

# Особенности механизма инвестиционной оценки в условиях глобальной экономической неопределенности

## Features of the Investment Valuation Mechanism in the Context of Global Economic Uncertainty

УДК 330.322.54

DOI: 10.12737/1998-0701-2021-7-9-45-49

**Ю.А. Старовая**, эксперт Отдела докторантуры  
и аспирантуры МГИМО МИД России

**e-mail:** starovaya.yu.a@my.mgimo.ru

**Yu.A. Starovaya**, expert of Ph.D. and  
Postgraduate Study Department, Moscow State Institute of  
International Relations (University) of the Ministry  
of Foreign Affairs of Russia

**e-mail:** starovaya.yu.a@my.mgimo.ru

**Аннотация.** Целью исследования стало выявление наиболее эффективного метода инвестиционной оценки в условиях глобальной экономической неопределенности. Научная новизна статьи заключается в том, что макроэкономическим фактором неопределенности выступает мировая пандемия, а не классический экономический кризис. Практическая значимость исследования состоит в том, что полученные рекомендации и выводы могут быть использованы инвесторами и аналитическими агентствами при оценке инвестиционной привлекательности отдельных компаний.

**Ключевые слова:** инвестиционная оценка, инвестиционная привлекательность, экономическая неопределенность, метод дисконтированных денежных потоков, сравнительная оценка.

**Abstract.** The purpose of the study was to identify the most effective method of investment appraisal in the context of global economic uncertainty. The scientific novelty of the article lies in the fact that a macroeconomic factor of uncertainty is the global pandemic, but not the classic economic crisis. The practical significance of the study lies in the fact that the obtained recommendations and conclusions can be used by investors and analytical agencies when assessing the investment attractiveness of individual companies.

**Keywords:** investment valuation, investment attractiveness, economic uncertainty, discounted cash flow method, comparative assessment.

**П**андемия COVID-19 оказала серьезное воздействие на реальный сектор экономики, многие компании промышленного и других секторов столкнулись с серьезными снижением ключевых экономических показателей [3, с. 179]. Несмотря на неблагоприятную ситуацию в экономике в целом, фондовый рынок отличался крайне положительной динамикой, что подтверждается ростом ключевых фондовых индексов, в том числе Промышленного индекса Доу Джонса, NASDAQ Composite, S&P 500, Russell 2000 Index и ряда других.

Причиной такой динамики можно отчасти считать комплекс государственных мер, направленных на стимулирование экономики. Государственные органы в лице Центральные банки проводили политику количественного смягчения, а также занимались скупкой экономических

активов. В рамках стимулирующей денежно-кредитной политики ключевая ставка во многих развитых и некоторых развивающихся странах была значительно снижена или вовсе принимала отрицательное значение. Правительства многих развитых стран проводили политику экономической поддержки населения как в денежной, так и в натуральной форме. Применяемый комплекс мер оказал положительное воздействие на фондовый рынок, ведь государственная политика привела к формированию определенного объема «дополнительной» денежной массы у физических лиц. Из-за низкой ставки по депозитным вкладам деньги частных инвесторов хлынули на фондовые рынки в поиске более доходных активов [1, с. 62].

Период пандемии отличается также ростом интереса инвесторов к развивающимся рынкам,

поэтому российские компании могут стать привлекательным направлением для инвестирования [7, с.277]. Стоит также отметить, что кризис мирового здравоохранения нанес российской экономике меньший урон, чем другим государствам, наша страна столкнулась с менее резким сокращением темпов роста ВВП и других ключевых экономических показателей. Кроме того, в период пандемии у российских граждан появился определенный интерес к процессу инвестирования. Так, в 2020 г. на Московской бирже было открыто 1,7 миллиона индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), что является поистине рекордным значением, а количество новых ИИС за период с 2015 по 2019 г. составляет лишь половину от значения 2020 г. Приток новых частных инвесторов стал одной из причин положительной конъюнктуры российского фондового рынка. Таким образом, в условиях, когда российский фондовый рынок находится на пике популярности, представляется особенно важным выявить наиболее эффективные методы инвестиционной оценки, которые позволят сформировать объективное представление о положении той или иной компании на рынке и ее инвестиционной привлекательности [6, с. 77].

Основными потребителями благ инвестиционной оценки являются инвесторы, однако далеко не все инвесторы способны оценить преимущества оценки, более того, таких инвесторов крайне мало. Подавляющее большинство являются импульсивными инвесторами, которые осуществляют те или иные действия, руководствуясь конъюнктурой рынка, положением и статусом компании, действиями других инвесторов, но не комплексной оценкой. Именно такой тип инвесторов занимается ажиотажной скупкой акций в периоды повышательной динамики рынка и теряет накопленные сбережения, когда инвестиции оказываются неоправданными. Существуют и менее импульсивные инвесторы, которые поддаются ажиотажу на рынке, однако в определенный момент все же меняют свое восприятие проблемы и прекращают игру до достижения точки невозврата. И последний тип инвесторов, наиболее редкий, представляет собой беспристрастных скептиков, не поддающихся на провокации рынка, такие и используют оценку, анализ и финансовое

моделирование для принятия наиболее взвешенных решений в контексте долгосрочного инвестирования. Конечно, такое поведение не может обеспечить полную страховку от всех ошибок, однако оно поможет хоть немного снизить риски, ведь именно инвестиционную оценку можно расценивать как механизм сглаживания экономической неопределенности.

Существуют три основных способа оценки любых активов:

- оценка по методу дисконтированных денежных потоков;
- сравнительная оценка;
- опционные модели в контексте стоимости имущества.

В основе все трех подходов лежит следующее суждение: субъекты рынка неверно оценивают реальную стоимость компании, другими словами, текущая рыночная цена акции или актива может быть необъективной. Таким образом, все подходы к оценке построены на идее, что текущая рыночная оценка компании необоснованна, однако каждый подход дает разный ответ на вопрос — в чем именно неверна рыночная оценка.

В оценке по методу дисконтированных денежных потоков стоимость имущества — это актуальная ценность ожидаемого денежного потока, другими словами, оценщик пытается определить внутреннюю стоимость бизнеса, опираясь на его денежные потоки. В основе этого метода лежат три составляющих: денежный поток, ставка дисконтирования (отражающая степень рискованности инвестиций) и срок «жизни» актива [5]. При использовании данного метода предполагается, что игроки на рынке ошибаются, оценивая отдельные компании, однако, вполне вероятно, что со временем на рынке все же будет достигнута справедливая стоимость актива, соответствующая результатам проводимой оценки.

Метод сравнительной оценки предполагает определение стоимости аналогичного имущества, при этом не принимаются во внимание внутренняя стоимость и денежные потоки. Однако далеко не всегда существует возможность сравнивать отдельные предприятия, все компании различны по масштабу, продолжительности деятельности и специфике работы. В то же время, если оценщик разделит ту или

иную принятую к сравнению отдельную переменную на выручку или на итог баланса и получит некий мультипликатор, то сравнение на базе полученных взвешенных значений станет более объективным. Второй важный компонент эффективной сравнительной оценки — поиск активов, подобных анализируемым, и этот процесс бывает крайне трудоемким. Нередко встречаются прецеденты, когда компании, отобранные для анализа, в конечном итоге оказывали несопоставимыми. В контексте сравнительной оценки во главе угла стоит постулат, что рынок в целом прав в вопросах оценки, однако в случае конкретной компании оценка не верна, и с целью подтверждения или опровержения этой теории оценщик приступает к работе.

Третий подход к оценке — использование опционного ценообразования. Модель стоимости опциона известна уже довольно давно, задача оценщика в таких условиях сводится к использованию этой модели для оценки бизнеса или имущества. Опционы получают свою стоимость из базовых активов, у которых предполагается наличие переменной в виде выплат и их сроков. Например, если компания занимается разработкой и добычей нефти, то запасы нефтепродуктов этой компании будут иметь какую-либо ценность только в случае достижения определенного уровня цены на нефть марки Brent. Заметим, что в российских условиях традиционные методы, в том числе методы оценки по дисконтированным денежным потокам и сравнительный метод, значительно уступают методу опционного ценообразования. При оценке по методу дисконтированных денежных потоков существует вероятность в российских реалиях получить заниженный результат: высокий уровень риска проявляется в росте ставки дисконтирования, которая, в свою очередь, приводит к снижению итогового результата оценки.

У аналитиков наибольшей популярностью пользуются первые два подхода, поэтому статья будет посвящена именно им. Вместе с тем на практике наиболее часто применяется метод сравнительной оценки, при этом в ходе исследования мы попытаемся выявить то, насколько эффективен данный метод в условиях глобальной экономической неопределенности, вызванной, например, мировой пандемией.

Метод сравнительной оценки широко распространен среди практикующих оценщиков. Согласно исследованию, проведенному Асватом Дамодараном, лишь 10% оценок Wall Street были проведены по методу дисконтированных денежных потоков, примерно 85% оценок базируется на мультипликаторах сравнительной оценки, однако такая статистика не выступает подтверждением того, что второй метод оценки лучше или точнее [2, с. 358]. Причиной того, что аналитики предпочитают сравнительный подход, может быть тот факт, что данный метод является более применимым в условиях рыночной экономики, с помощью этого метода легче продать какой-либо актив, просто доказав, что он дешевле аналогов. Кроме того, сравнительный подход обеспечивает определенную свободу и даже возможность (непреднамеренной) манипуляции, обладая широким разнообразием мультипликаторов, сопоставимого имущества и определенной искусностью — с его помощью можно доказать привлекательность практически любого объекта. Также массовое использование сравнительного метода делает его более «безопасным»; ошибки, допущенные при сравнительном методе, будут общими для 85% игроков, а ошибки при оценке с использованием дисконтированных денежных потоков могут быть аналогичны только для 10% оценщиков, что снижает в первом случае вероятность наступления санкций.

Несмотря на определенные недостатки сравнительного метода, полностью отказываться от него не стоит, иногда сравнительная оценка помогает увидеть слабые места в оценке по методу дисконтированных денежных потоков. Механизмы сравнительной оценки являются весьма полезными и могут дополнить исследования, однако их не стоит использовать повсеместно. На практике метод сравнительной оценки пользуется большей популярностью среди оценщиков, хотя по некоторым объективным показателям он уступает оценке по методу дисконтированных денежных потоков, так как подразумевает определенную степень субъективности.

В условиях глобальной экономической неопределенности, когда регулярно возникают обстоятельства, оказывающие негативное влияние на экономическую ситуацию, нельзя

не принимать во внимание, что общая конъюнктура рынка за счет большого количества ажиотажных инвесторов может принять неверную траекторию [12]. Так на акции некоторых компаний на фондовом рынке может сформироваться неоправданно высокий спрос, а другие предприятия — более надежные, но менее популярные — наоборот могут быть недооценены рынком. На фоне таких компаний — «экономических пузырей» любое предприятие в контексте сравнительной оценки будет выглядеть более привлекательно, даже если на самом деле таковым не является. Таким образом, мы подошли к ключевому недостатку сравнительного метода в условиях экономической неопределенности: инвесторы далеко не всегда правильно трактуют динамику рынка, особенно сложно строить определенные предположения о будущем компаний и отраслей в условиях кризиса. Основополагающий принцип сравнительной оценки — рынок прав в целом, но ошибается в частностях — не всегда работает в кризисные периоды. Кроме того, в сравнительной оценке отсутствуют показатели, которые бы отражали степень рискованности актива, что отличает его от метода дисконтированных денежных потоков, в котором коэффициент бэта является мерой рыночного риска, учет которого так необходим в современных условиях.

Коэффициент бэта — один из ключевых показателей инвестиционной оценки, который характеризует изменение стоимости акции или другого актива по отношению к общему изменению рынка. За коэффициентом бэта стоит большая теоретическая база, так как данный показатель рассчитывается исходя из фундаментальных финансовых моделей риска и дохода. Однако существует целый ряд альтернатив традиционному коэффициенту бэта, которые также нацелены на измерение относительного риска инвестиций. Данные показатели построены на традиционной

теории портфеля. Оценщик может воспользоваться показателями, основанными на ценах акций, в таком случае необходимо будет определить стандартное отклонение цены акции относительно среднего значения. Также оценщик может использовать показатели финансовой отчетности, коэффициенты изменения доходности. Однако в конечном итоге все подходы будут нацелены на получение величины относительного риска. Таким образом, даже если аналитик не является приверженцем бэта-коэффициента, он не должен отказываться в процессе анализа от относительного риска, ведь существуют и другие способы его измерения.

### Заключение

В процессе инвестирования механизм оценки играет особую роль. Проведение инвестиционной оценки позволяет снизить риски неопределенности и определить наиболее привлекательные для инвестирования компании. Представляется, что в условиях глобальной экономической неопределенности из трех рассмотренных методов инвестиционной оценки наиболее достоверным является метод дисконтированных денежных потоков, поскольку при такой оценке используются внутренние данные компании, менее подверженные субъективной интерпретации, чем при сравнительной оценке, когда отношение инвесторов и динамика рынка все же имеют вес и сказываются на результатах оценки. Поэтому, по мнению автора, в современных условиях рекомендуется использовать метод дисконтированных денежных потоков, а инструменты сравнительной оценки можно применять для проверки полученных результатов. Если оценка проведена правильно, то результаты исследований (при отсутствии факторов, искажающих достоверность сравнительной оценки) должны коррелироваться между собой.

### Литература

1. Аветисян А.Г. Инвестиционная привлекательность страны: анализ основных факторов. // Финансы: теория и практика. — 2020. — Т. 24. — № 4. — С. 58-74.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Альпина Паблишер, 2016. — 241 с.



3. Захаров А.Н., Старовая Ю.А. Динамика рынка акций компаний нефтегазового сектора в условиях пандемии. // Деловой журнал «Neftegaz.RU». — 2021. — № 4 (112). — С. 178-187
4. Пехивелашвили Д.Т. Современный анализ инвестиционной привлекательности компаний: нивелирование рисков и выявление детерминантов роста // Экономика и предпринимательство. — 2016. — № 1-2 (66). — С. 1054-1057.
5. Рассоха А.В. Оценка доходности инвестиционных проектов в условиях несовершенного рынка капитала // Труды Московского физико-технического института. — 2018. — Т. 10. — № 4 (40). — С. 74-86.
6. Ревуцкий Л.Д. Теоретическая база методических подходов к оценке справедливой стоимости проблемных активов // Финансовый бизнес. — 2017. — № 4 (189). — С. 55-60.
7. Репринцева Е.В. Анализ инвестиционной активности в отраслях российской экономики // Азимут научных исследований: экономика и управление. — 2020. — Т. 9. — № 2 (31). — С. 277-280.
8. Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Инвестиционная оценка современных бизнес-моделей. // Учет. Анализ. Аудит. — 2021. — Т. 8. — № 2. — С. 12-23.
9. Скоробогатов М.В., Ивлев И.Ю. Основные подходы и методы, используемые для оценки коммерческого потенциала инновационных проектов // Московский экономический журнал. — 2018. — № 5-3. — С. 18.
10. Халиун Г. Развитие методов оценки инвестиционных проектов в банковском риск-менеджменте: дис. ... канд. эк. наук: 08.00.10 / РЭУ им. Г.В.Плеханова. — М., 2017. — 175 с.
11. Шалагин М.Ю. Об особенностях оценки эффективности инвестиционных проектов в российских условиях // Экономика и предпринимательство. — 2019. — № 12 (113). — С. 643-650.
12. Шананин А.А. Математическое моделирование инвестиций на несовершенном рынке капитала // Труды института математики и механики УрО РАН. — 2019. — Т. 25. — № 4. — С. 265-274.
13. Шишко Л.А. К вопросу о состоянии инвестиционного климата в России сегодня // Самоуправление. — 2020. — Т. 2. — № 1 (118). — С. 476-479.
14. Брун М.Е., Ткаченко Т.Ф. Эволюция концепции бенефициарного собственника дохода в России и за рубежом // Финансовый бизнес. — 2018. — № 3 (194). — С. 50-53.

### ПЯТЬ КЛЮЧЕВЫХ ОБЛАСТЕЙ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ

Управление рисками в том виде, в каком мы его знали, было дискредитировано пандемией. Хотя COVID-19 является крупнейшим кризисом за последнее поколение, бизнес и общество также сталкиваются с огромными рисками, связанными с быстрым изменением климата — возможно, самым большим риском из всех. Поэтому управление рисками, как никогда ранее, выходит на первый план. Об этом говорится в исследовании «Переосмысление рисков будущего», которое провела АССА, глобальная ассоциация, объединяющая финансистов по всему миру.

Ключевые области управления рисками для финансистов:

- Новые возможности. Пандемия повысила актуальность проблем, связанных с изменением климата, социальным неравенством и ориентацией стратегий компаний “в первую очередь для акционеров”. Также изменилась роль корпоративной отчетности для ведения бизнеса в новых условиях. Финансисты играют ключевую роль в этой трансформации.
- Взгляд в будущее рисков (ERM). Роль финансистов как экспертов в эффективном управлении рисками выходит за рамки отчетности о прошлом периоде. Она включает использование информации для планирования будущего. Отвечая за отчетность, финансисты могут обеспечить более глубокий анализ различных сценариев и оптимизировать предиктивную аналитику.

- Управление рисками. Финансисты понимают бизнес-модели и то, как лучше организовать процессы, которые помогают компаниям достичь своих целей. Однако они также могут внести больший вклад в поддержку совета директоров и высшего руководства с точки зрения различных и меняющихся потребностей заинтересованных сторон, а также обеспечить необходимое доверие.

- Операционная устойчивость. У финансистов есть возможность раскрыть ценность, выходя за рамки финансовых, операционных и системных рисков, которые преобладали со времен мирового финансового кризиса (GFK). Это даст возможность предоставить аналитику по неопределенности внутренней и внешней среды и их влиянию на бизнес.

- Гибкость в подходах. Каждая отрасль имеет свои собственные риски. Тем не менее, нельзя недооценивать серьезность некоторых последствий. Например, отсутствие прозрачности в цепочках поставок. Финансистам необходимо измерять риски, которые не так легко оценить количественно, и предоставлять больше информации, необходимой для планирования и подготовки стратегий.

Источник: АССА

Дата публикации: 2 сентября 2021 г.