ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ И РАЗВИТИЕ РЕГИОНАЛЬНЫХ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ СИСТЕМ

УДК 336.63, 336.64, 336.67, 332.1

Л. Д. Зубкова,
С. М. Дьячков

МОДЕЛЬ ОТРАСЛЕВОГО ПОКАЗАТЕЛЯ КАК ИНСТРУМЕНТА ИНВЕСТИЦИОННОГО РАЗВИТИЯ РЕГИОНА (НА ПРИМЕРЕ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ ОТРАСЛИ)

Аннотация: процесс формирования неоиндустриального общества с присущими ему чертами экономики знаний, интеллектуального труда, компьютеризации производства оказывает существенное влияние на экономическую динамику территорий, что неразрывно связано с необходимостью роста отрасли телекоммуникаций. В этой связи, особую актуальность приобретают исследования в области развития методологии инвестиционного анализа в отрасли телекоммуникаций. В статье предложена схема отраслевого инвестиционного анализа, включающая две важные, дополняющие друг друга компоненты — макроэкономическую и микроэкономическую. Кроме того, приводится один из вариантов расчёта отраслевого показателя для телекоммуникационной отрасли. Представлен сравнительный анализ оценки рыночного дисконта стоимости компании по отраслевому показателю и наиболее распространённым финансовым коэффициентам. Проведен корреляционный анализ оценок рыночного дисконта. Предполагается, что дальнейшие исследования в этой области будут посвящены повышению степени значимости регионального фактора в отраслевом анализе.

Ключевые слова: инвестиции, регион, информационные и коммуникационные технологии, инвестиционное развитие региона, инвестиционный отраслевой анализ, отраслевой показатель.

UDK 336.63, 336.64, 336.67, 332.1

L. D. Zubkova,
S. M. Dyachkov

MODEL INDUSTRY INDICATOR AS THE INSTRUMENT OF INVESTMENT DEVELOPMENT OF THE REGION (FOR EXAMPLE THE TELECOMMUNICATIONS INDUSTRY)

Abstract: the process of forming a neo-industrial society with characteristic features of the knowledge economy, intellectual labor, the computerization of production has a significant impact on the economic dynamics of territories, which is inextricably linked with the need growth of the telecommunication industry. In this regard, of particular urgency of the research in the field of development of methodology of investment analysis in the Telecom industry. The paper proposed a scheme of branch of investment analysis that includes two important, complementary components of macroeconomic and microeconomic. Also provided is one embodiment of calculating branch metric for the telecommunications industry. The comparative analysis assessment of market discount the company's value on the branch record and the most common financial ratios. We use correlation analysis of estimates of market discount. It is suggested that further research in this area will be devoted to increasing the degree of importance of the regional dimension in the sectoral analysis.

Keywords: investment, region, information and communication technology, investment development of the region, investment industry analysis, industry-specific indicator.

Введение

Развитие и широкое применение информационных и коммуникационных технологий в последние десятилетия стало глобальной тенденцией мирового прогресса. В современном динамично развивающемся мире ИКТ выполняют роль локомотива всей экономики, способствуют привлечению инвестиций, созданию новых рабочих мест, внедрению прогрессивных технологий в производстве и управлении, то есть в конечном итоге — развитию процессов формирования инновационной экономики, стабильному экономическому росту и повышению уровня жизни.

Процесс формирования неоиндустриального общества с присущими ему чертами экономики знаний, интеллектуального труда, компьютеризации производства оказывает существенное влияние на экономическую динамику территорий. Регионализация является одним из ключевых факторов, обеспечивающих неоиндустриальное инновационное развитие общества. Актуализация региональной проблематики особенно ярко проявляется в Российской Федерации, характеризующейся обширной территорией с весьма разнообразными в социально-экономическом плане регионами, оказывающими существенное влияние на положение страны в мировом финансово-экономическом пространстве. Для приобретения лидирующих позиций России на мировом рынке в условиях преодоления последствий кризисных явлений в глобальной экономике регионам принадлежит ведущая роль в решении задачи построения инновационной экономики, что неразрывно связано с необходимостью развития отрасли телекоммуникаций.

Состояние рынка телекоммуникаций в России и регионах

Рынок телекоммуникаций в России включает несколько выделяемых по типу предоставляемых услуг секторов (Магистральные сети передачи информации; Фиксированная телефонная связь; Мобильная связь; Спутниковая связь, телевидение и Интернет; Кабельное, цифровое и мобильное телевидение; Широко полосный доступ в интернет), каждый из которых является самостоятельным по клиентской базе, но зависимым от других по технологической составляющей [1].

Экономическая характеристика представляет отрасль телекоммуникаций России довольно привлекательной: рынок сбыта стабильно растет, а продукт отрасли является продуктом повседневного (постоянного) потребления. В результате обзорного анализа исторического развития российского рынка связи его можно характеризовать как олигополистический с ограниченным числом компаний и высокими входным барьером [1].

Ключевыми игроками отрасли выступают: ПАО «МТС»; ПАО «Вымпелком»; ПАО «Мегафон»; ПАО «Ростелеком»; ООО «Т2 РТК Холдинг».

По результатам анализа отрасли финансового состояния отрасли были сделаны следующие выводы:

- отрасль находится в стадии зрелого роста — темпы прироста выручки в последние годы значительно снижаются (с 2014 года темп прироста выручки зафиксировался на уровне 2 %);
- у компаний отрасли растет долг — что выражается в росте финансового и чистого долгов с 2010 по 2015 гг.;
- чистая прибыль в отрасли снижается с 2013 г. на величину 50 млрд в год.;
- в отрасли отсутствуют собственные оборотные средства — значение одноименного показателя отрицательно с 2010 по 2015 гг.;
- установлен факт структурного изменения на телекоммуникационном рынке: подвижная электросвязь уступила место документальной электросвязи в части темпов роста выручки;
- компании рынка телекоммуникаций могут быть разделены на две группы: первая — высокоэффективные компании направленные на рост стоимости бизнеса и высокие операционные и финансовые результаты (Мегафон и МТС); вторая — низкоэффективные компании со слабой внутренней дисциплиной направленные на достижение стратегических целей (Ростелеком и Вымпелком);
- по итогам 2016 г. ожидается рост выручки у компаний первой группы (Мегафон и МТС) при одновременном снижении их операционной и чистой прибылей.

Особенности развития рассматриваемой отрасли на региональном уровне характеризуются высоким уровнем потребности ор-

ганизаций и населения в услугах отрасли связи, что подкрепляется:

— положительной динамикой объема услуг связи, оказанных населению и значительным превышением среднероссийского значения (практически в 2 раза) в следующих регионах: г. Москва и Московская область, Магаданская область, ЯНАО, Камчатский край, Чукотский автономный округ);

— положительной динамикой использования ИКТ в организациях, в ряде из которых данный показатель превышает 96 % (г. Москва, Республика Карелия, г. Санкт-Петербург, Республика Адыгея, Республика Ингушетия, Ставропольский край, Республика Башкортостан).

Наряду с этим, отрасль испытывает острую потребность в инвестиционных ресурсах, что подтверждает:

— достаточно значительный удельный вес организаций, который особенно характерен и превышает 60 % в следующих регионах: Республика Марий Эл, Республика Калмыкия, Курская, Мурманская, Астраханская, Волгоградская, Ростовская, Тюменская области;

— высокая степень износа основных фондов (свыше 63 %) и системное снижение нормы их ввода, что особенно характерно для Костромской, Архангельской, Астраханской, Ростовской, Самарской, Саратовской областей и Чувашской республики, Республик Башкортостан и Северная Осетия-Алания;

— низкий уровень затрат на информационные и телекоммуникационные технологии (Еврейская автономная область, Республика Тыва, Республика Алтай, Чеченская республика, Кабардино-Балкарская республика, Республика Калмыкия, Республика Адыгея)¹.

В целом, отрасль телекоммуникаций характеризуется положительной динамикой спроса на инвестиции (высокая степень износа основных фондов, высокая доля убыточных предприятий) и мощным потенциалом роста, в том числе и на локальном уровне, обусловленным высокой степенью значимости ее развития, подкрепленной не-

обходимостью перехода к реализации Национальной технологической инициативы и 11 перспективных проектов, способных обеспечить ускорение траектории неиндустриального регионального развития. В этой связи, особую актуальность приобретают исследования в области развития методологии инвестиционного анализа в отрасли телекоммуникаций.

Отраслевой показатель для телекоммуникационной отрасли

Термин «фундаментальный анализ» был впервые введен и определен в 1934 г. в публикации «Анализ ценных бумаг», американцами Б. Грэмом и Д. Доддом применительно к оценке финансовых инвестиций. Авторы представили фундаментальный анализ как инструмент прогнозирования стоимости ценных бумаг на бирже (акций и облигаций) [2]. В дальнейшем изучению вопросов фундаментального анализа посвятили свои работы такие мировые экономисты как А. Дамодаран [3], Ф. Найт [4], Дж. Сигел [5], Дж. Сорос [6], Ф. Д. Фабоцци [7; 8], У. Шарп [9] и другие авторы [10—13]. Из российских учёных занимавшихся данным вопросом можно выделить исследования Т. Б. Бердниковой [14], В. А. Галанова [15] и других авторов.

В процессе проведения инвестиционного исследования высокую степень значимости имеет отраслевой анализ и оценка финансовых показателей деятельности компаний. Отраслевой коэффициент позволяет оценить стоимость компании на основе имеющихся у нее специфических ресурсов, характерных для отрасли. Вычисляется он, как правило, делением стоимости компании на количество таких ресурсов. В результате у компаний одной отрасли появляется сопоставимая характеристика — оценка единицы ресурса, создающего стоимость. Такая характеристика позволяет оценить справедливую стоимость компании. Так, зная среднее значение коэффициента по отрасли, можно оценить стоимость различных компаний отрасли. Для этого необходимо перемножить значение этого коэффициента и количество ресурса, имеющегося у компании. За редким исключением все виды ресурсов компаний можно отнести к четырем группам: запасы, мощности, инфраструктура, клиентская база [16].

¹ Регионы России. Социально-экономические показатели. 2016 : стат. сб. / Росстат. — М., 2016. — С. 863—864, 876—879, 890—891 ; Транспорт и связь в России. 2016 : стат. сб. / Росстат. — М., 2016. — 112 с.

Стандартная характеристика ресурсов не оценивает качество имеющегося ресурса, что может иметь значения для определенных отраслей, в особенности для сферы услуг. Например, для телекоммуникационной отрасли очень важными характеристиками ресурса (абонентская база), является скорость передачи данных, география покрытия сети и т. д. В зависимости от них абонент готов платить премию к средней рыночной цене или дисконт, что в конечном итоге сказывается на добавленной стоимости производимой компанией и, как следствие на стоимости самой компании.

В этой связи, нами предложен отраслевой аналитический показатель для сравнительной оценки компаний между собой и их положения в отрасли связи (формула 1).

$$K_{отр} = \frac{EV}{ARPU \cdot Аб.база}, \quad (1)$$

где EV — стоимость компании;

$ARPU$ — средняя выручка на пользователя за месяц;

$Аб.база$ — количество пользователей (абонентов).

Данный отраслевой коэффициент позволяет оценить стоимость компании по отношению к ресурсной базе, выраженной качеством абонентской базы (показатель $ARPU$ — показывает сколько в среднем в условиях рынка готовы платить покупатели за услуги оператора) и её объемом ($Аб.база$).

Оценка компаний и телекоммуникационной отрасли с использованием отраслевого показателя

Для практического применения отраслевого анализа, в том числе и отраслевого показателя, в рамках инвестиционного необходима общая схема проведения такого вида анализа. Общая схема отраслевого инвестиционного анализа, должна включать две важные, дополняющие друг друга компоненты — макроэкономическую и микроэкономическую. Макроэкономическая базируется на глобальных трендах и научно-техническом прогрессе, а микроэкономическая компонента — на данных финансовой, бухгалтерской и управленческой отчетности компаний-представителей отрасли (для олигополистических рынков — компания образующих отрасль). Однако сразу стоит отметить, что такой подход не всегда возможно применить

на практике, так как существуют отрасли, которые представлены большим или даже огромным количеством непубличных компаний, агрегировать результаты финансово-хозяйственной деятельности, которых не предоставляется возможным.

Расчёт среднеотраслевых и общеотраслевых финансовых и управленческих показателей играет важную роль в общей схеме отраслевого инвестиционного анализа. Общая схема, описывающая алгоритм отраслевого инвестиционного анализа представлена на рис. Как и в любом виде анализа, на схеме изображено несколько этапов:

1. Сбор и подготовка данных для анализа.

2. Расчёт оценочных значений и обработка собранных данных.

3. Интерпретация результатов расчёта оценочных значений.

Расчёт сводных финансовых результатов производится по формулам (2) для среднеотраслевых значений показателя и (3) для общеотраслевых.

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i, \quad (2)$$

где x_i — значение показателя x для i -ой компании;

n — число компаний выбранных.

$$X = \sum_{i=1}^n x_i, \quad (3)$$

где x_i — значение показателя x для i -ой компании;

n — число компаний выбранных.

Как видно из формул (2) и (3) точность оценки среднеотраслевых и общеотраслевых значений имеет прямую зависимость с суммой долей рынка, занимаемых компаниями, взятых для анализа. В связи с этим рекомендуется брать для построения сводных финансовых результатов столько компаний, чтобы доля рынка их сбыта была больше 70—80 %. В противном случае высок риск получения недостоверных оценок. Для телекоммуникационной отрасли данное условие выполняется [1].

Таким образом, инвестиционный анализ отрасли играет большую роль в принятии инвестиционного решения, так как позволяет рассмотреть особенности самого объекта инвестирования и сравнить его с аналогичными объектами инвестирования.

Рис. Графическая схема отраслевого инвестиционного анализа.

Источник: составлено авторами

Для демонстрации практической значимости анализа отрасли и отраслевого показателя рассмотрим наиболее крупные компании отрасли телекоммуникаций.

Обобщенные отраслевые показатели

По данным таблицы 1, показатель EV/Активы в целом по отрасли снижается с 1,24х в 2013 г. до 0,96х в 2015 г., что отражает обесценивание стоимости компа-

ний по отношению к стоимости их имущественных комплексов. Одновременно с этим снижается и рентабельность OIBDA по выручке с 40 % в 2013 г. до 36 % в 2015 г. Во многом данные изменения могут быть продиктованы началом активной экспансии мобильного дискаунтера Tele2 (ООО «Т2 РТК Холдинг»), значениями показателя ARPU у которого на 20—25 % ниже среднеотраслевого.

В дальнейшем в сравнительном анализе используются обобщенные отраслевые финансовые показатели, рассчитанные как суммы значений соответствующих показателей компаний отрасли связи России (в том числе и ООО «Т2 РТК Холдинг») и производные от них мультипликаторы. В самом сравнительном анализе проводится оценка только тех компаний, чья организационно-правовая форма носит публичный характер.

Сравнение отраслевого показателя с другими финансовыми показателями

По мультипликаторам, имеющим EV (стоимость компании) в числителе, прове-

ден ретроспективный анализ дисконта стоимости компаний (Таблица 2). В зарубежных исследованиях было показано, что не всегда такие оценки дают точный прогноз стоимости компании.

Есть исследования демонстрирующие, что фундаментальные оценки имеют отложенное действие [17]. Другие, что стоимость компании формируется не на основе текущих результатов, а за счёт ожиданий инвесторов [18]. Однако, несмотря на обоснованность таких выводов, на практике, институциональные и частные инвесторы используют стандартный набор показателей для оценки стоимости компании.

Таблица 1

Мультипликаторы, рассчитанные по финансовой отчётности отрасли связи (телекоммуникаций) России¹

Наименование	Ед. изм	Года						
		2010*	2011*	2012	2013	2014	2015	2016**
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ (МСФО)								
EV/OIBDA*	-	2,99	4,39	4,81	4,60	4,82	4,54	4,71
EV/Earnings*	-	7,19	11,15	14,18	12,18	16,16	21,54	24,43
EV/Активы*	-	0,74	0,97	1,18	1,24	1,00	0,96	0,98
EV/Sales*	-	1,13	1,54	1,79	1,84	1,81	1,64	1,64
P/Earnings*	-	4,93	7,23	9,05	8,67	9,91	12,70	13,88
P/Sales*	-	0,78	1,00	1,14	1,31	1,11	0,97	0,93
P/BV*	-	1,07	1,50	2,20	2,64	1,81	1,56	1,54
Чист. долг / OIBDA	-	1,28	1,63	1,74	1,33	1,87	1,86	2,03
Рентабельность OIBDA по выручке	%	38 %	35 %	37 %	40 %	38 %	36 %	35 %
$K_{оп}^*$		25	33	38	40	37	34	32***

Применение: * — мультипликаторы на основе капитализации (P) и стоимости компаний отрасли (EV), рассчитанные без учета капитализации Мегафон за 2010 и 2011 гг. и Ростелеком за 2010 г.

** — мультипликаторы, рассчитанные без учета прогноза 2016 г. финансовых результатов ООО «Т2 РТК Холдинг».

*** — отраслевой коэффициент рассчитан при условии сохранения показателя ARPU и объема абонентской базы на уровне прошлого года.

¹ Рассчитано авторами на основе: Информационно-аналитическая система СПАРК [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/>. (Дата обращения 15.12.2016) ; Годовые отчеты компании ПАО «МТС» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.company.mts.ru/company/control/data/annual_reports/. (Дата обращения 15.12.2016) ; Годовые отчеты компании ПАО «Вымпелком» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://beeline.ru/about/about-beeline/disclosure/annual-reports/>. (Дата обращения 15.12.2016) ; Годовые отчеты компании ПАО «Мегафон» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://corp.megaфон.ru/investoram/shareholder/year_report/. (Дата обращения 15.12.2016) ; Годовые отчеты компании ПАО «Ростелеком» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.rostelecom.ru/ir/disclosure/annual_reports/. (Дата обращения 15.12.2016) ; Финансовая информация о компании ООО «Т2 РТК Холдинг» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ru.tele2.ru/for-investors/russia/fin-info/> (Дата обращения 15.12.2016) ; Консолидированная отчетность ООО «Т2 РТК Холдинг» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ru.tele2.ru/for-investors/russia/docs/>. (Дата обращения 15.12.2016) ; Официальный сайт Теле2 Россия (ООО «Т2 РТК Холдинг») [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ru.tele2.ru/for-investors/> (Дата обращения 15.12.2016).

Данные таблицы 2 показывают наличие исторической премии к рынку компании Мегафон в размере 30 %, что может быть связано с высоким качеством управления и высокими темпами роста абонентской

базы (по данным компании абонентская база выросла с 57 млн в 2010 г. до 75 млн в 2015 г.). В 2016 г. прогнозируется снижения премии к отраслевым значениям показателей до 17 %.

Таблица 2

Дисконт стоимости компании к среднеотраслевым значениям отрасли связи России по мультипликаторам с 2012 по 2016 гг.¹

Компания	Тип дисконта	2012	2013	2014	2015	2016*
МТС	EV/OIBDA	–14 %	–16 %	–11 %	–2 %	9 %
	EV/Earnings	49 %	–28 %	–11 %	–23 %	–9 %
	EV/Активы	27 %	13 %	23 %	25 %	43 %
	EV/Sales	–1 %	–7 %	1 %	11 %	18 %
	Средний	15 %	–10 %	1 %	3 %	15 %
	Фактический рост EV в следующем году	–1 %	4 %	11 %	12 %	–
	$K_{отр}$	–16 %	–26 %	–19 %	–8 %	9 %
Вымпелком	EV/OIBDA	9 %	–12 %	–6 %	–23 %	–35 %
	EV/Earnings	–36 %	–10 %	–2 %	–2 %	–13 %
	EV/Активы	–33 %	–26 %	–29 %	–30 %	–45 %
	EV/Sales	–17 %	–14 %	–9 %	–26 %	–36 %
	Средний	–19 %	–16 %	–12 %	–20 %	–32 %
	Фактический рост EV в следующем году	15 %	–23 %	5 %	–17 %	–
	$K_{отр}$	–34 %	–23 %	–14 %	–28 %	–37 %
Мегафон	EV/OIBDA	6 %	35 %	29 %	32 %	24 %
	EV/Earnings	5 %	23 %	35 %	–12 %	–11 %
	EV/Активы	38 %	46 %	75 %	66 %	31 %
	EV/Sales	17 %	43 %	41 %	46 %	23 %
	Средний	16 %	37 %	45 %	33 %	17 %
	Фактический рост EV в следующем году	37 %	–7 %	4 %	–13 %	–
	$K_{отр}$	–28 %	–12 %	–2 %	–8 %	–15 %
Ростелеком	EV/OIBDA	6 %	1 %	–10 %	–8 %	2 %
	EV/Earnings	21 %	79 %	–29 %	34 %	98 %
	EV/Активы	–12 %	–24 %	–21 %	–21 %	–20 %
	EV/Sales	5 %	–12 %	–23 %	–15 %	–8 %
	Средний	5 %	11 %	–21 %	–2 %	18 %
	Фактический рост EV в следующем году	–13 %	–4 %	–18 %	8 %	–
	$K_{отр}$		–	–	–	–

¹ Рассчитано авторами на основе: Информационно-аналитическая система СПАРК [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/>. (Дата обращения 15.12.2016) ; Годовые отчеты компании ПАО «МТС» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.company.mts.ru/comp/ir/control/data/annual_reports/. (Дата обращения 15.12.2016) ; Годовые отчеты компании ПАО «Вымпелком» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://beeline.ru/about/about-beeline/disclosure/annual-reports/>. (Дата обращения 15.12.2016) ; Годовые отчеты компании ПАО «Мегафон» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://corp.megafon.ru/investoram/shareholder/year-report/>. (Дата обращения 15.12.2016) ; Годовые отчеты компании ПАО «Ростелеком» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.rostelecom.ru/ir/disclosure/annual_reports/. (Дата обращения 15.12.2016) ; Финансовая информация о компании ООО «Т2 РТК Холдинг» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ru.tele2.ru/for-investors/russia/fin-info/>. (Дата обращения 15.12.2016) ; Консолидированная отчетность ООО «Т2 РТК Холдинг» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ru.tele2.ru/for-investors/russia/docs/>. (Дата обращения 15.12.2016) ; Официальный сайт Теле2 Россия (ООО «Т2 РТК Холдинг») [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ru.tele2.ru/for-investors/>. (Дата обращения 15.12.2016).

Явным аутсайдером телекоммуникационной отрасли является Вымпелком с дисконтом до 20 % в 2015 г., что обусловлено неуверенностью игроков рынка в будущем компании и низким качеством управления. На 2016 г. неуверенность игроков рынка в данной компании сохраняется.

Стоимость компании МТС оценена на среднеотраслевом уровне, с небольшой премией в 2014 и 2015 гг. Однако если учесть операционные показатели компании и историю дивидендных выплат — оценку компании рынком можно считать недостаточной.

Дисконт компании Ростелеком по отношению к рынку может быть обусловлен наличием мощного имущественного комплекса, уровень управления которым не раскрывает всех его возможностей: значения мультипликатора EV/Активы с 2012

по 2015 гг. дают дисконт к отраслевым 20 %.

Помимо оценки компаний были рассчитаны корреляционные связи дисконтных оценок по различным мультипликаторам с помощью линейной корреляции Пирсона с использованием программы для статистической обработки IBMSPSS21-ой версии (таблица 3). Корреляционный анализ выявил сильную взаимосвязь (значение линейной корреляции больше 0,7 при p-value меньше 0,01) между использованием для оценки дисконта к среднеотраслевым значениям стандартных финансовых коэффициентов и предлагаемого отраслевого коэффициента $K_{отр}$, рассчитываемого по формуле 1. Наибольшая связь была установлена со средним показателем дисконта, значение корреляции составило 0,895 (p-value меньше 0,01).

Таблица 3

Корреляции дисконтных оценок стоимости компаний отрасли связи России с 2012 по 2016 гг. к соответствующим среднеотраслевым значениям

Парные корреляции	EV/OIBDA	EV/E	EV/Assets	EV/S	Средний	EV	$K_{отр}$
EV/OIBDA	1	0,517**	0,519**	0,813**	0,856**	-0,213	0,715**
EV/E	0,517**	1	0,253	0,412*	0,689**	-0,161	0,717**
EV/Assets	0,519**	0,253	1	0,881**	0,803**	0,147	0,703**
EV/S	0,813**	0,412*	0,881**	1	0,934**	-0,062	0,850**
Средний	0,856**	0,689**	0,803**	0,934**	1	-0,083	0,859**
EV	-0,213	-0,161	0,147	-0,062	-0,083	1	-0,268
$K_{отр}$	0,715**	0,717**	0,703**	0,850**	0,859**	-0,268	1

Примечание: ** — Корреляция значима на уровне 0,01 (2-сторон.).

* — Корреляция значима на уровне 0,05 (2-сторон.).

Источник: составлено авторами по данным таблицы 2.

Заключение

Итак, предложенная схема отраслевого инвестиционного анализа, включает две важные, дополняющие друг друга компоненты — макроэкономическую и микроэкономическую. Разработанный в рамках микроэкономической компоненты отраслевой коэффициент $K_{отр}$ обладает значительной аналитической силой и позволяет заменить стандартный набор финансовых коэффициентов (EV/OIBDA, EV/E, EV/Assets, EV/S) для экспресс-оценки компаний отрасли связи (телекоммуникаций) и сравнения их в рамках отраслевого анализа.

Отраслевой анализ позволил определить характеристики инвестиций: риск (среднерискованные), сроки инвестирования (среднесрочные и долгосрочные), наличие контроля над инвестициями (миноритарные и стратегические), целевую направленность инвестиций (создающие стоимость и спекулятивные), привлекательных с точки зрения инвестиций игроков (МТС, Мегафон).

Усиление региональной составляющей и полноценное ее включение в процесс инвестиционной оценки отрасли затруднено для потенциального инвестора высокой степенью закрытости финансовой отчетно-

сти компаний и отсутствием такой информации в территориальном разрезе. В этой связи повышение роли регионального фактора и его всесторонний учет в отраслевом анализе является предметом будущих исследований.

В этой связи, инвестиционное развитие регионов в ближайшей перспективе должно быть ориентировано на удовлетворение острой потребности в развитии отрасли телекоммуникаций, подкрепленной высоким потенциалом реализации драйверов ее роста и их влиянием на эффективность процессов построения неоиндустриального развития территорий.

ЛИТЕРАТУРА

1. Зубкова Л. Д. Анализ инвестиционной привлекательности телекоммуникационной отрасли / Л. Д. Зубкова, С. М. Дьячков // Экономика и предпринимательство: Экономика и предпринимательство. — 2015. — № 4-1 (57-1). — С. 819—823.
2. Коттл С. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда : пер. с англ. / С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок. — М. : Олимп — Бизнес, 2000. — 704 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка / А. Дамодаран. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. — 1322 с.
4. Найт Ф. Риск, неопределенность и прибыль / Ф. Найт. — М. : Дело, 2003. — 360 с.
5. Портер М. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов : пер. с англ. / М. Портер. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 454 с.
6. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены : пер. с англ. / Дж. Сорос. — М. : ИНФРА-М, 1996. — 336 с.
7. Фабоцци Ф. Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии / Ф. Д. Фабоцци. — 2-е изд., испр. и доп. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. — 950 с.
8. Фабоцци Ф. Финансовые инструменты : пер. с англ. / Ф. Фабоцци. — М. : Эксмо, 2010. — 864 с.
9. Шарп У. Ф. Инвестиции : учебник / Шарп У. Ф., Александр Г. Д., Бэйли Дж. В. ; пер. с англ. : А. Н. Буренин. — М. : Инфра-М, 2009. — 1028 с.
10. Joseph D. Piotroski. So Identifying Expectation Errors in Value / Joseph D. Piotroski, Eric C. // Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach. Review Finance Studies. — 2012. — Vol. 25 (9). — Pp. 2841—2875.
11. Pan H. Intelligent finance—an emerging direction / H. Pan, D. Sornette, K. Korstanek // Quantitative Finance. — 2006. — Vol. 6. — Pp. 273—277.
12. D. Bryan & M. Rafferty. Fundamental value: a category in transformation / D. Bryan & M. Rafferty // Economy and Society. — 2013. — Vol. 42. — Pp. 130—153.
13. M.-M. Lai. The Behavior of Institutional and Retail Investors in Bursa Malaysia during the Bulls and Bears / M.-M. Lai, S.-H. Tan, L.-L. Chong // Journal of Behavioral Finance. — 2013. — Vol. 14. — Pp. 104—115.
14. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее / Т. Б. Бердникова. — М. : ИНФРА-М, 2011. — 397 с.
15. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. — М. : ИНФРА-М, 2006. — 379 с.
16. УК «Арсатера» Заметки в инвестировании : книга об инвестициях и управлении капиталом, — 2-е изд. — Спб. : Свое издательство, 2015. — 496 с.
17. Hong H. Do industries lead stock markets? / H. Hong, W. Torous, R. Valkanov // Journal of Financial Economics. — 2007. — Vol. 83, Issue 2, Pp. 367—396.
18. Liu J. Equity Valuation Using Multiples / J. Liu, D. Nissim, J. Thomas // Journal of Accounting Research. — 2002. — Vol. 40 (1). — Pp. 135—172.

Тюменский государственный университет

Зубкова Л. Д., кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита

E-mail: zldt@mail.ru

Тел.: 8-967-383-15-20

Дьячков С. М., магистрант кафедры финансов, денежного обращения и кредита

E-mail: dyachkov.sergey.mikhailovich@gmail.com

Тел.: 8-982-920-07-00