

ФАТХЛИСЛАМОВА Гульшара Фадисовна

УДК 330.322.1:621.395:332.1

**ФОРМИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ
КОМПАНИИ В РЕГИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СРЕДЕ
(на примере Республики Башкортостан)**

Специальность:

*08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(управление инновациями и инвестиционной деятельностью;
экономика, организация и управление предприятиями,
отраслями, комплексами – связь и информатизация)*

**Автореферат диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Работа выполнена на кафедре управления и экономики предпринимательства в ГОУ ВПО «Уфимская государственная академия экономики и сервиса» (УГАЭС)

Научные руководители:

заслуженный изобретатель РФ, доктор экономических наук,
доктор технических наук, профессор *Лялин В.Е.*

доктор экономических наук, профессор *Маликов Р.И.*

Официальные оппоненты:

доктор физико-математических наук, профессор *Лётчиков А.В.*
(Удмуртский государственный университет);

доктор экономических наук, профессор *Мустаев И.З.*
(Уфимский государственный авиационный технический университет).

Ведущая организация: *Филиал в Удмуртской Республике*
ОАО «ВолгаТелеком» (г. Ижевск).

Защита состоится 17 августа 2007 г. в 14.00 часов
на заседании диссертационного совета Д 212.065.05
в ИжГТУ по адресу: 426069, г. Ижевск, ул. Студенческая, 7, ауд. 1-4.

Отзыв на автореферат, заверенный гербовой печатью, просим выслать по указанному адресу в двух экземплярах.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ИжГТУ.

Автореферат разослан 12 июля 2007 г.

Ученый секретарь диссертационного совета,
кандидат экономических наук, доцент



О.М. Перминова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Развитие и укрепление экономической мощи страны тесно связано с активизацией инвестиционного процесса. Для эффективного функционирования, как экономики в целом, так и отдельных предприятий необходимо обеспечить непрерывное и достаточное по объему инвестирование. Привлечение инвестиций является мощным толчком для развития экономики, отраслей и предприятий. И в данном случае ключевой фигурой в инвестиционном процессе становится потенциальный инвестор, для которого инвестиционная привлекательность выступает побудительным мотивом при выборе объекта инвестирования и принятии решения о начале инвестирования.

Современное понимание инвестиционной привлекательности компании, как объекта бизнеса, подразумевает оперирование развитым инструментарием стоимостной оценки компании, отражающей требования потенциальных инвесторов. Проблема выявления факторов формирования и оценки инвестиционной привлекательности компаний является многогранной и сложной с позиции необходимости учета изменчивости деловой экономической среды.

Многомерность инвестиционного процесса и изменение механизма инвестиционной деятельности предъявляют повышенные требования к научно-методическому обоснованию подходов к формализации системы оценок инвестиционной привлекательности, адекватно соответствующей новым социально-экономическим условиям хозяйствования в рыночной среде. Одной из характерных современных тенденций развития мировой экономики является все более набирающий силу процесс унификации и согласования стандартов ведения международного финансово-учетного законодательства. В этой связи возникает реальная необходимость разработки прикладных методик оценки инвестиционной привлекательности объектов бизнеса, адаптированных к переходу к международным стандартам финансовой отчетности и способных выявлять оценку привлекательности компании в соответствии с требованиями потенциальных инвесторов. В то же время набирающая силу межрегиональная экспансия капиталов, сопровождаемая процессами покупки, продажи, слияния и поглощения предприятий актуализирует задачу адекватной оценки инвестиционной привлекательности с позиции способности генерации компаниями перспективных доходов, что требует создания соответствующего методического аппарата для ее достоверной оценки как основы принятия рациональных управленческих решений.

Использование развитого инструментария оценки инвестиционной привлекательности является чрезвычайно актуальным и востребованным, имеющим прикладное значение для выявления перспектив развития бизнеса в региональной деловой среде.

Степень разработанности проблемы. Практическая значимость выработки системы оценок инвестиционной привлекательности компаний и ее процедурной реализации обусловила пристальное внимание большого числа отечественных и зарубежных исследователей. Проблемам использования коэффициентов инвестиционной привлекательности и стоимостной оценки при анализе деятельности компаний отражены в работах таких отечественных и зарубеж-

ных ученых, как Е.Ф. Борисова, Ю.А. Бабичева, В.В. Бочарова, Ф.М. Волкова, Д.А. Ендовицкого Л.Н. Павлова, Е.М. Шабалина, Х.Андерсна, Л.А. Бернштейна, Дж. Блейка, Э. Бриттона, М.Ван Бреда, М.Миллера, Ф. Модильяни, Б. Нидлз, Б. Райана, Ж. Ришара, Д. Стоуна, Р. Холга, К. Улоша и др.

Инвестиционный потенциал является ключевым и требует стратегического учета инвестиционных аспектов. Развитие аппарата управления инвестиционного потенциала требует привлечения инструментария стоимостной оценки бизнеса в системе оценок ее инвестиционной привлекательности. Основы теории оценки бизнеса, основные принципы, подходы и методы оценки компании в условиях развитой рыночной экономики были заложены в трудах зарубежных авторов в области оценки стоимости бизнеса таких, как Д. Уилльямс, Ш. Прагг, Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин, Р. Райли, У. Шарп, Р. Брэйли, С. Майерс. Однако оценка бизнеса как вид экономической работы была неизвестна в России до начала 90-х годов XX века. Благодаря работам М.А. Федотовой, С.В. Валдайцева, В.М. Рутгайзер, С.В. Грибовского, Г.И. Микерина, А.Н. Козырева, Г.В. Булычева и др. созданы методологические основы практического использования для оценки рыночной стоимости бизнеса при решении различных организационно-экономических задач. Вопросы инвестиционной привлекательности компании на основе стоимостной оценки рассмотрены в ряде научных исследованиях экономистов, таких как: В.Н. Богачев, П.Л. Виленский, Л.Т. Гиляровская, Н.М. Заварихин, В.Б. Ивашкевич, Л.В. Канторович, З.В. Кирьянова, В.В. Ковалев, В.В. Косов, В.Н. Лившиц, И.В. Липсиц, Д.С. Львов, М.В. Мельник, В.В. Новожилов, Я.В. и др., а также в трудах зарубежных авторов: В. Беренс, Ю. Брихем, Е. Грант, Д. Дин, Б. Карсберг, Д.Ф.Коллинз, С.Ким, Р. Гайк, С. Рейборн, Д. Стоун и другие. При этом системный сопоставимый анализ инвестиционной привлекательности компаний с целью их позиционирования в региональной экономической среде до настоящего времени не проводился.

Таким образом, решение задачи построения и включения методического аппарата и инструментария оценки инвестиционной привлекательности в систему управления инвестиционным потенциалом бизнеса позволит обосновывать принимаемые решения по эффективному управлению компанией в условиях динамичной региональной среды.

Объектом исследования выступает инвестиционная деятельность компаний на отраслевом сегменте рынка сотовой связи Республики Башкортостан.

Предмет исследования являются теоретические и методические аспекты формирования и оценки инвестиционной привлекательности телекоммуникационных компаний для инвестора с учетом перспектив роста компании.

Цель исследования заключается в разработке научно-обоснованной методики выявления наиболее значимых факторов формирования инвестиционной привлекательности телекоммуникационной компании с учетом предпочтений инвесторов в условиях динамично меняющейся экономической конъюнктуры, что будет способствовать развитию региональных и отраслевых рынков услуг сотовой связи и повышению инвестиционной активности субъектов предпринимательской среды при одновременном снижении рисков утери их капитала.

Для достижения поставленной цели требуется решить следующие задачи:
- обобщить имеющиеся методологические подходы к оценке инвестици-

онной деятельности компании и на основе обобщения предложить авторский подход к оценке инвестиционной привлекательности компании, дающий возможность применения его в условиях региональной экономической среды;

- рассмотреть существующие методы оценки степени риска при принятии инвестиционных решений в условиях высокой степени неопределенности и формализовать отличную от существующих методику определения степени девиантности (коэффициента риска) реализации инвестиционных решений с учетом предпочтения потенциального инвестора;

- обосновать комплексную методику по позиционированию и ранжированию компаний на определенном отраслевом сегменте рынка экономики региона в соответствии с выявленными факторами инвестиционной привлекательности;

- провести апробацию предложенных в диссертации методических разработок на примере исследования производственно-коммерческой и инвестиционной деятельности федеральных и местных операторов мобильной связи, действующих на региональном сегменте рынка сотовой связи;

- выработать рекомендации по обеспечению эффективного управления инвестиционными стратегиями компаний, действующих на региональном рынке и оценке их инвестиционной привлекательности.

Методы исследования. Методологической основой исследования являются труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов в области оценки бизнеса, стратегического менеджмента, инвестиционного менеджмента, управления организацией, методические и нормативные материалы. В работе использовался системный подход к исследованию инвестиционных процессов в сфере предпринимательства, мировой и отечественный опыт управления инвестиционными процессами.

Информационной базой диссертационного исследования послужили данные Федеральной службы госстатистики РФ и РБ за период с 2000-2005 гг., отчеты о результатах производственно-хозяйственной деятельности компаний РБ, отчетные данные и результаты мониторинга деятельности компаний, материалы периодической печати.

Степень обоснованности и достоверности научных результатов. Методы, применяемые в диссертационном исследовании, обуславливают необходимый уровень его достоверности. В качестве основных факторов достоверности работы можно перечислить использование методологии системного подхода, структурно-динамического анализа, квалифицированное владение инструментарием математического моделирования экономических объектов и процессов.

В ходе исследования применены традиционные методы экономических исследований – абстракция, анализ и синтез, а также использованы методы оценки стоимости бизнеса.

Научная новизна проведенного исследования заключается в следующем:

- обоснован авторский методический подход к оценке инвестиционной привлекательности компании, который в отличие от существующих предоставляет возможность проводить оценку результативности и качества инвестиционных решений на основе модифицированного стоимостного показателя с учетом факторов перспективного роста потенциальных доходов. Усовершенствованная методика определения коэффициента инвестиционной привлекательности компании пре-

доставляет возможность проводить на ее основе оценку качества управления инвестиционной стратегией в условиях региональной экономической среды;

- предложена методика определения уровня девиантности реализации инвестиционных решений с позиции ее влияния на формирование инвестиционной привлекательности компании в условиях высокой степени неопределенности. Данная методика, в отличие от применявшихся ранее, позволяет моделировать вероятные значения инвестиционной стоимости компании в зависимости от вариации степени риска с учетом предпочтений потенциального инвестора;

- определен интегральный индекс инвестиционной активности, который в отличие от существующих базируется на взаимосвязанном учете индексов (ресурсной обеспеченности, прибыльности, реинвестирования, вложений, привлеченных средств компании). Мониторинг инвестиционной активности компании с использованием интегрального индекса инвестиционной активности предоставляет возможность проведения анализа инвестиционной деятельности компании в реальных условиях регионального окружения, а также для ранжирования и рейтинговых сопоставлений компаний по их инвестиционному потенциалу на отраслевом и региональном сегментах рынка;

- разработана методика ранжирования компаний с учетом выявленных факторов формирования инвестиционной привлекательности. Данная методика позволяет сопоставлять компании по степени их инвестиционной активности и уровню их инвестиционной привлекательности в координатах российского и международных стандартов финансовой отчетности. Этот подход применительно к инвестиционной деятельности федеральных и местных компаний мобильной связи, действующих на выбранном региональном сегменте рынка сотовой связи Башкортостана, позволил выявить специфику формирования инвестиционных пропорций компаний в зависимости от результативности их конкурентных стратегий в отраслевой среде;

- предложена методика позиционирования компаний по двум параметрам: коэффициенту инвестиционной привлекательности и удельному показателю прибыльности в рамках российского и международных стандартов финансовой отчетности. Данная методика позволит более точно позиционировать компании определенной отраслевой принадлежности по степени их инвестиционной привлекательности и доходности на уровне региональной экономики, что особенно важно в условиях незавершенности формирования в России цивилизованного фондового рынка.

Практическая значимость исследования заключается в том, что основные теоретические выводы, составляющие новизну диссертации, доведены до создания научно-практических рекомендаций по оценке инвестиционной привлекательности российских предприятий и ориентированы на широкое использование для аналитической и консалтинговой деятельности. Самостоятельную практическую значимость, в частности, имеют следующие результаты. В работе сформулирован и обоснован методический подход к оценке инвестиционной привлекательности компании, методики выявления результативности инвестиционных стратегий компаний на региональном рынке. Данные наработки могут быть использованы при принятии инвестиционных решений, а также при оценке рисков, связанных с инвестиционной деятельностью компаний. Автором разработаны методические рекомендации по позиционированию и ранжированию компаний, которые позволяют выстраивать рейтин-

говую шкалу компаний в соответствии с их инвестиционной привлекательностью.

Предложенные методические рекомендации, выводы и предложения по управлению инвестиционной стратегией компаний в региональной экономической среде могут быть использованы при обосновании программ повышения инвестиционной активности и привлекательности компании на отраслевых и межрегиональных рынках. Результаты диссертационного исследования могут применяться в учебном процессе вузов при изучении дисциплин «Управление проектами», «Инвестиционный менеджмент», «Управленческие решения», а также на курсах повышения квалификации работников, занятых в сфере принятия управленческих решений.

Реализация работы в практической деятельности. Предложенная в работе методика выявления наиболее значимых факторов формирования инвестиционной привлекательности предприятий с учетом предпочтений инвесторов учтена при разработке параметров прогноза социально-экономического развития РБ на 2008 год и на период до 2010 года. Рекомендации по совершенствованию оценки инвестиционной привлекательности предприятий на отраслевом и региональном рынках применена при разработке Стратегии социально-экономического развития РБ до 2020 года.

Апробация результатов исследования. Основные положения и результаты диссертации докладывались и обсуждались на: Международной научно-практической конференции «Приоритет России XXI века: от биосферы и техносферы к ноосфере» (Пенза, 2003); Научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых (Уфа, 2003); II Международной научно-практической конференции «Воспроизводственный потенциал» (Уфа, 2004); Региональной научно-практической конференции «Экономическое развитие региона и информационная поддержка предпринимательства» (Уфа, 2004); Всероссийской научно-практической конференции «Общественный сектор региона: теория и практика реформирования» (Уфа, 2006); II Межрегиональной научно-практической конференции «Основные направления, опыт и проблемы инновационного, финансового и экономического развития субъектов хозяйствования» (Киров, 2006).

Публикации. По теме диссертации опубликовано 10 работ, общим объемом 4 п.л. Автор имеет 2 работы в рецензируемых научных изданиях, выпускаемых в РФ и рекомендуемых ВАКом для публикации основных результатов диссертаций.

Структура диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, 12 приложений и приложения с актами внедрения результатов работы. Основное содержание работы изложено на 164 страницах. В работе содержатся 38 таблиц и 28 рисунков. Список использованной литературы включает 130 источников.

СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Введение содержит обоснование актуальности темы, формулировку цели и задач работы, основные положения, выносимые на защиту, и определяет содержание и методы выполнения работы.

Первая глава посвящена исследованию теоретических и методологических основ формирования и оценки инвестиционной привлекательности компании. Дан обзор существующих методологических подходов к оценке инвести-

ционной привлекательности и их сравнительный анализ. На основе данного исследования обоснована потребность применения стоимостного подхода в процессе формирования инвестиционной привлекательности.

Вторая глава содержит анализ инвестиционного климата в Республике Башкортостан. В главе разработаны методики рейтинговой оценки компаний в соответствии с параметрами инвестиционной привлекательности, а также методика, позволяющая учитывать влияние инвестиционного риска на формирование инвестиционной привлекательности компании.

В **третьей главе** рассмотрены основные показатели и состояние рынка сотовой связи в Республике Башкортостан, а также приведены результаты апробации предложенных методик на примере компаний-операторов сотовой связи, действующих на региональном сегменте мобильной связи Республики Башкортостан.

В заключении подводятся итоги исследования.

ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ДИССЕРТАЦИОННОЙ РАБОТЫ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Обоснован авторский подход к оценке инвестиционной привлекательности компании.

Важнейшим фактором роста экономики на макро-, мезо- и микроуровнях является активизация инвестиционной деятельности субъектов рынка. В сложившихся рыночных условиях перед каждым хозяйствующим субъектом стоит задача привлечения необходимых ресурсов инвестирования, обеспечивающих развитие и расширение деятельности предприятия. Инвестиционная привлекательность отражает характеристики объекта, обуславливающие привлечение инвестиций. В этой связи особую актуальность приобретают вопросы формирования инвестиционной привлекательности отдельных объектов инвестирования.

В большинстве работ, посвященных вопросам инвестиционной деятельности и инвестиционной привлекательности, формирование инвестиционной привлекательности происходит под влиянием различных факторов, основными из которых являются следующие: инвестиционный, финансовый, производственный, кадровый, внутриорганизационный, ресурсный факторы, а также ряд других. В результате проведенного анализа основных факторов и компонентов инвестиционной привлекательности выявлены наиболее существенные факторы, влияющие на формирование инвестиционной привлекательности - инвестиционная активность и инвестиционный риск (рис. 1). Интенсивность инвестиционной деятельности определяется уровнем инвестиционной активности, тесно связанной с инвестиционной привлекательностью компании.

Осуществление инвестиционной деятельности сопряжено с инвестиционным риском, который обусловлен высокой степенью неопределенности и динамичностью развития внешней региональной среды.

В ходе проведенного сравнительного анализа подходов к формированию и оценке инвестиционной привлекательности выявлено, что многочисленные схемы анализа инвестиционной привлекательности сводятся к определению нескольких групп показателей (показатели финансовой устойчивости, показатели ликвидно-

сти, показатель фондоотдачи и т.д.). При этом количественное измерение инвестиционной привлекательности выражается либо через комплексные, либо агрегированные, либо интегральные (сводные) показатели. В то же время при использовании данных показателей или системы показателей не учитываются предпочтения конкретного инвестора, который в конечном итоге осуществляет необходимые инвестиционные вливания, обеспечивающие предприятию экономическое развитие. Показатель инвестиционной привлекательности является индикатором привлечения дополнительных инвестиций. По мнению автора, наиболее точным показателем, отражающим предпочтения потенциального инвестора, является инвестиционная стоимость объекта инвестирования, в данном случае, компании.

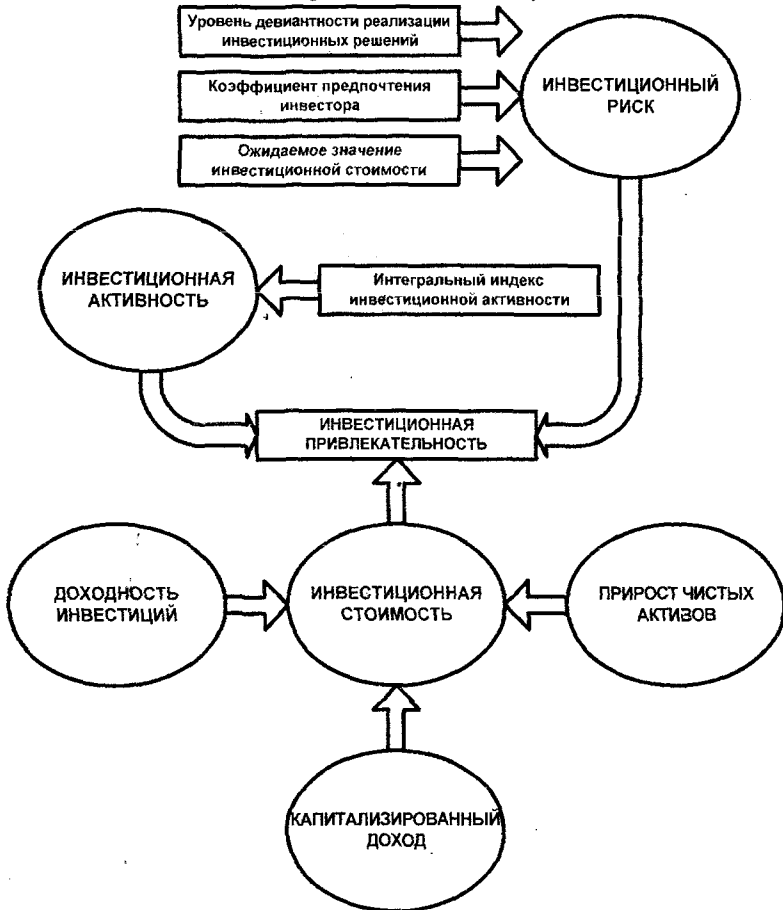


Рис. 1. Формирование инвестиционной привлекательности компании

Для целей определения инвестиционной привлекательности для конкретного инвестора используется показатель инвестиционной стоимости. Стандарты Международного комитета оценки (The International Assets Valuation Standards Committee) определяют инвестиционную стоимость как специфическую

стоимость капиталовложений конкретного инвестора или группы инвесторов при определенных условиях инвестирования¹. Инвестиционная стоимость показывает, прежде всего, привлекательность объекта вложения для данного инвестора, с точки зрения долгосрочных перспектив доходности, с учетом принятия предполагаемых управленческих и инвестиционных решений.

В результате анализа различных подходов к определению понятия инвестиционной привлекательности предлагается определять ее как характеристику объекта инвестирования с позиций перспективности развития, доходности инвестиций и уровня инвестиционных рисков для конкретного инвестора или группы инвесторов. Таким образом, в целях оценки инвестиционной привлекательности компании, учитывающим потенциальные инвестиционные компоненты ее роста, предлагается использовать скорректированный показатель инвестиционной стоимости компании, который в работе предлагается рассчитывать по формуле:

$$IS_t = NPV_{(t-1)} + \frac{ЧП_t \cdot (1 + g)}{(k - g)} \pm \Delta ЧА_t, \quad (1)$$

где IS_t – инвестиционная стоимость компании в t -м году; $NPV_{(t-1)}$ – чистый дисконтированный доход в предыдущем t -му году; $ЧП_t$ – чистая прибыль в t -м году; $\Delta ЧА_t$ – изменение величины чистых активов компании на момент в году t ; k – ставка капитализации (в долях единицы); g – темп прироста потенциального чистого дохода (в долях единицы).

Данный показатель основан на доходном подходе оценки стоимости, обосновывающий оценку стоимости с точки зрения полезности объекта оценки и в зависимости от ожидаемой доходности данной компании.

В целях анализа инвестиционной деятельности компаний используются показатели абсолютной и относительной инвестиционной привлекательности компании. Абсолютный показатель инвестиционной привлекательности, каковым является инвестиционная стоимость, дает количественный стоимостной результат уровня привлекательности компании. Для целей проведения сравнительного анализа и разработки методических подходов для сопоставления инвестиционной привлекательности компаний в отраслевом и региональном разрезе необходимо введение показателя относительной инвестиционной привлекательности, предполагающего базу сравнения. В качестве базы сравнения предлагается использовать балансовую стоимость компании:

$$C_c = \frac{IS_K}{BC_K} = \frac{NPV_{(t-1)} + (ЧП \cdot (1 + g) / (k - g)) \pm \Delta ЧА_t}{BC_t}, \quad (2)$$

где C_c – коэффициент инвестиционной привлекательности; BC_K – балансовая стоимость компании. Сопоставление инвестиционной и балансовой стоимости компании предоставляет возможность проработки альтернативных сценариев расчета рыночной капитализации некотируемых на рынке ценных бумаг компаний в условиях отсутствия достоверной ее оценки через механизм фондового рынка (например, при отсутствии котировок на фондовом рынке).

Предложенная методология расчета инвестиционной стоимости и сопостав-

¹ Международные стандарты оценки / Пер. с англ. – М.: Типография «Новости», 2000.

ления ее с активами компании позволит определять перспективные объекты бизнеса с позиции выявленного потенциала наращивания капитализации и способности генерировать прибыль и является критерием принятия инвестиционных решений.

2. Предложена методика определения уровня девиантности реализации инвестиционных решений с позиции ее влияния на оценку инвестиционной привлекательности компании в условиях высокой степени неопределенности.

На формирование уровня инвестиционной привлекательности компании влияет компонент неспецифических (некоммерческих) инвестиционных рисков. Инвестиционный риск, влияющий на формирование инвестиционной привлекательности компании и неразрывно связанный с инвестиционной деятельностью компаний, определяется в работе как вероятность полного или частичного неполучения результатов осуществления инвестиций, планируемых участниками инвестиционного процесса.

Высокая степень неопределенности, характерная для современной региональной экономической среды вызывает необходимость обоснования метода, учитывающего уровень достижимости заданных ожидаемых значений инвестиционной стоимости с учетом предпочтений потенциальных инвесторов по параметрам риска и доходности.

Оценка девиантности (коэффициента риска) реализации инвестиционных решений может быть представлена в следующей форме:

$$ИС_{\text{exp}}' = \lambda \cdot ИС_{\text{max}} + (1 - \lambda) \cdot ИС_{\text{min}}, \quad (3)$$

где $ИС_{\text{exp}}$ – ожидаемое значение инвестиционной стоимости компании, $ИС_{\text{min}}$ – минимальное значение инвестиционной стоимости компании; $ИС_{\text{max}}$ – максимальное значение инвестиционной стоимости компании; λ – показатель, используемый в условиях неопределенности для учета предпочтений инвестора. В качестве прикладного инструментария оценки степени девиантности реализации инвестиционных решений в работе использован инструментарий теории нечетких множеств, который позволяет формализовать степень девиантности в виде следующей формулы:

$$S_R = \beta \cdot \left(1 + \frac{1 - \alpha}{\alpha} \cdot \ln(1 - \alpha) \right), \quad (4)$$

где

$$\alpha = - \frac{ИС_{\text{min}}}{ИС_{\text{exp}} - ИС_{\text{min}}}, \quad (5)$$

$$\beta = - \frac{ИС_{\text{min}}}{ИС_{\text{max}} - ИС_{\text{min}}}. \quad (6)$$

Предполагая, что функция полезности для инвестора выражается в увеличении роста инвестиционной стоимости компании, которая может служить индикатором принятия инвестиционных решений, коэффициент предпочтения инвестора можно представить в виде:

$$\lambda = \frac{ИС_{\kappa} - БС_{\kappa}}{ИС_{\kappa}}. \quad (7)$$

Таким образом, принимаемое инвестором решение будет зависеть от со-

отношения инвестиционной и балансовой стоимостей компании.

Подставив выражение (3) в формулу (5) получаем, что:

$$a = R/\lambda. \quad (8)$$

Преобразовав формулу (4) с учетом полученного выражения получаем показатель степени риска с учетом коэффициента предпочтения инвестора.

$$S_R = \lambda \cdot [\alpha + (1-\alpha) \cdot \ln(1-\alpha)]. \quad (9)$$

Данная формула позволяет определять степень девиантности реализаций инвестиционных решений с учетом ее влияния на формирование инвестиционной стоимости в условиях высокой степени неопределенности в зависимости от двух параметров: коэффициента предпочтения инвестора λ и границы зоны риска α (рис. 2).

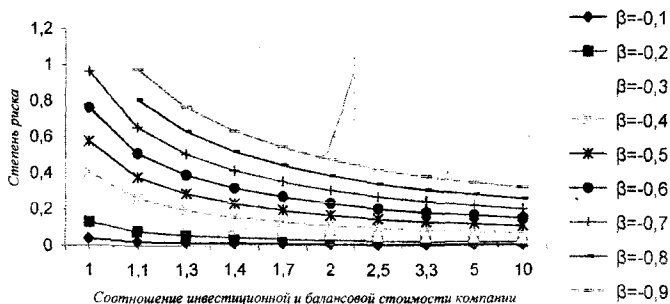


Рис. 2. Оценка степени девиантности реализации инвестиционных решений

Предложенный методический аппарат оценки степени девиантности реализации инвестиционных решений позволяет преодолевать недостатки вероятностного и минимаксного подходов и формировать спектр возможных сценариев инвестиционных решений, связанных с оценкой инвестиционной стоимости компании. Уровень достижения ожидаемого инвестиционной стоимости может послужить интегральной мерой воздействия неблагоприятных результатов инвестиционного процесса в зависимости от девиантности реализации инвестиционных решений.

3. Определена система индексов для мониторинга внутреннего инвестиционного потенциала компании, которая основывается на интегральном индексе многофакторной оценки инвестиционной деятельности телекоммуникационной компании.

В процессе формирования инвестиционной привлекательности одним из важнейших факторов выступает инвестиционная активность компании, характеризующая интенсивность ее инвестиционной деятельности. Инвестиционная активность оказывает влияние на формирование инвестиционной привлекательности.

В целях проведения анализа и мониторинга инвестиционной деятельности компании в реальных условиях регионального окружения, а также для ранжирования и рейтинговых сопоставлений компаний по их инвестиционной привлекательности в работе предложена количественная идентификация инвестиционной активности в виде системы индексов (рис. 3). Индексный метод ис-

числения инвестиционной активности позволяет провести рейтинговую оценку отдельной компании по ряду составляющих компонентов инвестиционной активности в общей выборке компаний в отраслевом либо региональном разрезе. Интегральный индекс инвестиционной активности позволяет проводить сравнительный анализ компаний с присвоением им определенного рейтинга.

Индекс ресурсной обеспеченности компании I_p^I :

1. Индекс объема основных фондов на 1 работника $I_{OC} = \Phi_i / \Phi_{max}$, где Φ_i – объем основных фондов на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); Φ_{max} – максимальное значение объема основных средств на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

2. Индекс объема нематериальных активов на 1 работника $I_{HA} = H_i / H_{max}$, где H_i – объем нематериальных активов на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); H_{max} – максимальное значение объема нематериальных активов на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

3. Индекс объема оборотных средств на 1 работника $I_{OBC} = C_i / C_{max}$, где C_i – объем оборотных средств на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); C_{max} – максимальное значение оборотных средств на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

Индекс результативности (прибыльности) компании I_n^{II} :

1. Индекс чистой прибыли на 1 работника $I_{чп} = \Pi_i / \Pi_{max}$, где Π_i – объем чистой прибыли на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); Π_{max} – максимальное значение чистой прибыли на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

2. Индекс выручки на 1 работника $I_B = B_i / B_{max}$, где B_i – объем выручки на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); B_{max} – максимальное значение выручки на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

3. Индекс прибыли до налогообложения (ЕВТ) на 1 работника $I_{EBT} = E_i / E_{max}$, где E_i – объем ЕВТ на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); E_{max} – максимальное значение ЕВТ на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

Индекс реинвестирования (за счет собственных средств) компании I_{CC}^{III} :

1. Индекс нераспределенной прибыли на 1 работника $I_{CC} = P_i / P_{max}$, где P_i – объем нераспределенной прибыли на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); P_{max} – максимальное значение нераспределенной прибыли на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

2. Индекс амортизационных отчислений на 1 работника $I_{AM} = A_i / A_{max}$, где A_i – объем амортизационных отчислений на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); A_{max} – максимальное значение амортизационных отчислений на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

Индекс вложений компании $I_{ВД}^{IV}$:

1. Индекс вложений в материальные ценности на 1 работника $I_{МП} = M_i / M_{max}$, где M_i – объем вложений в материальные ценности на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); M_{max} – максимальное значение вложений в материальные ценности на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

2. Индекс финансовых вложений на 1 работника $I_{ФИН} = V_i/V_{\max}$, где V_i – объем финансовых вложений на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); V_{\max} – максимальное значение финансовых вложений на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

3. Индекс инвестиций в основной капитал на 1 работника $I_{KB} = K_i/K_{\max}$, где K_i – объем инвестиций в основной капитал на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); K_{\max} – максимальное значение инвестиций в основной капитал на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

Индекс привлеченных средств компании $I_{ПС}^V$:

1. Индекс банковского кредита на 1 работника $I_{КР} = B_i/B_{\max}$, где B_i – объем привлеченных банковских кредитов на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); B_{\max} – максимальное значение привлеченных банковских кредитов на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

2. Индекс выпуска облигаций на 1 работника $I_{ОБ} = Z_i/Z_{\max}$, где Z_i – стоимостной объем выпущенных облигаций на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); Z_{\max} – максимальное значение стоимостного объема выпущенных облигаций на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

3. Индекс товарного кредита на 1 работника $I_{ТК} = T_i/T_{\max}$, где T_i – объем отсрочки платежа на 1 работника i -й компании (тыс. руб.); T_{\max} – максимальное значение отсрочки платежа на 1 работника среди компаний (тыс. руб.).

Таблица 1.

Показатели интегрального индекса оценки инвестиционной активности компаний операторов сотовой связи за 2003-2005 гг., рассчитанного по РСБУ

Компани- операторы сотовой связи	Год	Индекс ресурс- ной обеспе- ченно- сти	Индекс результатив- ности	Индекс реинве- стирова- ния	Индекс вложе- ний	Индекс привле- ченных средств	Инте- граль- ный ин- декс
МТС	2003	0,2533	0,2782	0,3837	0,1075	0,019	0,1407
	2004	0,5109	0,9893	0,373	0,1859	0,4648	0,4389
	2005	0,6603	0,5066	0,1313	0,126	0,5267	0,3111
ВымпелКом	2003	0,2192	0,3578	0,5319	0,1747	0,1797	0,2651
	2004	0,3194	0,9451	0,5015	0,0662	0,0275	0,1941
	2005	0,6014	1	0,7895	0,1136	0,0382	0,2903
Мегафон	2003	1	1	0,3094	1	0,9925	0,7897
	2004	0,6582	0,697	0,481	1	0,6459	0,6773
	2005	0,5331	0,4328	0,5104	1	0,5125	0,5703
СМАРТС	2003	0,0368	0,0513	0,1761	0,0701	0,1413	0,0801
	2004	0,144	0,0846	0,1676	0,2909	0,4389	0,192
	2005	0,1413	0,0821	0,1949	0,1444	0,4024	0,1674
Сотел	2003	0,0131	0,1328	0,5465	0,0412	0,0047	0,045
	2004	0,385	-0,2131	-0,3734	0,0078	0,0003	0,037
	2005	0,2789	-0,0624	-0,1976	0,0218	0,1294	0,099

Расчет индексов в соответствии с российскими стандартами бухгалтерской отчетности (РСБУ) приведен в таблице по пяти компаниям-операторам со-

товой связи, действующих на региональном сегменте рынка сотовой связи Башкортостана, включая четыре федеральных и одного регионального операторов сотовой связи. Расчет произведен по годам, в динамике (табл. 1).

Вывод интегрального индекса по данным финансовой отчетности, рассчитанным по международным стандартам (МСФО), представлен в табл. 2.

Таблица 2.

Показатели интегрального индекса инвестиционной активности компаний-операторов сотовой связи за 2003-2005 гг., рассчитанного по МСФО

Компани-операторы сотовой связи	Год	Индекс ресурсной обеспеченности	Индекс результативности	Индекс реинвестирования	Индекс вложений	Индекс привлеченных средств	Интегральный индекс
МТС	2003	0,18	0,338	0,2232	0,4464	0,2465	0,2722
	2004	0,6689	0,9494	0,8286	0,6667	0,5392	0,7167
	2005	0,6807	0,9312	0,6657	0,5313	0,5355	0,6544
ВымпелКом	2003	0,264	0,577	0,4875	0,3	0,4288	0,3945
	2004	0,9241	0,8868	0,9847	1	0,9413	0,9465
	2005	0,9447	0,8944	0,9094	0,8802	0,5874	0,8314
Мегафон	2003	1	1	1	0,5282	0,839	0,8498
	2004	0,9932	0,6662	0,8292	0,9655	0,918	0,8657
	2005	0,7805	0,9363	1	1	0,4116	0,7864
СМАРТС	2003	0,0441	0,0981	0,0731	0,127	0,1073	0,0845
	2004	0,3014	0,0957	0,1265	0,5172	0,4626	0,2445
	2005	0,6667	0,2412	0,1619	0,4828	0,5163	0,3651

Проведенный расчет индексов позволили выявить явных лидеров и «аутсайдеров» на рынке сотовой связи Башкортостана. Явным «аутсайдером» является региональный оператор ОАО «ССБ», который по сравнению с федеральными операторами не обладает конкурентными преимуществами. Для уточнения конкурентной позиции компании на региональном отраслевом сегменте рынка в работе предложена методика ранжирования компаний, позволяющая проведения рейтинговой оценки их на отраслевом сегменте.

4. Разработана методика ранжирования телекоммуникационных компаний с учетом интегрального индекса инвестиционной активности и коэффициента инвестиционной привлекательности компаний в координатах российского и международных стандартов финансовой отчетности.

С учетом выявленных компонентов формирования инвестиционной привлекательности предложена комплексная методика ранжирования компаний, позволяющая сопоставлять компании по степени их инвестиционной активности и уровню их инвестиционной привлекательности для потенциального инвестора на региональном либо отраслевом сегментах рынка. Данная методика представляет собой позиционирование анализируемых компаний по двум параметрам: интегрального индекса инвестиционной активности, которая отражает динамику развития компании и коэффициента инвестиционной привлекательности которая, в свою очередь, с учетом вариабельности дает возможность сопоставлять компании по их потенциалу наращивания капитализации.

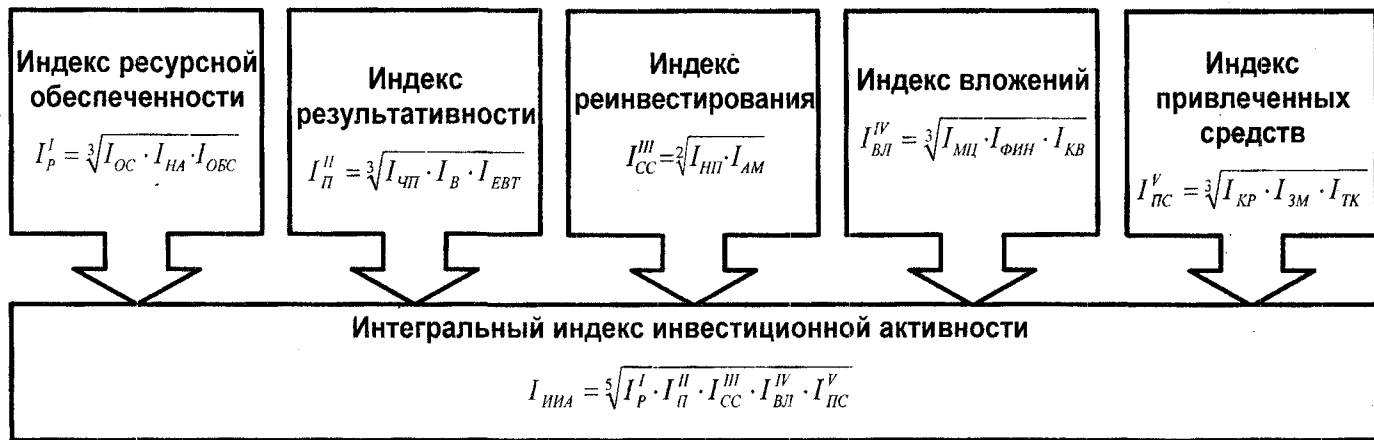


Рис. 3. Расчет интегрального индекса инвестиционной активности

Расчет данных параметров и ранжирование компаний проведен на примере пяти компаний-операторов мобильной связи, действующих на рынке сотовой связи Республики Башкортостан: МТС, ВымпелКом, МСС-Поволжье, SMARTC, ССБ за период их деятельности на этом рынке с 2003-2005 гг. Результаты расчетов по российским стандартам бухгалтерской отчетности представлены на рис. 4. Выявленная динамика по двум параметрам позволила позиционировать компании-операторы сотовой связи по четырем квадрантам.

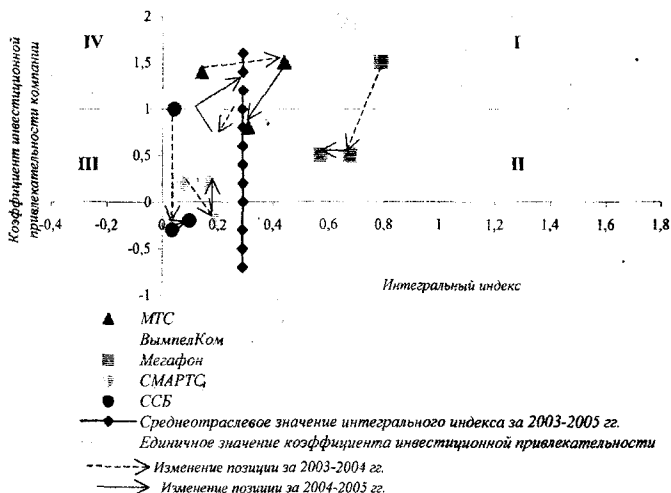


Рис. 4. Матрица распределения операторов сотовой связи по уровню коэффициента инвестиционной привлекательности и интегрального индекса по данным РСБУ

Выявленная динамика по двум параметрам позволила позиционировать компании-операторы сотовой связи по четырем квадрантам.

Квадрант I (высокий уровень коэффициента инвестиционной привлекательности – высокий уровень интегрального индекса). Компании, находящиеся в данном квадранте характеризуются высокой эффективностью проводимой инвестиционной стратегией по сравнению с конкурентами. Подобная удачная стратегия инвестиционной деятельности позволяет им обладать рыночной привлекательностью. В итоге 2005 года в данный квадрант попадает «ВымпелКом».

Квадрант II (низкий уровень коэффициента инвестиционной привлекательности – высокий уровень интегрального индекса). В этот квадрант попадают компании, проводящие активную инвестиционную политику размещения и привлечения инвестиций. Позиционирование в данном квадранте характерно для компаний только осваивающих данный рынок и в силу этого обладающих незначительной долей рынка и высоким уровнем инвестиционных затрат, что в конечном итоге снижает значение инвестиционной стоимости и увеличивает общий долг компании. К 2005 году в этом квадранте оказываются МТС и Мегафон.

Квадрант III (низкий уровень коэффициента инвестиционной привлекательности – низкий уровень интегрального индекса). В данном квадранте нахо-

дятся компании – аутсайдеры. Они характеризуются низкой степенью инвестиционной активности, проводят неэффективную инвестиционную стратегию по сравнению с отраслевыми лидерами. На протяжении трех лет данный квадрант не покидают компании СМАРТС и ССБ, обладающие незначительной долей регионального сегмента рынка сотовой связи.

Квадрант IV (высокий уровень коэффициента инвестиционной привлекательности – низкий уровень интегрального индекса). Positionирование компаний в данном квадранте, как правило, является временным, поскольку невозможно устойчиво во времени поддерживать высокую степень инвестиционной привлекательности при низкой инвестиционной активности.

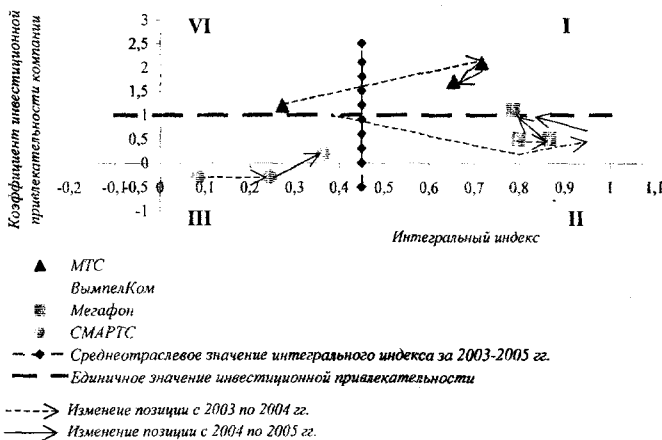


Рис. 5. Матрица распределения операторов сотовой связи по уровню коэффициента инвестиционной привлекательности и интегрального индекса по данным МСФО

В соответствии с данными по международным стандартам финансовой отчетности позиционирование этих компаний по двум параметрам: коэффициенту инвестиционной привлекательности и уровню интегрального индекса инвестиционной активности позволило получить следующие результаты, представленные на рис. 5.

Федеральные операторы сотовой связи: МТС, Мегафон и ВымпелКом являются отраслевыми лидерами на региональном рынке и характеризуются показателем интегрального показателя выше среднеотраслевого, а также инвестиционной стоимостью, превышающей балансовую стоимость активов компаний. Компания СМАРТС, занимающая незначительную долю на региональном отраслевом рынке значительно уступает федеральным сотовым компаниям по обоим параметрам.

В ходе сопоставимого анализа оценок инвестиционной и балансовой стоимости компаний – операторов сотовой связи в региональной экономике Башкортостана выявлен значительный потенциал недооцененной инвестиционной стоимости, рассчитанной по принятым в международной практике стандартам, по сравнению со стоимостью, выявленной в соответствии с российскими стандартами бухгалтерской отчетности. При переходе к международной практике финансовой отчетности

данный фактор становится ключевым для потенциального роста инвестиционной стоимости, а впоследствии и для роста рыночной стоимости компании.

5. Предложена методика позиционирования компаний по двум параметрам: коэффициента инвестиционной привлекательности и удельного показателя прибыльности в рамках российского и международных стандартов финансовой отчетности.

В соответствии с предложенной методикой было проведено позиционирование операторов сотовой связи по параметрам: коэффициенту инвестиционной привлекательности и чистой прибыли на одного абонента, наиболее наглядно демонстрирующим дифференциацию инвестиционной привлекательности на региональном сегменте рынка. Результаты расчетов, проведенные в соответствии с российскими стандартами бухгалтерской отчетности на примере пяти компаний операторов сотовой связи: четырех общедо федеральных и одной региональной компании за 2003-2005 гг. представлены в виде матрицы на рис. 6.

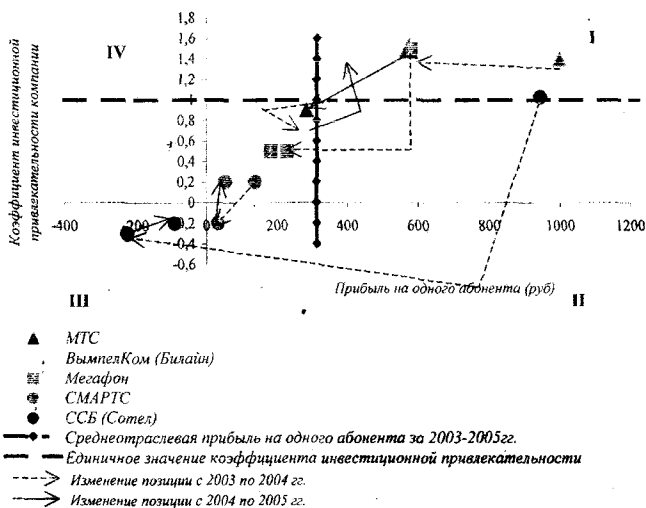


Рис. 6. Матрица позиционирования операторов сотовой связи по уровню коэффициента инвестиционной привлекательности и прибыли на одного абонента по данным РСБУ

На графике варианты сочетания коэффициента инвестиционной привлекательности и прибыли на одного абонента по отношению к средним по выборке представлены в виде матрицы.

В *квадрант I* матрицы (высокий уровень коэффициента инвестиционной привлекательности – высокая прибыль) попали компании – отраслевые лидеры, которые сочетают удачную инвестиционную политику, эффективно используют ресурсы, имеют высокий уровень прибыльности. Таковым в 2005 году является «ВымпелКом».

Квадрант II (низкий уровень коэффициента инвестиционной привлекательности – высокая прибыль). Подобное соотношение не характерно для рынка мо-

бильной связи, так как высокий уровень инвестиционного потенциала, как правило, находит отражение в высоких значениях чистой прибыли и наоборот. Такая ситуация может наблюдаться, когда операторы сотовой связи стремятся завоевать большую долю рынка за счет снижения тарифов и наращивания капитальных затрат.

Квадрант III (высокий уровень коэффициента инвестиционной привлекательности – низкая прибыль) объединяет наименее успешные компании. В этом квадранте находятся компании, функционирующие на сегменте рынка, где господствуют отраслевые лидеры. Такие компании занимают небольшую долю рынка и вследствие этого не способны увеличить прибыль. Оказалось, что к 2005 году таковыми являются большинство компаний таких, как МТС, Мегафон, СМАРТС, ССБ, за исключением «ВымпелКома».

Квадрант IV (низкий уровень коэффициента инвестиционной привлекательности – высокая прибыль). Подобная ситуация также не характерна для мобильного сегмента в силу того, что компаниям невозможно получать высокую прибыль при низкой способности генерировать доходы. Положение компании в этом квадранте может быть временным по причине действия кратковременных неблагоприятных событий.

Использование в качестве базы для расчетов данные отчетов по международным стандартам финансовой отчетности дает принципиально иные значения показателей (рис. 7).

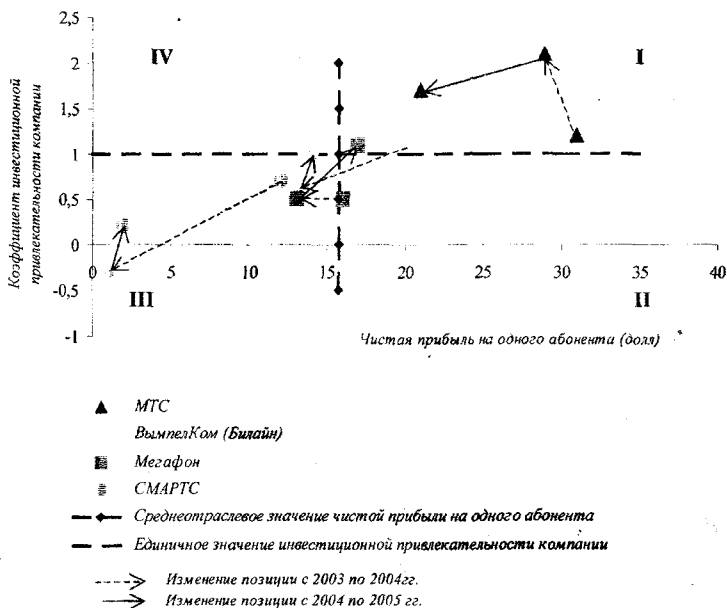


Рис. 7. Матрица позиционирования операторов сотовой связи по уровню коэффициента инвестиционной привлекательности и прибыли на одного абонента по данным МСФО

В результате компании оказываются недооцененными с точки зрения их инвестиционной активности. По данным, рассчитанным по российским стандар-

там бухгалтерского учета в 2005 году, на рынке мобильной связи нет отраслевых лидеров, и происходит ухудшение позиций операторов сотовой связи (табл. 3). По международным стандартам финансовой отчетности инвестиционная стоимость компаний гораздо выше балансовой. В итоге МТС и Мегафон находятся в I квадранте и обладают преимуществами отраслевых лидеров.

Таблица 3.

Динамика распределение компаний-операторов сотовой связи по квадрантам по уровню коэффициента инвестиционной привлекательности и прибыли на одного абонента по данным РСБУ

2003		2004		2005	
II ВымпелКом	I МТС Мегафон ССБ	II -	I МТС	II -	I ВымпелКом
IV -	III СМАРТС	IV -	III ВымпелКом Мегафон СМАРТС ССБ	IV -	III МТС Мегафон СМАРТС ССБ

Направления изменения позиций операторов сотовой связи представлены в табл. 4.

Таблица 4.

Динамика распределение компаний-операторов сотовой связи по квадрантам по уровню коэффициента инвестиционной привлекательности и прибыли на одного абонента по данным МСФО

2003		2004		2005	
II Мегафон	I МТС ВымпелКом	II -	I МТС	II -	I МТС Мегафон
IV -	III СМАРТС	IV -	III ВымпелКом Мегафон СМАРТС	IV ВымпелКом	III СМАРТС

Таким образом, на протяжении всех трех лет неизменное лидерство удерживает МТС, в 2005 году в ряд с отраслевым лидером выходит Мегафон. Компания «СМАРТС» остается неизменным «аутсайдером» в ряду с лидерами, позиция же «ВымпелКома» уступает лидерам по уровню среднеотраслевого показателя прибыльности. Совместное наложение по представленным методикам позиционирования компаний позволило выявить основные инвестиционные стратегии обеспечения лидирующих позиций, заключающиеся в достижении высокой степени инвестиционной активности, определяемой уровнем интегрального индекса и коэффициентов инвестиционной привлекательности.

Проведенный анализ и позиционирование сотовых компаний по результативности их инвестиционной деятельности выявил практику применения в ходе экспансии крупными федеральными операторами сотовой связи стратегии инвестирования преимущественно в мероприятия по захвату большей доли рынка и расширения абонентской базы зачастую в ущерб увеличению их прибыльности. В ходе сопостави-

мого анализа оценок инвестиционной привлекательности компаний – операторов сотовой связи в региональной экономике Башкортостана выявлен значительный потенциал недооцененной инвестиционной привлекательности, рассчитанной по принятым в международной практике стандартам, по сравнению со стоимостью, выявленной в соответствии с российскими стандартами бухгалтерской отчетности. Включение стоимостной оценки в концепцию инвестиционной привлекательности играет важную роль при управлении компанией. С одной стороны, принятие инвестиционных решений, изменений параметров политики компании отражаются сразу же на показателе инвестиционной стоимости компании. Путем целенаправленного воздействия на выделенные компоненты инвестиционной стоимости можно воздействовать на процесс формирования инвестиционной привлекательности. Вместе с тем обоснование принятия инвестиционных решений обусловлено достоверной оценкой инвестиционных перспектив компании, отраженных в комплексном показателе инвестиционной привлекательности, базирующейся в первую очередь на механизме определения инвестиционной стоимости. Разработанные и реализованные в работе методики носят универсальный отраслевой характер и могут быть применены для оценки инвестиционной привлекательности компаний на различных сегментах делового оборота в экономике региона.

Расчет инвестиционной стоимости становится действенным инструментом для обеспечения наиболее эффективного распределения инвестируемых ресурсов и подкрепления управленческих решений в условиях динамично меняющейся экономической среды.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

1. Обоснован авторский подход к оценке инвестиционной привлекательности компаний на отраслевом региональном рынке. Данный подход дает возможность оценки рыночной стоимости в условиях отсутствия развитого аппарата оценки через механизм фондового рынка. Оценка инвестиционной привлекательности компаний, не имеющих размещения акций на рынке ценных бумаг, создает основу для определения перспективного роста их потенциальных доходов с целью принятия эффективных управленческих решений. Предложенная методология расчета коэффициента инвестиционной привлекательности компании позволит выявлять перспективные объекты бизнеса с позиции выявленного потенциала наращивания капитализации и способности генерировать прибыль.

2. Предложена методика определения степени девиантности реализации инвестиционных решений с позиции влияния ее на инвестиционную привлекательность компании в условиях высокой степени неопределенности, которая в отличие от применявшихся позволяет моделировать вероятные значения инвестиционной стоимости компании, возникающие при изменении степени риска. Таким образом, предложенный методический аппарат оценки степени девиантности реализации инвестиционных решений позволяет формировать спектр возможных сценариев инвестиционных решений, связанных с оценкой инвестиционной стоимости компании. Уровень достижения ожидаемого инвестиционной стоимости может послужить интегральной мерой воздействия неблагоприятных результатов инвестиционного про-

цесса в зависимости от девиантности реализации инвестиционных решений.

3. Определена система индексов для мониторинга внутреннего инвестиционного потенциала компании, которая основывается на интегральном индексе многофакторной оценки инвестиционной деятельности компании. Мониторинг основных направлений вложения инвестиций с использованием индексов позволил выявить конкурентные преимущества компаний операторов сотовой связи на региональном сегменте рынка, и предоставил возможность ранжирования и рейтинговой оценки этих компаний по их инвестиционной активности. Результаты исследования инвестиционной активности сотовых компаний, дают возможность прогнозировать в будущем уход местных компаний с рынка сотовой связи либо поглощение их крупными инвесторами.

4. Разработана методика ранжирования компаний подходы с учетом интегрального индекса инвестиционной активности и коэффициента инвестиционной привлекательности компаний. В ходе сопоставимого анализа оценок инвестиционной привлекательности компаний – операторов сотовой связи в региональной экономике Башкортостана выявлен значительный потенциал недооцененной их способности наращивания капитализации, рассчитанной по принятым в международной практике стандартам, по сравнению со стоимостью, выявленной в соответствии с российскими стандартами бухгалтерской отчетности. При переходе к международной практике финансовой отчетности данный фактор становится ключевым для потенциального роста перспективных доходов компаний, а в последствии и для роста их инвестиционной привлекательности как объекта возможного приобретения.

5. Методика позиционирования компаний по двум параметрам: коэффициента инвестиционной привлекательности и удельной прибыльности в рамках российских и международных стандартов финансовой отчетности может быть применена для оценки инвестиционной привлекательности компаний на различных сегментах регионального рынка. Предложенная методика позволит более точно позиционировать региональные компании по степени их инвестиционной привлекательности, что особенно важно в условиях незавершенности формирования в России цивилизованного фондового рынка, а также выявлять потенциально привлекательные сегменты рынка вложений и компании – потенциальные объекты для приобретения в ходе возможного в перспективе слияния и поглощения их не только российскими, но и зарубежными компаниями.

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ:

1. Фатхлисламова Г.Ф. Рынок как форма современного товарного производства (учебное пособие) // Введение в современную рыночную экономику: учебное пособие / Под общ. ред. И.А. Хисамудинова, Б.В. Зайцева и др. – Уфа: Изд-во УГНТУ, 2000. – С. 30-40.
2. Фатхлисламова Г.Ф., Садыкова А.Ф. Формирование инвестиционного климата в России // Материалы 54-й научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых. – Уфа: Изд-во УГНТУ, 2003. – С. 154-155.
3. Фатхлисламова Г.Ф. Природно-ресурсный потенциал как фактор модернизации экономики // Приоритет России XXI века: от биосферы и техносферы

ры к ноосфере. Международная научно-практическая конференция. – Пенза: Изд-во ПГСХА, 2003. – С. 181-182.

4. Фатхлисламова Г.Ф. Разработка инвестиционной стратегии на региональном уровне // Воспроизводственный потенциал региона. II Международная научно-практическая конференция. – Уфа: Изд-во БашГУ, 2004. – С. 208-209

5. Фатхлисламова Г.Ф. Иностранные инвестиции в российскую экономику: за и против // Экономическое развитие региона и информационная поддержка предпринимательства. Региональная научно-практическая конференция. – Уфа: Изд-во УГАЭС, 2004. – С. 228-230.

6. Фатхлисламова Г.Ф. Международное движение капитала (учебное пособие) // Курс мировой экономики: учебное пособие / Под общ. ред. И.А. Хисамудинова, Б.В. Зайцева и др. – Уфа: Изд-во УГНТУ, 2005. – С. 115-138.

7. Фатхлисламова Г.Ф. Особенности управления инвестиционной стратегией в условиях трансформации экономики России // Общественный сектор региона: теория и практика реформирования. Всероссийская научно-практическая конференция. – Уфа: Изд-во ИСЭИ УНЦ РАН, 2006. – С. 163-167.

8. Фатхлисламова Г.Ф. Стратегия управления инвестициями как фактор самосохранения организации // Основные направления, опыт и проблемы инновационного, финансового и экономического развития субъектов хозяйствования. II Межрегиональная научно-практическая конференция. – Киров: Изд-во Вятского ГГУ, 2006. – С. 18-19.

9. Фатхлисламова Г.Ф. Эволюция научных подходов к формированию инвестиционных парадигм самосохранения организации в России XX-XXI вв. // История науки и техники. – 2007. – №1. – С. 133-139.

10. Фатхлисламова Г.Ф. Формирование аппарата оценки инвестиционной стоимости компаний как инструмент их позиционирования в условиях региональной экономической среды // Известия Российского государственного педагогического университета им. А.И. Герцена. – 2007. – №13. – С. 148-152.



Г.Ф. Фатхлисламова

Лицензия ЛР № 020764 от 29.04.98 г.

Подписано в печать 10.07.2007 г. Формат 60x84 1/16.

Отпечатано на ризографе.

Уч.-изд.л. 1,94. Усл. печ. л. 1,39.

Тираж 100 экз. Заказ № 818/1.

Издательство Института экономики УрО РАН
620014, г. Екатеринбург, ул. Московская, 29