

На правах рукописи

*Рава*

**РАМЕНСКАЯ ЛЮДМИЛА АЛЕКСАНДРОВНА**

**ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА И ПОВЫШЕНИЕ  
ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ  
ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ СУБЪЕКТОВ ЛЕСНОГО СЕКТОРА  
ЭКОНОМИКИ  
(на примере Свердловской области)**

Специальность 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством  
(экономика, организация и управление предприятиями, отраслями,  
комплексными – промышленность)

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук



Москва 2009

Работа выполнена в Уральском государственном лесотехническом  
университете

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
Бутко Галина Павловна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
Меньшикова Маргарита Аркадьевна  
кандидат экономических наук, доцент  
Кожемяко Николай Петрович

Ведущая организация: СОНОР  
Уральский Союз  
лесопромышленников

Защита состоится «21» апреля 2009 г. в 10 часов на заседании  
диссертационного совета Д 212.146.06 при Московском государственном  
университете леса по адресу: 141005, Московская обл., Мытищи – 5, ул. 1-я  
Институтская, 1

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Московского  
государственного университета леса

Автореферат разослан «20» марта 2009 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
кандидат экономических наук, доцент



М.Г. Пикалкина

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы.** Современная экономическая ситуация характеризуется увеличением мобильности капитала, вызванной нарастанием динамичности внешней среды. Повсеместное увеличение конкуренции за средства инвесторов в условиях ограниченности инвестиционных ресурсов, выдвигает на первый план проблему привлечения инвестиций отечественными субъектами народного хозяйства. Соответственно возрастает роль оценки и целенаправленного повышения инвестиционной привлекательности в процессе управления инвестициями.

Очень острой эта проблема остается в лесном секторе экономики, в силу особенностей отрасли, снижающих ее привлекательность для потенциальных инвесторов. К таким особенностям, прежде всего, относится большая инерционность, обусловленная длительностью цикла реализации инвестиционного проекта. Кроме того, отрасль сильно привязана к сырьевому фактору и оказывает значительное влияние на экологию.

Хозяйствующие субъекты лесного сектора экономики с одной стороны остро нуждаются в инвестициях, обеспечивающих устойчивое функционирование и развитие, сохранение традиционных и создание новых конкурентных преимуществ, а с другой, не способны их привлекать в силу утраты способности формировать внутренние ресурсы накоплений, ограниченных возможностей финансирования за счет прибыли и амортизации, а также высоких рисков долгосрочных вложений.

Таким образом, проблема создания научно-обоснованного методического аппарата по экономической оценке и повышению инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики Свердловской области представляется весьма актуальной.

**Степень разработанности проблемы.** Различным аспектам инвестиционной деятельности посвящены труды отечественных и зарубежных ученых Александра Г., Бейли Дж., Бланка И.А., Бочарова В.В., Гитмана Л.Д., Джонка М.Д., Золотогорова В.Г., Игониной Л.Л., Игошина Н.В., Ковалева В.В., Коссова В.В., Крейниной Н.М., Липсица И.В., Москвина В.А., Орловой Е.Р., Раевского С.В., Третьякова А.Г., Шарпа У., Шеремета В.В. и др.

В данном исследовании обосновывается целесообразность использования стоимостного подхода для экономической оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта.

В нашей стране широко известны труды таких зарубежных экономистов, как Грегори А., Дамодаран А., Десмонд Гленн М., Келли Ричард Э., Коллер Т., Коупленд Т., Миллер М., Модильяни Ф., Мурин Д., Ордуэй Н., Раппапорт А., Стерн. Д., Фридман Д. и других, посвятивших свои работы проблеме оценки стоимости компании.

Среди исследований российских ученых следует отметить работы Грязновой А.Г., Есипова В.Е., Маховиковой Г.А., Теплоевой Т.В., Тереховой В.В., Федотовой М.А., Чирковой Е.В. и других, осветивших вопросы стоимостной оценки и управления с учетом применения в современных российских условиях.

В отраслевом аспекте теоретической основой исследования послужили труды экономистов лесной отрасли – Бурдина Н.А., Бутко Г.П., Лобовикова Т.С., Кожухова Н.И., Леванова В.Е., Моисеева Н.А., Петрова А.П., Пластинина А.В.

Несмотря на большое количество работ по данной тематике, они не охватывают всего спектра возникающих проблем. Одним из малоизученных вопросов является повышение инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта при помощи управления его стоимостью.

**Целью** диссертационного исследования является уточнение теоретических положений, разработка научно-методических и практических рекомендаций по экономической оценке и повышению инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики.

Для достижения цели были сформулированы следующие задачи:

– исследовать экономическое содержание понятия инвестиционной привлекательности;

– выявить особенности инвестиционной деятельности хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики региона;

– провести анализ существующих методик оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов с обоснованием целесообразности их применения в лесном секторе экономики;

– разработать методические рекомендации по экономической оценке инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта с учетом отраслевых особенностей;

– разработать методический механизм формирования системы мониторинга инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов в условиях трансформационной экономики.

Цель и задачи исследования определили структуру, основные положения и содержание диссертации.

**Объектом** исследования является совокупность экономических, организационных и инвестиционных процессов хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики Свердловской области.

**Предметом** исследования являются теоретические и методические вопросы, возникающие в процессе формирования, оценки и управления инвестиционной привлекательностью в лесном секторе экономики.

**Теоретической базой** исследования послужили нормативно-правовые акты федеральных и региональных органов законодательной и исполнительной власти, а также исследования отечественных и

зарубежных ученых в области теории и практики инвестиционной деятельности.

**Методологическая база** исследования включает системный подход, выбранный в качестве общей методологии проведения исследования, а также понятия и принципы инвестиционного менеджмента, сравнительный и фактографический анализ, статистические, экспертные методы, а также табличные и графические приемы визуализации материалов исследования.

**Информационную базу** исследования составили материалы статистической отчетности Госкомстата, инструктивно-методические документы различных уровней управления, сообщения экономической и финансовой прессы, аналитико-статистические обзоры развития промышленных предприятий РФ, а также первичные фактические материалы организаций лесного сектора экономики и другая экономическая информация, собранная и обработанная соискателем.

**Научная новизна** диссертационного исследования состоит в развитии методических положений и разработке практических рекомендаций по экономической оценке и повышению инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики, основанных на реализации стоимостной модели принятия управленческих решений.

В соответствии с этим:

– обоснованы преимущества использования стейкхолдерской модели стоимостного подхода для экономической оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов региона, которая позволяет оценивать в качестве эквивалентов капитала их уникальные компетенции, определять эффективность использования инвестированного капитала, осуществлять выбор перспективных направлений развития инвестиционной деятельности хозяйствующего субъекта (п. 15.1, п. 15.13 паспорта специальности);

– создана методика расчета показателя инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов региона на основе модификации методов оценки с учетом отраслевой специфики (п. 15.1, п. 15.13 паспорта специальности);

– разработан механизм формирования мониторинга инвестиционной привлекательности, направленного на принятие управленческих решений, обеспечивающих повышение инвестиционной привлекательности, выбор наиболее эффективной альтернативы использования вложенного капитала, а также их корректировку в случае неверного определения целевых нормативов или существенных изменений внешней среды (п.15.13, п. 15.17 паспорта специальности).

**Практическая значимость** результатов исследования состоит в том, что проблемы экономической оценки и повышения инвестиционной привлекательности на отраслевом уровне были подвергнуты комплексному систематическому изучению, включая теоретические, методологические и прикладные аспекты этой темы. Выводы и

практические рекомендации могут быть использованы руководством хозяйствующих субъектов в лесном секторе экономики Свердловской области.

Результаты диссертационного исследования используются в учебном процессе в Уральском государственном лесотехническом университете при подготовке студентов специальностей 080500, 080507, 080100, 080801, 080502 в курсах «Экономическая оценка инвестиций», «Инновационный менеджмент», «Стратегический менеджмент».

**Апробация результатов** основные теоретические и практические положения диссертационного исследования обсуждались на ежегодных всероссийской научно-технических конференциях студентов и аспирантов «Научное творчество молодежи – лесному комплексу России» (Екатеринбург 2006 г., 2007 г., 2008 г.), международных научно-технических конференциях «Урал промышленный – Урал полярный: социально-экономические и экологические проблемы лесного комплекса» (Екатеринбург, 2007), «Социально-экономические и экологические проблемы лесного комплекса в рамках концепции 2020» (Екатеринбург, 2009).

По результатам исследования автором опубликовано 7 научных работ общим объемом 2,5 печатных листа.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 174 наименования. Диссертация изложена на 148 страницах машинописного текста, цифровой и графический материал представлен в 12 таблицах и 18 рисунках.

## **ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

*1. Уточнение содержания понятия инвестиционной привлекательности, выделение цели и задач ее экономической оценки.*

Инвестиции играют важнейшую роль в деятельности хозяйствующих субъектов. Привлечение инвестиций дает им дополнительные конкурентные преимущества и зачастую является мощнейшим средством роста.

На решение о возможности вложения средств инвестором непосредственное воздействие оказывает инвестиционная привлекательность.

Понятие инвестиционной привлекательности весьма сложное и трактуется довольно неоднозначно. В широком смысле инвестиционная привлекательность представляет собой противоречивое единство двух характеристик: экономического содержания (инвестиции) и психологической формы (привлекательность) – субъективных оценок объективной действительности (в качестве субъективных факторов, влияющих на принятие решения об инвестировании, следует

рассматривать субъективную оценку инвестором показателей состояния хозяйствующего субъекта и индивидуальную склонность к риску).

Инвестиционная привлекательность интерпретируется по-разному в зависимости от характера объекта, к которому относится, при этом некоторые аспекты данного понятия остаются недостаточно проработанными. К их числу следует отнести недостаточное внимание к деятельности хозяйствующего субъекта по привлечению инвестиций, поскольку значительная часть исследователей рассматривает данную экономическую категорию только со стороны потенциального инвестора.

Поэтому, на наш взгляд, целесообразно предложить "узкое" понимание инвестиционной привлекательности в соответствии с целью и задачами исследования.

В настоящей работе инвестиционная привлекательность рассматривается как комплекс мер, обуславливающих в совокупности потенциальный платежеспособный спрос на инвестиции, стимулирующий их привлечение в средне- и долгосрочной перспективе, с целью сохранения и (или) создания конкурентных преимуществ хозяйствующего субъекта, установления требуемых масштабов, структуры, источников получения и направлений использования инвестиций.

Механизм оценки инвестиционной привлекательности формируется через взаимовлияние компонент фактического состояния хозяйствующего субъекта и компонент его восприятия инвесторами.

По нашему мнению, набор факторов фактического состояния, оказывающих максимальное влияние на величину инвестиционной привлекательности, следует формировать исходя из того, каких инвесторов планируется привлекать в перспективе, поскольку совокупность характеристик, определяющих привлекательность хозяйствующего субъекта, различна для разных групп инвесторов.

Компоненту восприятия образуют экономическая и социально-культурная среда, системы ценностей отдельных инвесторов и общества в целом. Следовательно, при формировании факторов инвестиционной привлекательности следует также уделять внимание группам лиц, которые оказывают существенное влияние на деятельность хозяйствующего субъекта и заинтересованы в получении информации о состоянии инвестиционной привлекательности («стейкхолдерам»).

Применительно к хозяйствующему субъекту можно выделить следующие основные группы стейкхолдеров (табл.1).

Анализ характеристик, на которые опираются разные инвесторы при принятии решения об инвестировании, позволил выделить наиболее существенные компоненты инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта.

Компоненты можно условно разделить на две группы: внешние по отношению к хозяйствующему субъекту, которые оказывают управляющее воздействие на хозяйствующий субъект извне (местоположение, отрасль, характер взаимодействия с государственными органами, репутация

собственника), и внутренние (производственный потенциал, качество управления, финансовое состояние и его прозрачность, деловая репутация, перспективы развития, активность в области повышения деловой репутации и привлечения инвесторов).

Таблица 1

Группы стейкхолдеров хозяйствующего субъекта и их основные информационные интересы при рассмотрении инвестиционной привлекательности

Стейкхолдеры	Информационные интересы
Внутренние	
Собственники	прибыльность хозяйствующего субъекта, перспективы его развития, эффективность управления им
Топ-менеджмент	информация, позволяющая разрабатывать управленческие решения по повышению эффективности функционирования хозяйствующего субъекта
Сотрудники	сведения о прибыльности и стабильности хозяйствующего субъекта, обеспечивающие уверенность в наличии рабочего места и оплаты труда
Внешние	
Основные контрагенты	информация, свидетельствующая о положительной деловой репутации хозяйствующего субъекта и возможности выполнить взятые на себя обязательства
Государство (помимо его интересов, как инвестора)	информация для осуществления управленческих функций, ведения статистического наблюдения, выявления неплатежеспособности и принятия решения по закрытию или оздоровлению хозяйствующего субъекта
Общественность	информация, позволяющая оценить вклад хозяйствующего субъекта в экономику региона, страны в целом, перспектив занятости населения, его вложениях в экологические проекты, проекты по развитию социальной инфраструктуры
Инвесторы	различны, в зависимости от целей инвестирования

Экономическая оценка инвестиционной привлекательности представляет собой исследование информации о хозяйствующем субъекте с целью:

- принятия инвесторами обоснованных решений по финансированию инвестиционных проектов (программ), исходя из критерия инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта;
- объективной оценки достигнутой величины инвестиционной привлекательности, анализ изменения этой величины по сравнению с предыдущим периодом под воздействием различных факторов;
- выявления препятствий повышения инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта.

Исходя из сущности и содержания инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта и цели ее экономической оценки, можно также выявить основные задачи оценки:



1. Выявление масштабов влияния систематических рисков и неопределенности внешних факторов на инвестиционную привлекательность хозяйствующего субъекта.

2. Разработка альтернативных вариантов поведения хозяйствующего субъекта, позволяющих минимизировать влияние систематических рисков, в случае их возникновения.

3. Анализ влияния внутренних факторов на изменение инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, включая:

- изменение организационной структуры управления;
- увеличение эффективности функционирования системы обучения и повышения квалификации кадров;
- изменение финансовой устойчивости хозяйствующего субъекта;
- изменение платежеспособности хозяйствующего субъекта;
- повышение качества и конкурентоспособности продукции;
- повышение прозрачности деятельности хозяйствующего субъекта;
- повышение уровня деловой репутации;
- оценку перспектив развития хозяйствующего субъекта.

4. Разработка управленческих решений, оказывающих воздействие на внутренние факторы и направленных на повышение инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта.

5. Разработка ряда конкретных перспективных проектов, под реализацию которых требуются инвестиции (с указанием технико-экономического обоснования).

6. Повышение уровня информированности потенциальных инвесторов и заинтересованных лиц о перспективных проектах хозяйствующего субъекта.

7. Целенаправленное распространение сведений, позволяющих сформировать позитивный имидж хозяйствующего субъекта.

Таким образом, инвестиционная привлекательность является одним из ключевых факторов, влияющих на решение о вложении средств потенциальными инвесторами.

*2. Проведено исследование известных методов оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов, обоснованы преимущества использования стейкхолдерской модели стоимостного подхода.*

Одной из основных проблем при анализе инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта является выбор методики расчета. В ходе настоящего исследования соискателем были рассмотрены различные методы количественной идентификации инвестиционной привлекательности, позволяющие получить оценку, которую предлагается использовать как основу для принятия инвесторами решений о возможности вложения средств.

Осуществленная апробация известных методик оценки инвестиционной привлекательности (рейтинговой, факторной,

«бухгалтерской» и стоимостной) позволила оценить область применения и, соответственно, возможность использования для экономической оценки инвестиционной привлекательности предприятий лесного сектора экономики (табл. 2).

Таблица 2

Сопоставление методов оценки инвестиционной привлекательности

Признак	Рейтинговая оценка	Факторная оценка	«Бухгалтерская» оценка	Стоимостная оценка
Сложность	низкая	средняя	средняя	выше средней
Охват показателей	широкий	широкий	узкий	широкий
Субъективизм	средний	средний	низкий	низкий
Эксперты	есть	частично привлекаются	нет	нет
Доминирующая информация	стат-отчетность	стат-отчетность	финансовая информация, формируемая по стандартам бухгалтерского учета	финансовая информация, учитывающая инвестиционную стоимость денежных средств и риски их получения, дополненная информацией о драйверах стоимости
Вид результата оценки	рейтинговая оценка, ранг	интегральный показатель, относительный коэффициент, ранг	отсутствие единого показателя инвестиционной привлекательности, анализ финансового состояния хозяйствующего субъекта	стоимость хозяйствующего субъекта
Основные достоинства	простота, наглядность, большой опыт использования, учет ретроспективы	количественная сравнительная оценка, комплексность	экономический смысл показателя, учет ретроспективы, большой опыт использования, контроль над текущими операциями	экономический смысл показателя, учет инвестиционной стоимости денег, учет в оценке рисков инвестирования, учет управленческой гибкости
Основные недостатки	нет сравнительной оценки, позволяющей оценить «вес» объекта	необходимость дополнительных знаний об объекте	несовершенство систем бухгалтерского учета, невозможность оценить упускаемую выгоду принимаемых решений	сложность адаптации методик, сформулированных для совершенного и эффективного рынков
Область применения	оперативная и тактическая оценка для краткосрочного выбора			перспективная оценка для целей прогнозирования и стратегического управления

На основе сопоставления методов, был сделан вывод о целесообразности применения концепции управления стоимостью (VBM) для хозяйствующих субъектов в лесном секторе экономики.

VBM появилась в 80-х годах в США, в качестве защиты от так называемого недружественного поглощения, или «корпоративного рейдерства». Из всего множества альтернативных целевых функций в рамках концепции VBM выбирается максимизация стоимости. Это означает, что практически все осуществляемые хозяйствующим субъектом операции рассматриваются с позиции увеличения его стоимости.

Традиционная трактовка управления стоимостью рассматривает в качестве основных заинтересованных лиц собственников компании (акционеров), в этом случае стоимость трансформируется в максимизацию рыночной капитализации (как суммарной оценки обыкновенных акций по биржевым котировкам).

Однако такой подход сужает современное представление об управлении стоимостью. Игнорируется потенциальная возможность других групп инвесторов и прочих стейкхолдеров влиять на принятие решений.

Функционирование в рыночной среде обуславливает необходимость поиска новых стратегических ресурсов. В качестве таких ресурсов могут рассматриваться налаженные связи с поставщиками и потребителями, инновации в товарах и бизнес-процессах. Это свидетельствует о наличии уникальных компетенций хозяйствующего субъекта, следовательно, интересы их носителей также должны быть приняты во внимание. В рамках VBM такой учет возможен в стейкхолдерской модели управления стоимостью.

На наш взгляд, в настоящее время имеет место явная недооценка привлекательности лесного сектора экономики. Использование стоимостного подхода, а именно стейкхолдерской модели, к оценке инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики позволит оценивать в качестве эквивалентов капитала интеллектуальный капитал, репутацию, хорошие отношения с поставщиками и клиентами, возможность использования ресурсов влияния. Данный аспект немаловажен для хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики, поскольку большинство из них существуют довольно давно, имеют постоянных клиентов и поставщиков, уникальный высококвалифицированный персонал.

*3. Разработан методический подход расчета показателя инвестиционной привлекательности на основе комплексной стоимостной оценки, обоснована целесообразность его применения*

Инвестиционную привлекательность хозяйствующего субъекта целесообразно определять на основе его стоимостной оценки. Следовательно, прирост стоимости свидетельствует о привлекательности, уменьшение – непривлекательности объекта инвестирования. В качестве

критерия изменения стоимости предлагается выделить коэффициент инвестиционной привлекательности, который следует рассчитывать как отношение текущей стоимостной величины к оценке, полученной в предыдущем периоде.

На основе анализа подходов и методов оценки стоимости, нами были выделены те из них, которые представляется возможным использовать в целях экономической оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики:

- метод дисконтированных будущих денежных потоков;
- метод реальных опционов.

Поскольку каждый из методов оценки имеет недостатки, представляется целесообразным рассчитать комплексный показатель стоимости, который позволит компенсировать неточности частных, полученных каждой отдельной методикой. Например, завышенная стоимость хозяйствующего субъекта с большим количеством долговых обязательств, полученная методом реальных опционов, может быть скорректирована стоимостью, полученной методом дисконтирования будущих денежных потоков.

Определение комплексной оценки, по нашему мнению, даст возможность приблизить её величину к действительной стоимости хозяйствующего субъекта, в наибольшей степени отражающую инвестиционную привлекательность.

Под действительной стоимостью понимается убедительно обоснованная, справедливая, не вызывающая сомнений, наиболее вероятная стоимость оцениваемого объекта.

Действительная стоимость предполагает эквивалентность рыночной и внутренней стоимостных оценок. Однако, учитывая несовершенный характер реального рынка, в данном случае аналогом действительной стоимости является внутренняя стоимость хозяйствующего субъекта.

Внутренняя стоимость представляет расчетную обобщенную оценку выгод стейкхолдеров, обеспечивающих своими финансовыми и нефинансовыми средствами динамичное и устойчивое функционирование хозяйствующего субъекта.

Относительную значимость каждого частного показателя в величине комплексной стоимостной оценки следует определять методом взвешивания. Таким образом, формула показателя стоимости примет вид:

$$V_{\text{комплекс}} = \sum_i V_i P_i \quad (1)$$

где  $V_i$  – показатели стоимости, рассчитанные методом

дисконтированных денежных потоков и методом реальных опционов;

$P_i$  – весовые коэффициенты показателей стоимости.

Весовой коэффициент рассматривается нами как количественное выражение соотношения методов оценки по способности сформировать

стоимость хозяйствующего субъекта, в наибольшей степени отражающую его инвестиционную привлекательность.

Для расчета весовых коэффициентов были использованы методы балльных экспертных оценок и расстановки приоритетов.

Для того чтобы обеспечить детальное рассмотрение каждого из методов, следует выделить факторы, в наибольшей степени оказывающие влияние на адекватность величины оценки. Оценка каждого метода по каждому предложенному фактору в рамках процедуры проведения экспертизы способствует снижению рисков, характерных для процедуры оценки, а также дает возможность количественно отразить соотношение достоинств и недостатков каждого метода при формировании весов, участвующих в получении итоговой величины стоимости объекта оценки.

По уровню соответствия целям оценки были выделены следующие факторы, учитывающие возможность методики оценить хозяйствующий субъект (общеметодические):

- приемлемость метода (оценивается адекватность применения метода, использованные при оценке допущения);

- возможность отражения в оценке будущих конъюнктурных изменений (оценивается, в достаточном ли объеме учитываются конъюнктурные изменения рынка);

- объективность информации, используемой при оценке (оценивается достоверность информации, используемой в процессе оценки, и доверие к источникам ее получения);

- полнота информации (оценивается объем использованной информации).

Помимо этого, следует определить фактор, отражающий способность методик учитывать особенности каждого хозяйствующего субъекта, влияющие на инвестиционную привлекательность.

В качестве такого фактора предлагается оценивать возможность учета интересов групп инвесторов, на привлечение которых ориентирован хозяйствующий субъект. Оценка этого фактора отражает предпочтения отдельных групп инвесторов при выборе методик оценки. Например, если хозяйствующий субъект нацелен на привлечение стратегических инвесторов, то наиболее важным является метод дисконтированных будущих доходов. По нашему мнению значимость этого фактора для достижения цели оценки выше, чем значимость группы общеметодических факторов. В силу особенностей формирования этого фактора, он оценивается отдельно для каждого объекта.

Экспертная оценка была проведена в соответствии с основными принципами метода «Дельфи», что позволило выявить предпочтения «в чистом виде». Экспертам предлагалось дать высшую, среднюю и низшую оценку каждому методу оценки по каждому из выделенных факторов. В результате экспертизы были получены весовые коэффициенты значимости методов оценки стоимости (табл. 3).

Таблица 3

## Весовые коэффициенты значимости методов стоимостной оценки

Хозяйствующий субъект	Метод дисконтированных денежных потоков	Метод реальных опционов
ОАО «Ляля-лес»	0,37	0,63
ООО «Лесоиндустриальная компания «Лобва»	0,60	0,40
ООО «Уральский лес»	0,57	0,43

На основании результатов экспертизы, были получены комплексные стоимостные оценки (табл.4).

Таблица 4

## Стоимостные оценки по методам и комплексная оценка

Хозяйствующий субъект	Стоимость, тыс. руб		
	Метод дисконтированных денежных потоков	Метод реальных опционов	Комплексная оценка
ОАО «Ляля-лес»	9346,2	33 788,51	24 633,43
ООО «Лесоиндустриальная компания «Лобва»	425 176,81	328 275,4	386 090,15
ООО «Уральский лес»	25 789,3	19 212,77	22 911,04

При помощи получения комплексной оценки стоимости были определены коэффициенты инвестиционной привлекательности для рассматриваемых хозяйствующих субъектов за период 2005-2007 гг.

Расчет и анализ коэффициентов инвестиционной привлекательности показал, что ООО «Лесоиндустриальная компания «Лобва» является устойчиво инвестиционно привлекательным хозяйствующим субъектом, ОАО «Ляля-лес» – непривлекательным. ООО «Уральский лес» является нестабильно инвестиционно привлекательным, что может насторожить потенциальных инвесторов и повлиять на величину премии за риск.

*4. Разработан методический механизм формирования системы мониторинга инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта.*

Для хозяйствующего субъекта очень важно обеспечивать не только высокую оценку инвестиционной привлекательности в краткосрочном периоде, но и ее долгосрочную положительную динамику. Следовательно, решения на всех уровнях управления хозяйствующим субъектом должны приниматься с учетом их влияния на инвестиционную привлекательность. Регулярный мониторинг динамики инвестиционной привлекательности, помимо стимулирования привлечения заемных средств, может использоваться собственниками и руководителями для оценки эффективности деятельности хозяйствующего субъекта.

Внедрение хозяйствующим субъектом системы мониторинга инвестиционной привлекательности позволит существенно увеличить эффективность всего процесса инвестиционной деятельности.

Формирование и функционирование системы мониторинга инвестиционной привлекательности позволит реализовать часть функций управления его инвестиционной деятельностью и является основой для построения системы управления на основе стоимостной модели.

Объектами наблюдения в мониторинге выступают социально-экономические отношения внутри хозяйствующего субъекта и во внешней среде.

В качестве субъектов следует рассматривать руководителей и авторитетных специалистов, способных судить о внутренних механизмах деятельности хозяйствующего субъекта, приоритетах его развития, состоянии и перспективах развития отрасли.

Целью создания системы мониторинга является анализ управленческой ситуации для оперативного обнаружения и эффективного устранения препятствий роста инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта.

Важной предпосылкой создания системы мониторинга стало использование концепции VBM для обоснования принятия инвестиционных решений, и, как следствие, использование методического инструментария стоимостной модели.

Этапы формирования системы мониторинга инвестиционной привлекательности можно представить в виде схемы (рис. 1).

*Определение целевого показателя.* В общем случае целевым показателем системы мониторинга является существующая на данный момент инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта, определяемая на основе изменения стоимости хозяйствующего субъекта.

Однако, поскольку все управленческие решения находят отражение в величине денежного потока, в качестве целевого может быть выбран один из его видов.

*Выявление драйверов стоимости.* Под драйверами стоимости в данном исследовании понимаются факторы, оказывающие наибольшее влияние на выбранный целевой показатель.

Выделение драйверов обусловлено необходимостью детализации общего целевого показателя для привязки к различным уровням управления.

Все драйверы предлагается рассматривать по уровням создания стоимости – общий, частный (отражающий особенности конкретного хозяйствующего субъекта), оперативный.

*Распознавание.* На данном этапе выявляется связь отдельных элементов хозяйствующего субъекта с процессом создания стоимости.

Для этого был выбран инструмент «Дерево факторов стоимости». Суть данного инструмента состоит в разложении на составляющие элементы, выбранного ранее целевого показателя.

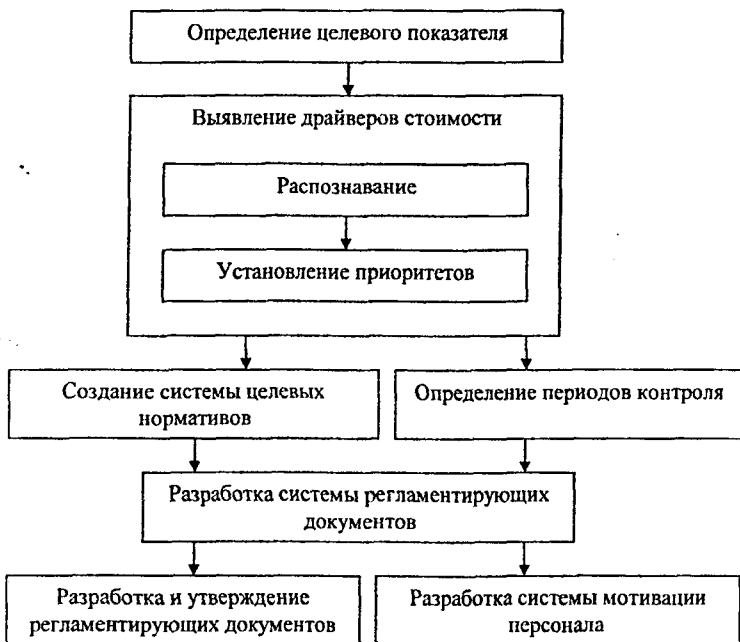


Рис.1 Формирование системы мониторинга инвестиционной привлекательности

*Установление приоритетов.* Определяются те из драйверов стоимости, которые оказывают определяющее влияние на стоимость хозяйствующего субъекта. Для решения этой задачи следует использовать анализ чувствительности на основе построения модели свободного денежного потока.

Выявление ключевых факторов создания стоимости позволит оказывать целенаправленное воздействие на отдельные элементы деятельности хозяйствующего субъекта, зная их влияние на конечный показатель.

Следует отметить, что набор приоритетных показателей не является неизменным и требует периодических корректировок.

*Создание системы целевых нормативов.* Проводится рассмотрение вариантов оптимизации выбранных ранее ключевых показателей, установление значений критических отклонений.

Нормативы следует разрабатывать для всех уровней управления. Менеджерами низшего звена в качестве нормативов могут использоваться текущие и прогнозные значения величин оперативных драйверов стоимости.

Также на этом этапе полезно разработать механизмы реагирования в случаях достижения критических отклонений, рассмотреть ситуации пересмотра нормативных значений в случае неверной идентификации.



*Определение периодов контроля.* Для каждого из выбранных целевых нормативов определяется оптимальная продолжительность времени, необходимого для отслеживания изменений показателей.

*Разработка системы регламентирующих документов.* Данный этап предполагает описание функций управления набором целевых нормативов. Для чего проводится закрепление соответствующих функций за элементами организационной структуры. Составляются графики контрольных расчетов целевых показателей, графики проведения актуализации информации, назначаются ответственные за проведение актуализации и контроля.

*Разработка и утверждение регламентирующих документов.* На этом этапе разрабатываются стандартизованные формы контрольной отчетности, происходит итоговое согласование процедур, сроков, ответственных.

*Разработка системы мотивации персонала.* Этап предполагает изменение существующей мотивации персонала хозяйствующего субъекта в нацеленное установление зависимости вознаграждения от результатов изменения ключевых драйверов стоимости.

С позиции системного подхода система мониторинга инвестиционной привлекательности может быть представлена в виде структурной схемы (рис.2).

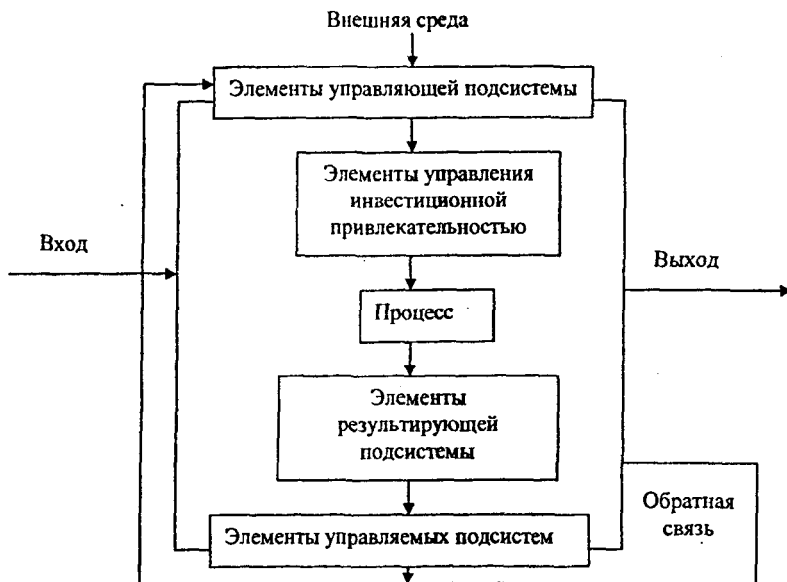


Рис. 2. Структура системы мониторинга инвестиционной привлекательности

Связи «входа» и «выхода» могут рассматриваться как соотношение величин стоимости хозяйствующего субъекта.

С позиции «входа» может быть выделена цель – стремление к наращиванию стоимости хозяйствующего субъекта.

К компонентам обратной связи системы мониторинга инвестиционной привлекательности относятся пересмотр значений целевых нормативов на основе ретроспективного анализа деятельности и изменение набора ключевых драйверов стоимости. Обратная связь взаимодействует с компонентами входа, а именно, с управляющей подсистемой, в качестве которой может рассматриваться переформирование системы мониторинга.

В качестве управляемых подсистем рассматриваются система регламентирующих документов, система мотивации персонала.

Факторы внешней среды оказывают существенное влияние на инвестиционную привлекательность, однако не подвергаются управленческому воздействию.

Апробация методического механизма формирования системы мониторинга инвестиционной привлекательности была осуществлена на ООО «Лесоиндустриальная компания «Лобва».

Основным результатом, подтверждающим эффективность управления инвестиционной деятельностью с позиции формирования системы мониторинга инвестиционной привлекательности, является частичное внедрение стоимостных принципов в управление хозяйствующим субъектом. В итоге были выявлены внутренние резервы увеличения стоимости, и как следствие увеличилась инвестиционная привлекательность.

Среди позитивных изменений в деятельности хозяйствующего субъекта можно выделить следующие:

- изменения в процессах коммуникаций со стейкхолдерами, выражающиеся в дополнении стандартной финансовой отчетности блоками по стоимостной оценке, экологической и социальной деятельности хозяйствующего субъекта;

- при разработке стратегических альтернатив и принятии решений в области инвестиционной деятельности смещение акцента в сторону стоимостных принципов анализа;

- разработка системы показателей, увязанных со стоимостью («деревьев факторов стоимости»), поиск возможностей влияния на них и их оптимизации, смещение акцента при принятии управленческих решений на всех уровнях управления в сторону положительного влияния на уже выявленные драйверы стоимости;

- внедрение в систему мотивации элементов, основанных на показателях, увязанных со стоимостью.

Следует отметить, что изменения в деятельности хозяйствующего субъекта в основном произошли только на декларативном уровне. Однако, движение в сторону системного внедрения управления стоимостью в целом является позитивным сдвигом в деятельности хозяйствующего

субъекта и представляет собой долговременный трудоемкий процесс, ориентированный на стратегическую перспективу, который позволит хозяйствующему субъекту использовать все возможности для максимизации своей стоимости, создавать новые и сохранять существующие конкурентные преимущества, формировать репутацию устойчиво инвестиционно привлекательного субъекта инвестиционной деятельности.

## ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Проведенное диссертационное исследование позволяет сделать следующие выводы и предложения:

1. Исследование сущности инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта обусловило необходимость уточнения понятия и позволило выделить составляющие компоненты, обосновать необходимость экономической оценки инвестиционной привлекательности, сформулировать её цель и задачи.

2. Проведенный анализ известных методик оценки инвестиционной привлекательности позволяет обосновать преимущества использования стейкхолдерской модели стоимостного подхода для хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики.

3. Разработан методический подход к оценке инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов лесного сектора экономики, основанный на формировании комплексной стоимостной оценки.

Доказана целесообразность определения комплексной стоимостной оценки на основе взвешивания частных стоимостных показателей, полученных методом дисконтированных будущих доходов и методом реальных опционов. Для определения весовых коэффициентов обосновано использование методов балльных экспертных оценок и расстановки приоритетов.

Показатель инвестиционной привлекательности предлагается определять в виде отношения комплексных стоимостных оценок в текущем и предыдущем периоде соответственно.

4. Обоснована необходимость формирования механизма повышения инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, нацеленного на обеспечение стабильного экономического развития за счет эффективной инвестиционной деятельности на основе создания благоприятных условий для размещения капитала в соответствии с реализацией стратегии его развития.

5. Доказано, что увеличение инвестиционной привлекательности невозможно без построения эффективной системы мониторинга. Разработан механизм формирования системы мониторинга инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, основанный на использовании концепции управления стоимостью для обоснования управленческих решений.

## ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

### В изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки России

1. Раменская Л.А., Бутко Г.П. Повышение инвестиционной привлекательности предприятий лесного сектора на основе инновационного развития// Вестник Московского государственного университета леса – Лесной Вестник. – 2007г. – №8 (57). – С. 112-118 (0,6 п.л.).

2. Раменская Л.А. Формирование инвестиционной привлекательности предприятий лесного сектора для различных групп инвесторов// Вестник Московского государственного университета леса – Лесной Вестник. – 2008г. – №3 (60) – С. 174-180 (0,7 п.л.).

3. Раменская Л.А. Возможности концепции ВВМ для оценки инвестиционной привлекательности предприятий лесного сектора экономики // Вестник Московского государственного университета леса – Лесной Вестник. – 2008г. – №5 (62)–С.210-214 (0,62 п.л.).

### Статьи в научных журналах и сборниках

4. Раменская Л.А., Бутко Г.П. Повышение конкурентоспособности предприятий ЛПК путем привлечения прямых иностранных инвестиций// Научное творчество молодежи – лесному комплексу России: Материалы III всероссийской научно-технической конференции. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. лесотехн. Ун-та, 2007. Ч.2. – С.259-262. (0,1 п.л.).

5. Раменская Л.А. Особенности институциональной политики России// Урал промышленный – Урал полярный: социально-экономические и экологические проблемы лесного комплекса: Сборник материалов VI Международной научно-технической конференции. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. лесотехн. Ун-та, 2007. – С.71-72 (0,2 п.л.).

6. Раменская Л.А. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия в отраслевом аспекте// Материалы IV всероссийской научно-технической конференции. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. лесотехн. Ун-та, 2008. Ч.1. – С.51-55 (0,1 п.л.).

7. Раменская Л.А. Влияние стейкхолдеров на оценку инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта// Социально-экономические и экологические проблемы лесного комплекса в рамках концепции 2020: Сборник материалов VII Международной научно-технической конференции. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. лесотехн. Ун-та, 2009. Ч.1.– С.135-138 (0,2 п.л.).

Подписано в печать 16.03.09. Объем 1,0 п.л. Заказ № 143. Тираж 100.  
620100 Екатеринбург, Сибирский тракт, 37.

Уральский государственный лесотехнический университет.  
Отдел оперативной полиграфии.