 5 статей в изданиях, определенных перечнем ВАК (в объеме 3,17 печ. л.).

**Структура и объем работы.** Структурно диссертационная работа состоит из введения, трех глав, включающих в себя восемь параграфов, заключения, библиографического списка и приложений. Общий объем работы составляет 157 страниц текста, в который входят 2 приложения, 19 рисунков и 29 таблиц.

## Методические подходы к оценке стоимости бизнеса организации

Российские предприятия активно интегрируются в мировое хозяйство и вступают в конкурентные отношения как с западными, так и российскими хозяйствующими субъектами, поэтому с целью решения задач повышения конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности отечественных предприятий необходим постоянный рост стоимости их бизнеса. По мере развитии рыночных отношений возникает необходимость в оценке бизнеса при решении вопросов о привлечении инвестиций, при разработке стратегии их развития, при осуществлении IPO (первичное публичное размещение ценных бумаг на фондовом рынке), а также слияний и поглощений. Оценка стоимости предприятия становится все более важным элементом современных рыночных отношений. Основной стратегической целью предприятия все чаще является решение задачи повышения стоимости бизнеса, при этом оценка стоимости бизнеса становится инструментом корпоративного управления.

В условиях современного развития экономики основным индикатором оценки уровня инвестиционной привлекательности предприятия, его конкурентоспособности, сбалансированности интересов участников рыночных отношений является показатель стоимости бизнеса. Это обусловливается тем, что в стоимость бизнеса интегрированы главные финансовые и экономические показатели, отражающие его внутренние и внешнее бизнес-процессы. Необходимо отметить, что стоимость как экономическая категория остается в центре внимания оценочной деятельности и связана с именами таких выдающихся экономистов, как Дж. С. Милль, Д. Рикардо, А. Смит, Т. Мальтус, К. Маркс, А. Маршалл, У. Пети, а также с других исследователей, которые заложили основные положения теории стоимости и представили экономическое содержание столь сложного и противоречивого понятия. На протяжении XVII XIX вв. сформировалось несколько подходов к определению стоимости (теория ценности, теория трудовой стоимости, теория маржинализма), которые существенно различались методологией исследования. Каждый из упомянутых подходов имеет не только теоретическую ценность, но и практическую значимость, так как многие из высказанных идей положили начало современной концепции оценки стоимости бизнеса.

В своей статье, посвященной методологии расчета стоимости капитала («Стоимость капитала, финансирование корпорации и теория инвестиций», опубликованной в 1958 г.), М. Миллер и Ф. Модильяни доказали, что стоимость любого бизнеса формируется исключительно его будущими доходами и, следовательно, не зависит от соотношения акционерного и заемного капитала. Миллер полагал, что наилучшим образом управляющие предприятием обеспечивают интересы акционеров в том случае, когда ориентируются на увеличение чистого дохода бизнеса, прибегая к максимизации рыночной стоимости его акций. Авторы считали, что предприятие не должно уменьшать степень риска деятельности путем диверсификации своих акций, так как акционеры могут сделать это самостоятельно путем собственного выбора инвестиционного портфеля [86, с. 47].

Основоположниками развития методологии оценки стоимости предприятия являются А. Шапиро и М. Гордон, разработавшие модель расчета стоимости акционерного капитала в 1956 г., которая является значимым событием для последующих методик оценки стоимости предприятия в современных услових развития экономики. Усилиями зарубежных экономистов (Дж. Линтнера, У. Шарпа и Дж. Моссина) в 1960 г. представлен альтернативный подход к оценке собственного капитала в виде разработанной модели оценки доходности финансовых активов, которая и послужила основой для различных методов, применяемых сегодня в оценочной деятельности. Благодаря развитию теории опционного ценообразования и рынка опционов такими авторами, как М. Рубинштейн, М. Шоулэ, Р. Мертон, Ф. Блэк, коммерческие предприятия проводят оценку стоимости бизнеса в нестандартных условиях: в период продажи отдельных бизнес-активов, слияний или поглощений.

Тем не менее, по-прежнему особого внимания заслуживают унификация и систематизация понятийного аппарата для исследования категории «стоимость бизнеса». Однако, несмотря на всю важность данной категории, вопрос о первоосновах методологии определения стоимости бизнеса в настоящее время остается открытым. Одной из ключевых проблем в определении термина «оценка стоимости бизнеса» является его различное понимание ведущими теоретиками и методологами оценочной деятельности как в России, так и за рубежом.

В «Словаре предпринимателя» под редакцией Н.Н. Пилипенко оценка объясняется как результат проведенного анализа количественных и качественных характеристик управляемого объекта исследования, в том числе процесса управления производственной, финансовой, хозяйственной и иной деятельностью, а оценка стоимости - это определение стоимости объекта, имущества, собственности, товаров до осуществлении сделки купли-продажи или для их учета в денежном выражении. В словаре современной экономической науки Л.И. Лопатникова говорится, что оценка стоимости предприятия - это акт, процесс, а также результат определения стоимости предприятия или иного бизнеса (крупного, среднего или малого).

В современной научной литературе ряд авторов (СВ. Валдайцев, А.Г. Грязнова, М.А. Федотова) отождествляют такие понятия, как «бизнес», «предприятие», «имущественный комплекс» и проводят тонкую грань между ними. По нашему мнению, рассмотренные категории отличаются друг от друга.

Согласившись с мнением И.В. Косоруковой, мы считаем, что бизнес - это функционирующее предприятие, стоимость которого превосходит стоимость имущественного комплекса на величину нематериальных активов и интеллектуальной собственности, в том числе сложившейся корпоративной культуры. Следовательно, с помощью нематериальных активов некоторые предприятия имеют высокую рыночную привлекательность, даже с отрицательным собственным капиталом. Таким образом, понятие «бизнес» шире, чем «предприятие» и «имущественный комплекс», теперь остановимся на содержании оценка стоимости бизнеса.

М.В. Мейер придерживается той точки зрения, что оценка стоимости бизнеса представляет собой «определение дохода, который получит собственник в превышение своих затрат, и основными задачами функционирования предприятия является повышение доходности и рентабельности. Исходя из этого, возникает необходимость определить, какие продукты, процессы и подразделения предприятия влияют на эффективность его работы. В книге «Интегрированная теория оценки бизнеса» З.К. Мерсер, Т.У. Хармс разделяют схожую точку зрения и отмечают, что оценка стоимости бизнеса - это производный процесс определения стоимости будущих денежных потоков, генерируемых предприятием, к настоящему времени с помощью ставки дисконтирования [85, с. 25].

Интересный взгляд на данную проблематику представляет Н.Ф. Чеботарев, который считает, что оценка стоимости предприятия представляет собой «целенаправленный процесс» определения в денежном выражении цены данного хозяйствующего субъекта с учетом приносимого им в текущий период времени реального и потенциального дохода. Под объектом оценки понимается собственность, включающая нематериальные активы, ценные бумаги, имущество [129, с. 11].

В основе сформулированного СВ. Валдайцевым определения понятия «оценка стоимости предприятия (бизнеса)» лежит его разделение на две категории. С одной стороны автор отождествляет оценку бизнеса с оценкой его имущества, а с другой стороны, рассматривает оценку «бизнес-линий» как совокупность прав на технологии и активы, обеспечивающие будущие доходы с некоторой долей вероятности. Оценка бизнеса трактуется как процесс определения стоимости предприятия, включающего в себя определенные технологии, права собственности, материальные и нематериальные активы, конкурентные преимущества.

## Факторы, влияющие на формирование стоимости бизнеса организации и показатели их оценки

Такие исследователи, как В.В. Попков, Е.В. Евстафьева, разделяют точку зрения В.А. Щербакова и Н.А. Щербаковой о факторах, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации, и, помимо выше перечисленных, добавляют следующие: квалификацию управленческого персонала, ликвидность собственности, наличие научной базы, масштабы и качество активов техническое состояние машин и оборудования [93, с.54].

С точки зрения В.В. Балакина и В.В. Григорьева, к основным факторам, влияющим на стоимость бизнеса организации, относятся внешние и внутренние факторы. Важнейшими внешними факторами, т.е. факторами, не зависящими от предприятия, являются величина и динамика платежеспособного спроса на продукцию (услуги) данного предприятия. Платежеспособный спрос зависит от состояния экономики, уровня доходов предприятий и занятости в стране, отрасли и регионе. Существенное влияние на оценку организации оказывают фаза экономического цикла, в которой находятся страна, отрасль и само оцениваемое предприятие, и уровень конкурентной борьбы. Важными макроэкономическими факторами являются налоговая и кредитная политика государства, степень развития в стране финансового и страхового рынков, внешнеэкономические связи, курс валюты, уровень инфляции, политическая стабильность, особенности государственного регулирования. По мнению автора, в процессе оценки бизнеса, помимо внешних факторов, необходим анализ и внутренних факторов, влияющих на стоимость организации. Важнейшими из них являются выбор состава и структуры выпускаемой продукции (услуг), качество продукции, технология производства, степень изношенности оборудования, ценовая политика, наличие собственных средств, оборачиваемость капитала, затраты производства, взаимоотношения с потребителями и поставщиками, квалифицированные кадры [14, с. 51].

В результате проведенного исследования научных точек зрения на классификацию факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации, выявлены различные теоретические подходы к пониманию данной категории. Для наглядности систематизируем различные теоретические подходы к трактовке факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации (таблица 1.3).

Время, риск, рыночная конъюнктура, уровень и модель конкуренции, экономические особенности оцениваемого объекта, рыночная популярность и известность (гудвилл) В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова Инвестиционный климат в стране, спрос, полезность предприятия для собственника, ограничения для рассматриваемого предприятия, перспективы развития оцениваемого предприятия, степень конкурентной борьбы в отрасли Е.В. Евстафьева, В.В. Попков Квалификация управленческого персонала, ликвидность собственности, наличие научной базы, масштабы и качество активов Н.Ф. Чеботарев Темп роста ВВП; уровень инфляции; волатилыгость курса валют; изменение ставки рефинансирования; новации в налоговом законодательстве; уровень политической стабильности в стране

Условия конкуренции, рынки сбыта товаров, доступность сырья и материалов в процессе реализации продукции

Ретроспективные аспекты функционирования предприятия, производственные мощности, диверсификация поставщиков, менеджмент Окончание таблицы 1. 1 2 3

Экономические, социальные и политические О.Ф. Масленникова Уровень доходов, занятость, доступность кредитных ресурсов, налоговая политика, защита окружающей среды, природные и созданные человеком, изменение численности населения, стиль и уровень жизни, образовательный уровень

Внешние и внутренние В.В. Балакин Величина и динамика платежеспособного спроса на продукцию, фаза экономического цикла страны, уровень конкурентной борьбы, налоговая и кредитная политика, государства, степень развития в стране финансового и страхового рынков, курс валюты, внешнеэкономические связи, уровень инфляции, политическая стабильность, особенности государственного регулирования

В.В. Григорьев Состава и структуры выпускаемой продукции (услуг), качество продукции, технология производства, степень изношенности оборудования, ценовая политика, наличие собственных средств, оборачиваемость капитала, затраты производства, взаимоотношение с потребителями и поставщиками, квалифицированные кадры

Конкурентные Д.М. Бишоп, Ф.Ч. Эванс Отсутствие доступа к капиталу, Ограничение структуры собственности и передачи акций, доля рынка предприятия и рыночная структура отрасли, степень проникновения и обширность охвата менеджмента, маркетинговые и рекламные мощности, широта продуктов и услуг, концентрация клиентов, возможности дистрибуции Ф.П. Боер Доходность инвестированного капитала, продуктивность (труда, закупок), рост дохода, время, затраты на капитал

Исходя из рассмотренной систематизации факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации, согласно первому подходу, сторонниками которого являются А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, Г.Ы. Ронов, П.Ю. Королев, А.Н. Осоргин, М.Р. Хаджиев, В.И. Бусов, О.А. Землянский, А.П. Поляков, В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова, В.В. Попков, Е.В. Евстафьева, факторы классифицируют на макро- и микроэкономические.

Представленная группировка факторов, данная Н.Ф. Чеботаревым, близка к позиции вышеперечисленных авторов, подчеркивающих, что на стоимость бизнеса организации влияет не только макро- и микроэкономическая среда, но и отраслевая специфика, в которой функционирует хозяйствующий субъект.

В свою очередь, О.Ф. Масленникова дополняет рассмотренную классификацию: экономическими, социальными и политическими факторами. Исследователь полагает, что стоимость бизнеса зависит от перспективы развития организации, которая и определяется данными факторами. В отличие от вышеназванных авторов, сторонники третьего подхода (В.В. Балакии, В.В. Григорьев) представляют классификацию факторов исходя из степени их влияния на стоимость. В суждениях специалистов отмечается, что влияние внешних факторов не зависит от деятельности предприятия. Наибольший интерес для собственников представляет анализ внутренних факторов, поскольку эффективное управление бизнесом организации положительно отразится на его стоимости. Анализ внутренних факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации, становится важной и значимой задачей, для решения которой необходимо получение обоснованной его стоимости.

Несколько иной точки зрения придерживаются приверженцы четвертого подхода - это Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп, Ф.П. Боер. Сущность рассмотренной классификации указанные исследователи связывают в основном с конкурентной (окружающей) средой предприятия. В основе исследования идентифицируются и оцениваются стратегические преимущества и недостатки предприятия, которые и формируют ее конкурентоспособность [139, с. 32].

Следовательно, практически все авторы полагают, что важная роль в формировании стоимости бизнеса организации отводится выявлению того, какие именно факторы положительно и отрицательно влияют на величину стоимости хозяйствующего субъекта и определяют его привлекательность. По мнению Т. Коупленда, это необходимо по двум причинам. Во-первых, предприятие не работает со стоимостью, а вынуждено выявлять механизмы влияния на нее. Во-вторых, установление факторов, формирующих стоимость бизнеса, позволит собственникам понять, что именно происходит на всех уровнях предприятия, и выявить наиболее значимые проблемы в управлении стоимостью.

До настоящего времени в экономической теории еще не представлено общепринятой и одновременно всесторонней классификации факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации. Следовательно, существует дилемма недостаточности систематизации и интеграции понятийного и классификационного аппаратов теории факторов стоимости. Возникает сложность в достоверной оценке влияния отдельного фактора на итоговое значение стоимости, так как совместное влияние факторов приводит к росту стоимости бизнеса. Поэтому проанализировать степень влияния факторов на его стоимость по отдельности, с учетом воздействия внешней и внутренней среды представляется затруднительным.

В рамках диссертационного исследования представлена авторская классификация факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса организации, что позволит определить роль и значение каждого рассматриваемого на рисунке 1.2 фактора, в том числе их влияние на итоговую величину стоимости.

Формирование стоимости бизнеса организации предполагает установление достоверных тенденций влияния внешней и внутренней среды на его деятельность, т.е. реалистичных в качественном и количественном выражении суждений об источниках ресурсов, конкурентах, рынках сбыта, экологических предпосылках и ограничениях. Результаты функционирования предприятия в значительной степени определяются его внутренней средой. Поэтому необходимы сведения о внутренних факторах, которые формируют стоимость предприятия и умение оценивать их изменения и воздействие на финансовый результат бизнеса.

## Определение стоимости бизнеса организации методом дисконтирования денежного потока

Выручка ОАО «КуйбышевАзот» в 2013 г. составит 30,9 млрд руб., прогнозируется рост показателя к 2017 г. до 44,1 млрд руб. В рассматриваемом пятилетнем прогнозном периоде выручка предприятия увеличиться на 42,4%. Прогноз роста выручки предприятия обусловлен следующими предпосылками: - рост цен на продукцию. С начала 2012 г. спотовые цены на капролактам в Китае (основной потребитель данной продукции) выросли на 9%, а средняя цена с начала года превышает среднегодовую цену 2011 г. на 31%. Аммиак с начала 2012 г. вырос в цене на 21%, карбамид - на 35%, а аммиачная селитра - на 34%; - высокий спрос на продукцию и рост производства. Спрос на азотные удобрения и производные капролактама остается на высоком уровне. В 2013 г. прогнозируется рост производства капролактама на 6%, аммиака и аммиачной селитры - на 17%), карбамида - на 2% год к году. Уровень загрузки аммиачных мощностей в 2012 г. составит 95%, по капролактаму - 97% относительно 81% и 85% годом ранее.

По прогнозам различных экспертов (ICIS, PCI Nylon), мировое потребление капролактама в долгосрочной перспективе будет увеличиваться в темпе 2-3% в год, в то же время в странах Азии ожидаются более высокие темпы роста — на уровне 7-8% в год. Потребление полиамида покажет положительную динамику аналогично капролактаму. Страны Азии в последние годы стали основным потребителем капролактама, в связи с этим они оказывают значительное влияние на мировые цены капролактамого сегмента. Следовательно, высокий спрос и повышение цен на продукцию предприятия способствуют увеличению денежных потоков ОАО «КуйбышевАзот» и росту зависимости показателей выручки от внешних рынков, в особенности стран Азии и Китая. По прогнозам инвестиционной компанией «Грандис капитал», среднегодовые цены на азотные удобрения в 2013 - 2017 гг. будут расти ежегодно на 4%. В 2012 г. на фоне высокого спроса и низкого уровня складских запасов мировое производство минеральных удобрений выросло на 10% - до уровня 213,5 млн т (данные International Fertilizer Industry Association (IFА)). При этом 20% общего прироста относится к азотным удобрениям. В 2012 г. ситуация на мировом рынке минеральных удобрений оставалась исключительно благоприятной для производителей. Спрос находился на высоком уровне. По оценкам IF А, в 2012 г. мировые продажи удобрений в пересчете на питательные вещества выросли на 3,5%. Российские производители азотных и комплексных удобрений в 2012 г. работали практически со 100%-ной загрузкой мощностей.

Производство химической продукции ОАО «КуйбышевАзот» достаточно материалоемкое. Динамика показателей себестоимости продукции предприятия увеличилась на 11,6% с 2010 по 2012 г. Прогнозируется увеличение вышерассматриваемого показателя в 2017 г. (28,5 млрд руб.) относительно 2013 г. (22,1 млрд руб.) на 28,6%. Наиболее значимой статьей расходов предприятия являются расходы на покупку бензола - сырья для производства капролактама, которое занимает 24% в структуре себестоимости по результатам 2012 г. Природный газ (сырье для производства аммиака) имеет долю 16% в структуре себестоимости, а электро- и теплоэнергия - 14%. Представим структуру себестоимости ОАО «КуйбышевАзот» на рисунке 2.3.

В России бензол получают из нефти или из каменного угля как побочный продукт при производстве кокса. Около 85% бензола, используемого предприятием, производится из нефти, около 15% - из каменного угля. Чтобы диверсифицировать источники поставок ключевого сырья, ОАО «КуйбышевАзот» приобретает бензол у нескольких поставщиков, крупнейшими из которых являются Ставролен (Лукойл), ГазпромНефть, КиришиНОС, Северсталь, ЗСМК (Евраз). Природный газ приобретается у структур Газпрома по регулируемым государством тарифам. Спрогнозировав выручку и себестоимость продукции «КуйбышевАзот», согласно рассмотренному алгоритму расчета стоимости бизнеса организации методом дисконтирования денежного потока, перейдем к ретроспективному анализу и прогнозированию инвестиций (таблица 2.5).

Таблица 2.5 показывает, что предприятие ОАО «КуйбышевАзот» на протяжении последних лет проводило активную инвестиционную политику, направленную на внедрение новейших технологий и техническое перевооружение, на расширение производства продуктов с более высокой добавленной стоимостью (углубление переработки капролактама), на повышение безопасности работы и уменьшение техногенной нагрузки на природную среду. Всего с 2010 по 2012 г инвестиции в строительство, связанное с техническим перевооружением, составили 4840 млн руб, затраты на ремонт и обновление основных фондов - 3977 млн руб. Таким образом, за 2010-2012 гг. на развитие предприятия направлено 8817 млн руб. Одним из ключевых направлений инвестиций ОАО «КуйбышевАзот» является развитие производственного комплекса ООО «Курскхимволокно» (КХВ): в 2010 г. было приобретено и смонтировано оборудование для выпуска технической и текстильной нити. Кроме того, осуществлены капитальные затраты для дальнейшего наращивания объемов производства и продаж, в том числе денежные средства направлены на приобретение части имущественного комплекса предприятия ООО «Балашовский текстиль» с целью возобновления производства полиамидных тканей из текстильных нитей, выпускаемых КХВ. Развитие предприятия осуществляется на основании принятого советом директоров документа «Приоритетные направления развития АО «КуйбышевАзот» на 2011-2015 гг.», где определены основные управленческие и производственные цели предприятия, корпоративная деятельность и объем капитальных вложений. Следовательно, расширение объема финансирования инвестиционных проектов, благодаря сотрудничеству с ведущими мировыми химическими и инжиниринговыми корпорациями характеризуется целеориентированным развитием акционерного общества, направленным на увеличение доходности и рентабельности основных видов продукции, на рост денежных потоков, интеграцию и диверсификацию производства.

После построения прогноза выручки, себестоимости продукции, объема инвестиций следует рассчитать ставку дисконтирования, которая отражает риски предприятия и оказывает определяющее влияние на его стоимость. При установлении ставки дисконтирования предполагается, что более высокий риск делает вложения в предприятие более доходными, но в то же самое время снижает стоимость самого бизнеса, так как при высокорисковых вложениях инвесторы требуют большей доходности. Ставка дисконтирования рассматривается как стоимость затрат (издержки) на капитал, одновременно она отражает доходность инвестиций потенциального инвестора.

Согласно пятому этапу алгоритма расчета стоимости бизнеса организации методом дисконтирования денежного потока, представленного на рисунке 2.1, рассчитаем ставку дисконтирования. Определению ставки дисконтирования методом средневзвешенной стоимостью капитала (WACC) уделяется недостаточное внимание. Российские ученые А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, Е.В. Шпилевская, О.В. Медведева, Н.Ф. Чебаторев активно используют метод кумулятивного построения (CumM) для оценки стоимости бизнеса организации, который не учитывает соотношение собственного и заемного капитала. Особую роль в развитии бизнеса организации играют заемные ресурсы, которые представляют собой возвратные активы роста, генерирующие дополнительные денежные потоки. Заемный капитал может как стимулировать, так и дестимулировать жизненный цикл развития предприятия, поэтому в оценочной деятельности значимую роль имеет определение ставки дисконтирования с учетом краткосрочных и долгосрочных заимствований.

Для оценки стоимости ОАО «КуйбышевАзот», акции которого котируются на фондовой бирже, диссертант использует следующую формулу расчета ставки дисконтирования (WACC): WACC = СДск Дек + СДзк Дзк , (2.5) где СДск - ставка дохода на собственный капитал; Дек - доля собственного капитала; СДзк - ставка дохода на заемный капитал; Дзк - доля заемного капитала. Согласно вышепредставленной формуле расчета, ставка дохода на собственный капитал определяться следующей формулой: СДск = Бет + р Рпр + Рзак + Рмк + Рстр, (2.6) где Бет - безрисковая ставка; р - коэффициент бета; Рпр - рыночная премия; Рзак - риск закрытости предприятия; Рмк - риск малой капитализации; Рстр — страновой риск. Для определения ставки доходности на собственный капитал необходимо определить безрисковую ставку, которая представляет собой процентную ставку дохода, отражающую возможности рынка инвестирования денежных средств при отсутствии риска для инвестора. Безрисковость вложений в государственные финансовые инструменты характеризуется безопасностью, поскольку обеспечивается налоговыми поступлениями, которые обслуживают государственный долг по ценным бумагам страны. Следовательно, высокая ликвидность государственных облигаций и доступность операций для любых типов инвесторов приводят к принятию инвестиционного решения. В приложении Б представлены рекомендации различных авторов по выбору безрисковой ставки.

Анализ точек зрения исследователей по выбору базы расчета безрисковой ставки показывает, что в большинстве случаев используется процентная ставка по государственным облигациям России и зарубежных стран. Диссертант склоняется к аналогичной точке зрения: в качестве безрисковой ставки для предприятия, акции которого котируются на фондовой бирже и стратегической целью которого является выход на международные рынки сбыта, необходимо использовать ставку дохода по долгосрочным обязательствам экономически стабильных государств, так как в международной практике именно государство выступает гарантом доходности инвестора.

Необходимо учитывать, что выбор государственных облигаций производится с учетом отраслевой заинтересованности инвестора. В случае с химическим предприятием в качестве безрисковой ставки используется пятерка государств, являющихся лидерами мирового производства химической промышленности. На основании исследования «Global Business of Chemistry Statistics» в 2011 г., произведенного «American Chemistry Council», лидерами производства химической промышленности являются следующие государства: США, Япония, Германия и Китай, Франция, Великобритания, Италия. Исходя из этого в диссертационном исследовании сформулирован расчет безрисковой ставки:

## Прогнозирование стоимости бизнеса организации с учетом влияния внешних и внутренних факторов

Таблица 2.16 показывает прогноз увеличения производства всех без исключения видов продукции ОАО «КуйбышевАзот». С целью удовлетворения растущих потребностей рынка химической продукции предприятие модернизирует оборудование для увеличения производственных мощностей, а также использует сделки слияния и поглощения с целью наращивания дополнительных резервов для производства. Согласно прогнозу ООН, ежегодный рост населения мира составит 50-70 млн, поэтому возрастет потребность в производстве химической продукции. Более того, развитие сельского хозяйства способствует увеличению динамики мирового производства и потребления удобрений. Некоммерческое партнерство по проведению экспертизы в области промышленности и энергетики «Экспертный клуб» полагает, что прогнозные показатели роста населения, а также увеличение на 9% среднего числа калорий, ежедневно потребляемых человеком, вызовут необходимость роста сельскохозяйственной продукции к 2030 г. на 60% по отношению к 2008 г. Исходя из этого, ОАО «КуйбышевАзот» в прогнозных периодах с 2013 по 2017 г. увеличивает объем производства и расширяет номенклатуру продукции с целью увеличения доходности бизнеса и повышения его конкурентоспособности. Комплексный подход к формированию политики продвижения химической продукции на внутренний и внешний рынки позволяет увеличивать объем производства и улучшать сервисное обслуживание потребителей (расширение ассортимента, оптимизация логистики, научно-практические рекомендации по эффективному применению).

Следовательно, в ОАО «КуйбышевАзот» наблюдается и прогнозируется положительная динамика спроса на произведенную продукцию. В свою очередь, можно говорить о положительном влиянии рыночного фактора на стоимость бизнеса организации, так как рост производства и реализации продукции, товаров и услуг предполагает получение дополнительных денежных потоков, которые повысят инвестиционную составляющую хозяйствующего субъекта.

Немаловажным фактором роста стоимости бизнеса организации является фактор М&А (слияние и поглощение). В мировой практике сделки по слиянию и поглощению расцениваются в качестве стратегического инструмента управления стоимостью бизнеса организации. Основная цель слияний и поглощений -увеличение стоимости бизнеса организации путем достижения синергии, реализации скрытых возможностей, появляющихся в результате сделки, и использование новых стратегических возможностей для развития. Сравнительный анализ различных точек зрения в исследованиях показывает, что важнейшей целью большинства предпринимаемых на практике слияний и поглощений является синергетический эффект, заключающийся в росте стоимости (или дохода) бизнеса в результате осуществленной сделки.

Анализ показателей, оценивающих степень влияния фактора М&А на стоимость организации, используется в ретроспективном плане, поскольку сделки М&А являются объектом коммерческой тайны и получить информацию о планируемых покупках бизнес-актива не представляется возможным. Раскрытие информации в СМИ происходит в том случае, когда организации фактически совершили или договорились о сделке М&А. Поэтому инвесторов интересует планируемый путь интеграцонных процессов ОАО «КуйбышевАзот», вследствие чего фондовый рынок отвечает ростом котировок акций в момент сделки, во втором случае рост стоимости бизнеса организации происходит в случае успешной реализации сделки и получения синергетического эффекта в виде увеличения доходности бизнеса. Рассмотрим влияние фактора М&А на стоимость бизнеса ОАО «КуйбышевАзот» и представим результаты в таблице 2.17.

Таблица 2.17 показывает, как изменится стоимость бизнеса организации в момент раскрытия информации о сделках М&А различного типа.

ОАО «КуйбышевАзот» и правительство Саратовской области реализуют совместный проект по взаимному сотрудничеству, подписанный в августе 2011 г. Основной целью проекта «Возрождение производства полиамидных тканей на Балашовском текстильном комбинате» является возрождение производства отечественных текстильных тканей, которые способны конкурировать по цене и качеству относительно аналогичных импортных товаров, и тем самым, в конечном счете, способствовать улучшению социальной обстановки в области. Помимо вышеперечисленных результатов, благодаря совместному проекту акционерное общество на фондовом рынке увеличило свою стоимость на 0,5 млрд руб.

В рамках стратегического сотрудничества европейская компания «Royal DSM N.V» и ОАО «КуйбышевАзот» создают два совместных предприятия, где зарубежные партнеры будут мажоритарными участниками, а результатом работы будет строительство энергоэффективного производства циклогексанона по запатентованной технологии DSM (один из мировых лидеров по разработке и производству высокотехнологичных материалов и химикатов - Royal DSM N.V., Нидерланды). Проект позволяет ОАО «КуйбышевАзот» увеличить производственную мощность капролактама до 260 тыс т в год, а также потенциальной продуктов его переработки: технических и текстильных нитей, полиамида-6, кордной ткани. Общий размер планируемых капитальных вложений - порядка 3500 млн руб. Результат сотрудничества выразился в росте стоимости бизнеса организации на 0,9 млрд руб.