

ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ НАРОДНЫМ ХОЗЯЙСТВОМ

УДК 658.14

СИСТЕМА ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛИЗАЦИЕЙ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

© 2014 г. В. М. Джуха, А. Ю. Сахаров

Ростовский государственный экономический университет (РИНХ)

Основной целью статьи является классификация и описание основных механизмов определения величины капитализации промышленного предприятия. Выделены: биржевой и внебиржевой механизмы, которые позволяют определить рыночную стоимость компании, отраженную в цене акций, а также оценочный и исследовательский механизмы, которые используются для оценки стоимости компании на основе определения ее внутреннего потенциала.

Ключевые слова: капитализация; промышленность; рыночная стоимость; подходы к оценке бизнеса.

The main purpose of the article is the classification and description of the main mechanisms for determining the capitalization value of industrial enterprises. Selected: exchange-traded and OTC mechanisms, which allow to determine the market value of the company, reflected in the share price, as well as assessment and research tools that are used to assess the value of the company based on the definition of its internal capacity.

Key words: capitalization; industry; market value; approaches to business valuation.

Система управления капитализацией промышленных предприятий должна рассматриваться неразрывно от оценки уровня капитализации, поскольку во множестве определений капитализация предстает, по сути, в двух ипостасях: как управляемый процесс преобразования добавленной стоимости в добавочные факторы производства, в результате чего достигается увеличение размера собственного капитала; и как оценка стоимости предприятия на основе учета величин его собственного и заемного капитала, а также размеров настоящего и потенциального дохода от его деятельности.

Система управления капитализацией промышленного предприятия, таким образом, представляет собой серию непрерывных, по-

следовательных преобразований, направленных на повышение его стоимости. Поэтому первичным вопросом в построении эффективной системы управления капитализацией является вопрос о том, как измерить эту стоимость.

На основе работ Д. А. Алексева [1] и В. М. Рудгайзера [2] нами были проанализированы используемые системы оценки капитализации. В результате проведенного анализа можно выделить четыре механизма определения величины капитализации промышленного предприятия (рис. 1):

- биржевой механизм;
- внебиржевой механизм;
- оценочный механизм;
- исследовательский механизм.

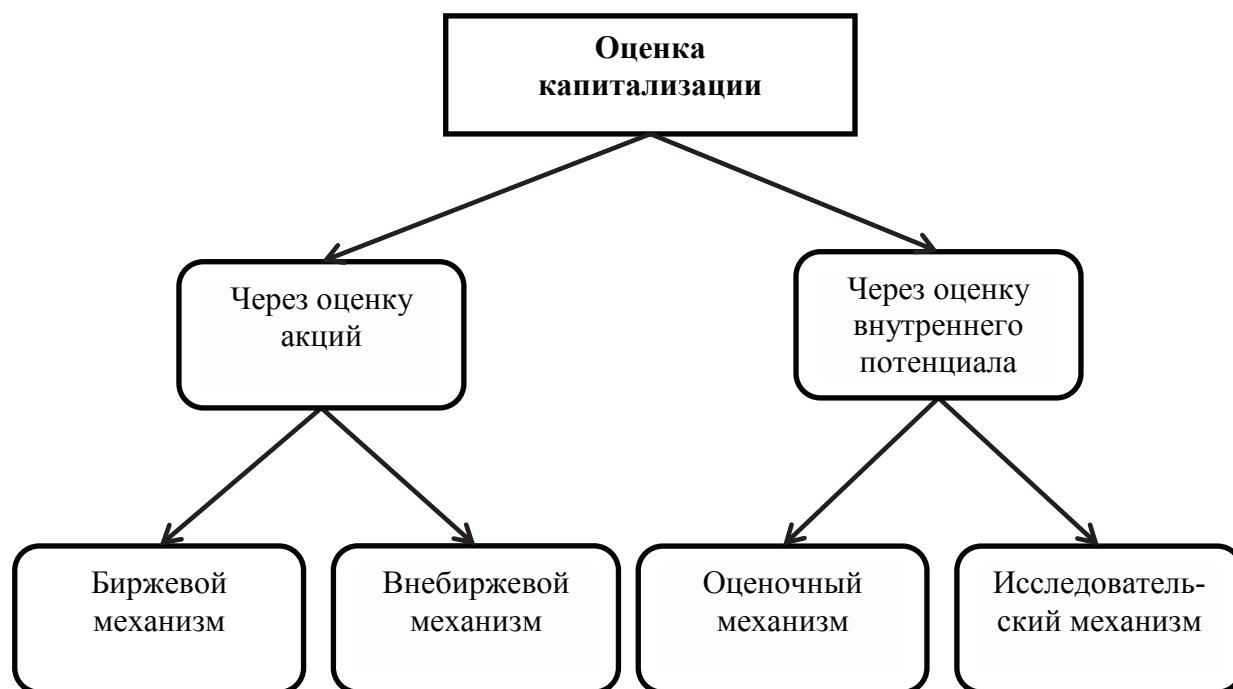


Рис. 1. Механизмы определения величины капитализации промышленного предприятия

Биржевой и внебиржевой механизмы позволяют определить рыночную стоимость компании через оценку акций. Оценочный и исследовательский механизмы используются для оценки стоимости компании на основе определения внутреннего потенциала компании.

Рассмотрим каждый из обозначенных механизмов более подробно.

Биржевой механизм

Биржевой рынок ценных бумаг — это институционально организованный рынок, где все операции совершаются профессиональными участниками рынка ценных бумаг, при этом обращаются ценные бумаги наиболее высокого качества. Определение биржевого рынка сопоставимо с определением фондовой биржи. Торговля на нем осуществляется по установленным правилам биржи и только между отобранными среди других

участников биржевыми посредниками, поэтому это всегда организованный рынок ценных бумаг.

Оценку стоимости бизнеса для компании, акции которой обращаются на биржевом рынке ценных бумаг, можно определить наиболее простым способом, применяя формулу (1).

Однако такой уровень капитализации не будет объективно отражать реальный потенциал и перспективы компании, поскольку цена на акцию подвержена различным факторам, многие из которых имеют спекулятивное происхождение.

Биржевой механизм определения величины капитализации компании основан на рыночных действиях торговцев на бирже, выставляющих заявки на покупку и продажу акций компаний, включая предложения о количестве и цене покупаемых или продаваемых акций. Эти заявки фиксируются в так называемом «биржевом стакане»¹, и та цена,

$$\text{Рын. стоимость} = \text{количество акций в обращении} \times \text{цена за акцию.} \quad (1)$$

¹ «Биржевой стакан» представляет собой сводную таблицу неудовлетворенных заявок на покупку и продажу акций, ранжированную по уменьшению цены, содержащейся в заявке. Таким образом, вверху таблицы находятся неудовлетворенные заявки на продажу акций (по цене выше рыночной), а внизу таблицы — заявки на покупку акций (по цене ниже рыночной).

по которой произошла последняя сделка, признается рыночной ценой.

Соответственно, в случае если капитализация компаний определяется с помощью биржевого механизма, управляемое изменение его уровня может происходить путем воздействия на спрос и предложение на акции этих компаний. Так, котировки акций компании можно повысить при целенаправленном повышении спроса на акции компании, а при воздействии на ожидания спекулянтов.

Внебиржевой механизм

Еще более сложной и субъективной представляется оценка компаний, ценные бумаги которых реализуются на внебиржевом (особенно неорганизованном) рынке ценных бумаг, то есть вне фондовой биржи. В таких случаях торговая система выступает лишь в качестве площадки, где по определенным правилам заключаются сделки между участниками напрямую, без привлечения торговых посредников.

Внебиржевой рынок может быть организованным, с использованием телекоммуникационных торговых систем, и неорганизованным, рассчитанным на мелкого инвестора, не оперирующего стандартными пакетами ценных бумаг.

Наибольшее развитие внебиржевой рынок получил в США, где преобладающее большинство торговых сделок с государственными ценными бумагами производится через компьютерные экраны или с помощью телефонов, телексов и без биржевых посредников. Значительная часть государственных ценных бумаг в этой стране существует только в форме записей в книгах или хранится в банках данных Федеральной резервной системы. Когда эти бумаги продаются, Федеральный резервный банк осуществляет передачу прав собственности посредством телеграфной или телексовой связи [3].

Наиболее известный пример организованного рынка внебиржевой торговли является американская электронная система торговли ценными бумагами NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quote), которая основана в 1971 году как междилерский рынок внебиржевой торговли ценными бумагами на основе активного ис-

пользования компьютерных технологий систематизации и автоматизации.

Отличие схем торговли на NASDAQ от традиционной биржи состоит в работе маркетмейкеров, которые соревнуются за исполнение ордера клиента. Они непрерывно выставляют котировки и поддерживают ликвидность по определенным акциям, при этом могут использовать собственные резервы, в случае если на рынке отсутствует соответствующее противоположное предложение. Таким образом, котировки акций в системе NASDAQ — это результат сопоставления котировок, предоставляемых маркетмейкерами и альтернативными торговыми системами.

В России крупнейшей площадкой по организации и регулированию внебиржевой торговли ценными бумагами была РТС (Российская торговая система) — электронная внебиржевая российская торговая система, которая прекратила свое автономное функционирование 19 декабря 2011 г. на основании объединения ОАО «РТС» с ЗАО ММВБ (ныне ОАО «Московская Биржа»).

Сделки на неорганизованном внебиржевом рынке осуществляются «через прилавок» или «фондовые магазины», торгующие не включенными в биржевой список акциями. Особенно оживляется такая торговля в периоды биржевых кризисов, когда вследствие обвалов фондовых рынков и индексов торговля на официально действующих биржевых и внебиржевых площадках ограничивается, вследствие чего она перетекает на «телефонный» рынок и полностью уходит из-под контроля организаторов торговли.

В случае внебиржевого рынка капитализация компаний оценивается по аналогии с биржевым механизмом, однако, особенно на неорганизованном внебиржевом рынке, цены на акции в большей степени подвержены различного рода манипуляциям. Это связано с тем, что уровень ликвидности на внебиржевом рынке гораздо ниже, чем на биржевом. Невысокие объемы торгов и меньшее число их участников дают возможность «игрокам» влиять на стоимость акций, выставляя крупные заявки на покупку или продажу.

Разделение рыночного механизма определения величины капитализации промышленного предприятия на биржевой и вне-

биржевой обосновано тем, что ликвидность акций — это показатель, от которого зависит объективность оценки их стоимости. Это значит, что биржевой механизм оценки величины капитализации, в которой участвует весь «рынок», объективней, чем внебиржевой, где в ценообразовании участвует ограниченный круг лиц и само предприятие. Поэтому в случае внебиржевого механизма представление об уровне капитализации предприятия субъективно и зависит в большей степени от мнения оценщика и руководства.

Оценочный механизм

Оценочный механизм определения капитализации промышленных предприятий представляет собой формализованный процесс расчета стоимости, основанный на положениях нормативно-правовых документов [4; 5; 6; 7] об оценке, когда профессиональный оценщик рассчитывает величину стоимости компании с помощью специально разработанного аппарата оценки.

При применении оценочного механизма, с точки зрения методологии расчета стоимости бизнеса, используют три подхода:

— **затратный подход** — определяет совокупную стоимость имущества за вычетом всех обязательств и используется, в основном, для предприятий, имеющих материалоёмкие производства, с высокой степенью фондовооруженности труда;

— **доходный подход** — основан на учете приносимого предприятием дохода и связан с дисконтированием будущей выгоды;

— **сравнительный подход** — учитывает текущие сделки по компаниям, работающим в этой же или смежных отраслях.

Затратный подход исторически появился первым. В его основе лежит представление о предприятии как имущественном комплексе. Данный подход позволяет определить стоимость предприятия, оценив все затраты, понесенные на его создание. Истоки этого подхода можно найти в трудах К. Маркса, посвященных трудовой теории стоимости.

Затратный подход в рамках оценочного механизма широко применялся на Западе в 50–60-х гг. XX века. Этот же метод оценки приоритетно использовался и в России в начале 1990-х годов, когда проводилась приватизация. В тот период стоимость привати-

зируемой компании определялась на основе балансовой стоимости ее активов.

Для того чтобы определить стоимость компании затратным подходом, необходимо использовать информацию о стоимости ее активов, полученную из учетных документов. При этом бухгалтерскую стоимость активов рекомендуется корректировать с учетом стоимости аналогов на рынке или с учетом цены возможной продажи, так как инвентаризационные данные, которыми владеет компания, фиксируются в бухгалтерском учете с множественными отклонениями. Так, например, балансовая стоимость основных средств определяется за вычетом начисленной амортизации, а аналогичные основные средства на рынке могут иметь абсолютно другую стоимость, кроме того, дебиторская задолженность, в том числе просроченная и невозвратная, должна числиться в бухгалтерской отчетности в течение трех лет.

В зависимости от того, с какой целью необходимо определить стоимость компании, стоимость активов с применением затратного подхода может рассчитываться либо как цена возможной продажи этого актива на рынке, если имеют дело с ликвидационной стоимостью предприятия, либо как рыночная цена аналогичных активов при определении стоимости предприятия, рассчитанной по методу чистых активов.

Основным недостатком такого способа определения стоимости является то, что он не учитывает динамики развития компании. В связи с этим имеют место предположения, что предприятие либо вообще перестанет существовать (как в случае с определением ликвидационной стоимости), либо его стоимость зависит от структуры активов, сложившейся в прошлых периодах. Более того, в расчет не берется эффективность использования активов предприятия, его возможности по созданию прибавочной (добавленной) стоимости этими активами.

Вместе с тем, затратный подход имеет преимущества: привязка капитализации компании к реальным ценностям, которыми обладает компания. Если, в соответствии с этим подходом, каждый из активов будет оцениваться не по сумме затрат на его приобретение, а по сумме возможных выгод его

использования, то стоимость компании, определенная с помощью затратного подхода, будет соответствовать стоимости тех активов, которыми она обладает.

Второй метод определяет капитализацию с помощью оценки доходных возможностей компании. Он основан на принципе учета и актуальной оценки приносимого компанией дохода и всех будущих поступлений денежных потоков. Это *доходный подход*, который стал наиболее популярен в западной финансовой практике, поскольку считается, что он наиболее точен в определении величины рыночной стоимости компании. Кроме того, инвестиционная стоимость компании определяется только с помощью доходного подхода.

Для применения данного подхода одним из самых важных условий является стабильное будущее компании, а также возможность осуществления правильного прогнозирования всех денежных поступлений, которые в будущем получит эта компания. Как отмечают Т. Коупленд, Т. Коллер и Дж. Мурин [8], при оценке стоимости бизнеса возникает проблема неопределенности по поводу продолжительности существования компании. Данную проблему предлагается решить составлением прогноза денежного потока на более длительный срок. Но такой прогноз может оказаться крайне неточным, поэтому стоимость компании, оцениваемую методом дисконтированных денежных потоков, разбивают на две части: стоимость компании в прогнозном периоде и стоимость компании по завершении прогнозного периода (или в постпрогнозном периоде). При этом предполагается, что в постпрогнозном периоде денежные потоки нормализуются и будут стабильно возрастать одинаковыми темпами в течение долгого времени. Однако это предположение резко ослабляет практическую ценность оценки.

Прогнозирование денежных потоков компании производится на основании бизнес-планов или инвестиционных проектов компании, путем экстраполяции денежных потоков прошлых периодов на будущие. При этом важным параметром, характеризующим выгоды, приносимые компанией, является именно показатель денежного потока, а не при-

быль. Это связано с тем, что прибыль является бухгалтерским показателем, в силу чего имеет склонность к изменению при применении различных методик учета.

Применение доходного подхода позволяет ответить на вопрос: почему для разных инвесторов величина капитализации компании может отличаться. Дело в том, что при расчете приведенной стоимости денежного потока, генерируемого компанией, ставка дисконтирования рассчитывается, исходя из индивидуальных представлений инвестора о темпах обесценивания денег, об уровне альтернативной доходности и прочих условий. А различия в ставках дисконтирования приводят к тому, что приведенная стоимость одного и того же денежного потока для разных инвесторов будет варьироваться. Именно этим объясняется отличие интересов инвесторов к приобретению акций одной и той же компании на бирже.

Доходный подход предусматривает использование:

— *метода капитализации*. Метод применяется к тем предприятиям, которые успели накопить значительные активы в результате капитализации их в предыдущие периоды; иными словами, этот метод наиболее адекватен при оценке «зрелых» по своему возрасту предприятий;

— *метода дисконтированных денежных потоков*. Метод ориентирован на оценку предприятия, обладающего высоким потенциалом аккумулировать положительный денежный поток. Он более применим для оценки молодых предприятий, не успевших заработать достаточно прибылей для капитализации в дополнительные активы, но которые производят перспективный конкурентоспособный продукт, с высоким темпом роста продаж, в перспективе способный потеснить конкурентов на рынке.

Ставка дисконтирования определяется разными способами. Наиболее распространенный из них — модель оценки капитальных активов (МОКА), которая имеет следующий вид:

$$K_{\text{ож.}} = K_{\text{безр.}} + \beta (K_{\text{рын.}} - K_{\text{безр.}}) + a + b + c, \quad (2)$$

где: $K_{\text{ож.}}$ — ожидаемая (требуемая) ставка дохода на инвестиции в конкретное предприя-

тие за рассматриваемый период при данном уровне риска, измеренного с помощью фактора β ; $K_{\text{безр.}}$ — реальная (с учетом инфляции) ставка дохода по безрисковым активам (например, ставка дохода по долгосрочным государственным ценным бумагам); β — коэффициент (фактор) «бета»; $K_{\text{рын.}}$ — рыночная ставка доходности — это средняя по фондовому рынку доходность ценных бумаг; $(K_{\text{рын.}} - K_{\text{безр.}})$ — рыночная премия за риск; a — дополнительная премия за риск вложений в малые предприятия (учитывается, когда оцениваются малые предприятия); b — дополнительная премия, используемая для оценки закрытых предприятий; c — дополнительная премия за страновой и отраслевой риск.

Таким образом, оценка стоимости предприятия зависит от размеров будущих денежных потоков и премии за риск, но так как менеджмент не влияет на риски категорий a , b , c , то его влияние распространяется только на риски и эффективность работы самого предприятия.

Чтобы снизить размер дисконта, необходимы следующие условия:

- четкий контроль над соблюдением законодательства юридической службой компании;
- своевременная и полная отчетность по МСФО;
- наличие аудитора с опытом работы;
- рациональное размещение акционерного капитала;
- четкое распределение управления капиталом;
- всесторонний контроль за финансовыми потоками и риск-менеджментом;
- разработка обоснованного прогноза развития.

Сравнительный подход к оценке бизнеса применяется, когда рассчитывают рыночную стоимость публичных компаний, основываясь на данных об аналогичных сделках, заключенных с компаниями, работающими на том же рынке и в той же отрасли. Определение стоимости предприятия сравнительным подходом осуществляется по формуле:

$$V = Fl_0 \times P_a / Fl_a \pm A, \quad (3)$$

где P_a — цена продажи предприятия-аналога; Fl_a — финансовый показатель предприя-

тия-аналога; Fl_0 — финансовый показатель оцениваемого предприятия; A — итоговые поправки на активы непроизводственного назначения, недостаточность собственных оборотных средств.

В качестве наиболее универсального сравниваемого финансового показателя наиболее используется показатель EBITDA, который равен объему прибыли до уплаты налогов, расходов на амортизацию и процентов по кредитам, что позволяет отразить эффективность деятельности компании независимо от ее задолженности перед различными кредиторами и государством, а также от метода начисления амортизации.

Сущность сравнительного подхода в том, что рынок регулирует стоимость компании. У одинаковых компаний величины капитализации не отличаются. При этом, чем больше спекулятивный спрос на акции отдельных компаний, тем больше ее капитализация на рынке в сравнении с капитализацией другой такой же компании, но пользующейся меньшим спросом на акции. Таким образом, используя сравнительный подход, невозможно подсчитать точную величину капитализации компании, а лишь среднюю, но при обращении акций на бирже эта величина была бы гораздо точнее.

Для принятия мер по повышению капитализации бизнеса компаниям необходимо работать с такими показателями, как EBITDA и другими оценочными мультипликаторами. Повысить EBITDA можно так же, как в случае с подходом к максимизации свободного денежного потока. Кроме того, чтобы увеличить настоящее значение EBITDA, лучше всего воспользоваться кредитными средствами, так как проценты по кредиту и амортизация не влияют на EBITDA.

В целях получения хороших показателей в отчетном периоде широкое применение получил метод резкого увеличения продаж за счет «оседания» больших остатков на складах дистрибуторов, которым предоставляются отсрочки платежей или скидки за объем, но при этом будут сокращаться продажи будущих периодов.

Зачастую также используются варианты наращивания стоков готовой продукции, что позволяет «спрятать» часть общепроизводственных расходов в активах компании.

Кроме того, прибегают к усилению претензионной работы, включая истребование просроченной дебиторской задолженности через суд.

На поправки к капитализации публичных компаний можно повлиять с помощью таких мер, как: повышение качества корпоративного управления; обеспечение юридической «чистоты»; поддержание репутации компании и акционеров; совершенствование структуры владения, финансового аудита и аудита системы качества; готовности к проведению due diligence. Принцип действия этих мер прост: чтобы иметь коэффициенты, как у публичных компаний, необходимо стиль управления и контроля, отчетность максимально приблизить к их стандартам. Отличительная особенность лишь в том, что информация не является общедоступной [9].

Анализ приведенных подходов к оценке стоимости предприятия в рамках оценочного механизма позволил нам выявить их основные достоинства и недостатки, которые представлены в табл. 1.

Исследовательский механизм

Исследовательский механизм оценки стоимости бизнеса заключается в проведении всестороннего фундаментального анализа деятельности компании, выявлении его внутреннего потенциала и слабых сторон, оценке внешних вызовов и угроз, проверке всей имеющейся информации о перспективах развития, учете изменений институциональных, нормативно-правовых условий. Этот метод в достаточной степени субъективен. Это метод покупателя бизнеса, которому необходимо знать не только рыночную цену акций и, соответственно, рыночную капитализацию компании, знать не только формальные оценочные суждения о стоимости бизнеса в рамках существующих методологий оценочных подходов, но иметь гораздо большее представление о компании, ее внутренних и внешних условиях деятельности. Метод во многом опирается на опыт и интуицию исследователя. Именно поэтому зачастую цена сделки M&A не соответствует ни рыночной капитализации компании, ни ее стоимости, определенной в рамках сравнительного, до-

ходного и затратного механизмов.

Более того, на цену сделки при слияниях и поглощениях будут оказывать влияние специфические параметры, которые не учитываются ни одним из оценочных подходов и, тем более, не отражаются на курсе акций. После приобретения компании возникают так называемые синергетические эффекты. Это операционные выгоды, выражающиеся в экономии производственных затрат и росте продаж, например за счет масштаба производства или эффективного комбинирования производства, рационализации логистической системы. Это и финансовые выгоды, связанные с улучшением финансовых показателей кредитоспособности, ликвидности и финансовой устойчивости, например за счет появления налоговых льгот или привлекательного для потенциальных кредиторов залогового обеспечения.

У покупателя, улавливающего эти эффекты, знающего о них, формируется свое представление о реальной стоимости корпорации. При этом, конечно, покупателю не следует платить продавцу за стоимость, создаваемую самим покупателем за счет синергии. С другой стороны, продавец компании может также осознавать, насколько его компания интересна покупателю, и настаивать на своей цене, которая, разумеется, будет разной в зависимости от степени заинтересованности покупателя. Поэтому определение стоимости компании в сделках M&A это еще и механизм торга продавца и покупателя, каждый из которых имеет свое представление о «реальной» стоимости бизнеса.

Таким образом, в практике определения величины капитализации компании можно выделить четыре механизма: биржевой, внебиржевой, оценочный и исследовательский. Биржевой механизм построен на действиях спекулянтов по покупке и продаже акций, обращающихся на бирже. Внебиржевой механизм основан на сделках по покупке и продаже акций компаний, не обращающихся на рынке. Оценочный и исследовательский механизмы рассчитывают потенциальную величину капитализации компании, которая может быть реализована в случае проведения сделки купли — продажи компании или ее доли.

Таблица 1

Достоинства и недостатки подходов к оценке стоимости предприятия

Подходы	Достоинства	Недостатки
Доходный	<ul style="list-style-type: none"> — прогнозирует перспективы развития предприятия; — учитывает рыночный аспект (рыночный дисконт) и уровень риска бизнеса; — учитывает экономическое устаревание активов предприятия. 	<ul style="list-style-type: none"> — основан на вероятностных оценках прогноза будущих доходов и расходов; — трудоемкость и сложность прогнозных расчетов; — невозможность учета конъюнктуры рынка, появления новых конкурентов и изменения институциональных условий.
Затратный	<ul style="list-style-type: none"> — основывается на расчете стоимости реально существующих активов; — учитывает производственно-хозяйственные факторы; — особенно пригоден для закрытых или уникальных компаний, для которых не существует развитого рынка сделок купли — продажи. 	<ul style="list-style-type: none"> — не отражает производственную, финансовую и инвестиционную деятельность предприятия; — часто не учитывает стоимость нематериальных активов и goodwill; — статичен, не учитывает уровень доходности и перспективы развития предприятия; — не учитывает происходящие рыночные изменения.
Сравнительный	<ul style="list-style-type: none"> — учитывает рыночный аспект и влияние отраслевых факторов; — базируется на реальных рыночных данных и практике продаж и покупок аналогичных компаний. 	<ul style="list-style-type: none"> — не актуален, основан на ретроспективных данных о прошлых сделках купли — продажи; — статичен, не учитывает уровень доходности и перспективы развития предприятия; — размывает уникальность компании, не точно отражает особенности ее деятельности; — труднодоступность и риски искажения реальных данных о сделках; — требует внесения множества поправок в анализируемую информацию.

Литература

1. *Алексеев Д. А.* Механизмы капитализации компаний. — Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2011. — 150 с.

2. *Рутгайзер В. М.* Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие. — М.: Маросейка, 2007. — 448 с.

3. *Драчев С. Н.* Фондовые рынки США: основные понятия, механизмы, терминология. — М: Финансы и статистика, 1996. — 328 с.

4. Федеральный закон от 29.07.1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

5. Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования

к проведению оценки» (ФСО №1).

6. Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости» (ФСО №2).

7. Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке» (ФСО №3).

8. *Коупленд Т.* Стоимость компаний: оценка и управление. / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. — 576 с.

9. *Семакин А.* Методы повышения капитализации компании, проверенные на практике [Электронный ресурс] / Журнал «Финансовый директор». — Режим доступа: <http://fd.ru/articles/39299-metody-povysheniya-kapitalizatsii-kompanii-proverennye-na-praktike>, свободный. — Загл. с экрана.

Поступила в редакцию

11 ноября 2014 г.



Владимир Михайлович Джуха — доктор экономических наук, профессор, проректор по учебно-методической работе Ростовского государственного экономического университета (РИНХ), заслуженный работник высшей школы РФ.

Vladimir Mikhailovich Dzhukha — Ph.D., Doctor of Economics, professor, pro-rector for teaching and methodological activities of the Rostov State Economic University (RINKh), Honored Educationalist of the Russian Federation.

344004, г. Ростов-на-Дону, пр. Стачки, 261
261 Stachki ln., 344004, Rostov-on-Don, Russia
Тел.: +7 (863) 237-02-73; e-mail: dvm58@yandex.ru, gov555@rambler.ru



Алексей Юрьевич Сахаров — аспирант кафедры инновационного менеджмента и предпринимательства Ростовского государственного экономического университета (РИНХ).

Aleksey Yurievich Sakharov — postgraduate student of the Rostov State Economic University (RINKh) Innovation Management and Entrepreneurship department.

344092, г. Ростов-на-Дону, ул. Добровольского, д. 8/2, кв. 119
8/2 Dobrovolskogo st., app. 119, 344092, Rostov-on-Don, Russia
Тел.: +7 (982) 607-67-68; e-mail: sakharov_alexey@rambler.ru