

Вестник Евразийской науки / The Eurasian Scientific Journal <https://esj.today>

2019, №2, Том 11 / 2019, No 2, Vol 11 <https://esj.today/issue-2-2019.html>

URL статьи: <https://esj.today/PDF/12ECVN219.pdf>

Ссылка для цитирования этой статьи:

Басько О.О., Головецкий Н.Я. Проблемы выбора модели для оценки стоимости и доходности финансовых активов // Вестник Евразийской науки, 2019 №2, <https://esj.today/PDF/12ECVN219.pdf> (доступ свободный).
Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

For citation:

Basko O.O., Goloveckij N.Ja. (2019). Problems of choosing a model for assessing the value and profitability of financial assets. *The Eurasian Scientific Journal*, [online] 2(11). Available at: <https://esj.today/PDF/12ECVN219.pdf> (in Russian)

УДК 336

ГРНТИ 06.81

Басько Ольга Олеговна

ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия
Магистрант

E-mail: olechka126@yandex.ru

РИНЦ: https://elibrary.ru/author_profile.asp?id=1024717

Головецкий Николай Яковлевич

ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия
Профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления

Кандидат экономических наук, профессор

E-mail: nik1957@mail.ru

РИНЦ: https://elibrary.ru/author_profile.asp?id=715010

Проблемы выбора модели для оценки стоимости и доходности финансовых активов

Аннотация. В современных условиях компании для улучшения своей деятельности находятся в поиске новых источников финансирования. Финансовые активы являются одним из таких источников. Поэтому так важно правильно оценивать финансовый актив. К сожалению, оценка финансовых активов может быть осложнена множеством причин, например, особенностями российского финансового рынка, дивидендной политикой компаний, а также выбором правильного метода оценки с учетом всех особенностей. В большей степени на оценку влияет состояние макроэкономической среды.

В данной статье авторами было рассмотрено состояние финансового рынка России. На основании проведенного анализа было выявлено изменение оборота рынка акций, облигаций и производственных финансовых инструментов. Авторами также была рассмотрена дивидендная политика компаний и ее воздействие на определение стоимости. В работе было обнаружено влияние макроэкономической среды на оценку. Далее на примере компании ПАО «Интер РАО» были рассмотрены два подхода к оценке финансовых активов – доходный и сравнительный. Первый подход показал достаточно точный результат. На основании сравнительного подхода были получены разные показатели, на основании которых было сложно сделать вывод. Таким образом, метод достаточно проблематично применять на практике, так как на показатели коэффициентов могут оказывать влияние макроэкономическая среда, а также сами компании.

Авторы пришли к выводу, что метод дисконтирования денежных потоков предоставляет наиболее точный результат при анализе. Поэтому данный метод может использоваться, как основной. Другие методы также стоит применять, но как дополнение к основному анализу.

Ключевые слова: финансовые активы; финансовый рынок; доходный подход; сравнительный подход; дивидендная политика; мультипликаторы; денежный поток

В данной работе будут рассмотрены модели оценки стоимости и доходности финансовых активов. В настоящее время данная проблема, как никогда актуальна. В условиях глобализации и информатизации традиционные виды финансирования предприятий сменяются новыми, и все большее внимание направляется на финансовые активы, как новый и более эффективный способ финансирования компании.

Поэтому так важно в компании иметь опытных специалистов, способных безошибочно рассчитать стоимость финансового актива. Иногда данные расчеты проводят специальные инвестиционные компании, чтобы избежать неточностей и ошибок, которые могут привести к неверной оценке финансовых инструментов, что в свою очередь ведет к принятию неточных решений и убыткам.

Оценка финансовых активов в российских условиях осложняется особенностями российского финансового рынка, а также проблемами, связанными непосредственно с выбором методов оценки и учета специфики каждого из них. В связи с этим особую актуальность приобретает рассмотрение трудностей, связанных с оценкой финансовых активов.

При написании работы были использованы монографии и статьи, а также аналитические обзоры финансового рынка и компаний.

Опыт оценки финансовых активов рассмотрен на основе таких работ, как Дамодаран А. «Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов», Курилова А.А., Полтева Т.В. «Сравнительная характеристика моделей оценки рыночной стоимости ценных бумаг», Лукаевич И.Я. «О дивидендной политике компаний», Муслимова Л.И. «Оценка акций российских компаний: методы оценки», Чакалян К.Г. «Оценка бизнеса: сущность основных подходов, их преимущества и недостатки», Шарп У.Ф. «Инвестиции».

Основными источниками, описывающими текущее состояние финансового рынка, явились работы Национальной ассоциации участников фондового рынка Российский фондовый рынок и Данилова Ю. «Финансовый рынок РФ в 2017 году: константы и переменные».

Начнем с рассмотрения особенностей российского финансового рынка.

За 2017 г. прослеживался продолжившийся рост оборота финансовых рынков, особенно во внебиржевом сегменте. Рассмотрим динамику изменения рынков основных финансовых инструментов.

Несмотря на продолжившийся рост финансовых рынков, на рынке акций наблюдается отрицательная динамика. Так, если проанализировать рынок акций, то можно заметить, что капитализация уменьшилась на 5 % и составила 35,9 трлн руб.¹ Аналогичная динамика прослеживается и у российских индексов. Так значение рублевого индекса Московской биржи уменьшилось на 6 %, а долларового индекса РТС выросло на 0,2 %. При этом, если

¹ Национальная ассоциация участников фондового рынка Российский фондовый рынок: 2017 год: [Электронный ресурс]. URL: <https://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf> (Дата обращения: 22.02.2019).

рассматривать более глобально, то по показателю капитализации доля российского рынка акций в мировом резко упала – до 0,73 %².

Рынок облигаций характеризуется обратной динамикой по сравнению с акциями. Здесь происходит уверенное увеличение оборотов. Так внутренний рынок корпоративных облигаций увеличился на 21,3 %, а государственных облигаций на 18,8 %³.

На рынке производных финансовых инструментов в 2017 г. наблюдался рост объемов на 10 % по сравнению с 2016 г.⁴ Но несмотря на положительную динамику, рынок пока не может выйти на такой уровень, который может считаться эффективным для хеджирования рынков российских компаний.

Как показывает проведенный анализ, положительная динамика прослеживается на рынках облигаций и производственных финансовых инструментов. Рынок акций демонстрирует не только недооценку стоимости финансовых активов, но также нежелание инвесторов вкладывать свои средства в данный вид финансовых активов.

Далее приступим к рассмотрению основных подходов в оценке. Выделяют три основных подхода [5]:

- затратный подход;
- доходный подход;
- сравнительный подход.

На основании первого подхода стоимость рассчитывается на основании оценки рыночной стоимости имущества компании или затрат по созданию аналогичного вида бизнеса.

Доходный подход предполагает оценку, базирующуюся на дисконтировании денежных потоков.

Сравнительный подход использует различные финансовые коэффициенты (мультипликаторы) для оценки.

В оценке финансовых активов чаще применяются два последних подхода. Поэтому затратный метод не будет принят во внимание. Начнем рассмотрение с моделей, базирующихся на дисконтировании.

Хотелось бы отметить, что модели оценки акций построены, исходя из таких характеристик, как вид акции, сумма дивидендов, ожидаемая рыночная стоимость, норма доходности и период владения акцией [2].

Согласно правилу приведенной стоимости, лежащим в основе данного метода, стоимость финансового актива определяется, как сумма приведенных к текущему моменту времени денежных потоков [6, с. 15].

² Данилов Ю. Финансовый рынок РФ в 2017 году: константы и переменные: [Электронный ресурс]. URL: <https://www.finam.ru/analysis/forecasts/finansovyy-rynok-rf-v-2017-godu-konstanty-i-peremennye-20180220-144758/> (Дата обращения: 10.02.2019).

³ Национальная ассоциация участников фондового рынка Российский фондовый рынок: 2017 год: URL: <https://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf> (Дата обращения: 22.02.2019).

⁴ Данилов Ю. Финансовый рынок РФ в 2017 году: константы и переменные. URL: <https://www.finam.ru/analysis/forecasts/finansovyy-rynok-rf-v-2017-godu-konstanty-i-peremennye-20180220-144758/> (Дата обращения: 10.02.2019).

Таким образом, получив результат, используя данный метод, можно получить справедливую стоимость финансового актива. При этом справедливая цена будет выше у финансового актива, который приносит больше выгод.

Формула модели представлена ниже:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + r_t)^t} \quad (1)$$

где CF_t – выплата по активу в момент t ; r_t – рыночная ставка доходности в момент t .

После расчета справедливой стоимости финансового актива полученный результат сравнивают с текущей рыночной ценой. Если первая больше рыночной, то акция признается недооцененной и ее следует покупать, в противном случае акция переоценена и ее следует продать.

Модель дисконтирования дивидендов была разработана Д. Уильямсом на допущении о неограниченном сроке жизни акции. Тогда стоимость акции равна сумме дивидендов, дисконтированных к определенному моменту времени. Формула модели представлена ниже:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1 + r)^t} \quad (2)$$

где DIV_t – дивиденд акции в периоде t .

На основании уже данной модели были разработаны модели нулевого, постоянного, двухэтапного и трехэтапного роста.

Предположение модели Гордона заключается в том, что объем дивидендов не изменяется на протяжении всего срока инвестирования. Формула модели представлена ниже:

$$V = \frac{DIV}{r} \quad (3)$$

Данная модель считается простой в применении, однако не лишена и недостатков. Первый связан с предположением о стабильности объема дивидендов. Это ведет к выводу о том, что другие финансовые показатели компании, также стабильны, но на практике это не представляется возможным. Во-вторых, проблема кроется в определении приемлемых темпов роста. И в-третьих, модель чувствительна к входным данным.

Модель постоянного роста строится на допущении, что объемы дивидендов растут на определенную величину g . Формула модели представлена ниже:

$$V = \frac{DIV}{r - g} \quad (4)$$

где g – темп роста.

Модель двухэтапного роста предполагает, что до некоторого момента времени изменения дивиденды растут без какой-либо закономерности дивидендов, однако после наступления момента они растут с постоянным коэффициентом. Формула модели представлена ниже:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1 + r)^t} + \frac{DIV_{t+1}}{(r - g)(1 + r)^t} \quad (5)$$

Модель в достаточной степени отражает действительность, но также не лишена и недостатков. В качестве недостатков можно выделить: необходимость определения коэффициента g , недооценка компании, резкий переход к более стабильным дивидендам.

Трехэтапная модель может применяться для более точной оценки финансового актива. Она строится в соответствии с этапами развития компании. Так модель в соответствии с моделью сначала действует определенная ставка до определенного момента времени, потом вторая ставка и наконец после окончания второго периода действует третья ставка. Сложность в использовании может быть обусловлена затрудненностью получения достоверных данных, однако модель может в полной степени описывать процесс деятельности компании.

Модель имеет следующий вид:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{DIV_0(1+g_a)}{(1+r_a)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{DIV_{n_2}(1+g_n)}{(r-g_n)(1+r)^n} \quad (6)$$

где g_a – ставка роста на первоначальном этапе; g_n – постоянные темпы роста после периода n_2 ; r_a – ставка дисконтирования для периода первоначального роста.

При использовании трехэтапной модели можно избежать недостатков рассмотренных выше моделей. Однако, на практике модель требует большой объем исходных данных. Поэтому при отборе и анализе данных необходимо соблюдать осторожность.

Рассмотренные выше модели, базирующиеся на прогнозе ожидаемых денежных потоков теоретически обоснованы, но претерпевают ряд сложностей при использовании в российских условиях.

Например, данные модели не могут применяться для оценки финансовых активов компаний, которые не платят дивиденды, выплачивают их нерегулярно или выплачивают незначительные суммы [3].

К сожалению, данная ситуация является достаточно привычной для России. Так, например, в настоящее время около 40 % из 200 компаний, акции которых представлены в листинге ММВБ и РТС, вообще не выплачивают дивидендов [3].

Рассмотрим дивидендную политику российских компаний.

До 2001 г. в компаниях отсутствовала дивидендная политика. Затем ситуация начала менять после того, как компании заинтересовались привлечением дополнительных средств с финансовых рынков. На данный момент дивидендная политика отличается следующими особенностями [3]:

- состав собственников (государство, узкий круг лиц или менеджмент);
- ограничение доступа к международным финансовым рынкам из-за санкций;
- несовершенства законодательной базы;
- отсутствие четкой дивидендной политики;
- сложность методик расчета;
- на расчет дивидендов влияют изменения валютного курса;
- много компаний монополистов в своей отрасли;
- зависимость от иностранных инвесторов;
- переход компаний на выплату промежуточных дивидендов;
- рост объемов и количества операций buy back (обратного выкупа акций);
- учет интересов кредиторов из-за роста долговой нагрузки и т. д.

Все данные особенности дивидендной политики должны учитываться при определении стоимости финансовых инструментов, ведь они значительно влияют на исходные данные, которые принимаются для расчета показателей. Хотелось бы также отметить, что многие факторы все же сложно учитывать из-за недостоверности и сокрытия информации.

Из-за сложившейся дивидендной политики многих российских компаний, модели дисконтирования дивидендов достаточно сложны в использовании из-за неполучения конечного точного результата. Поэтому самыми распространенными методами оценки акций в рамках доходного подхода в российской практике является метод дисконтированных денежных потоков [4].

Обычно рассматривают два подхода к построению таких моделей.

Первый подход базируется на прогнозировании свободных денежных потоков компании от активов фирмы FCF_t и последующей оценке рыночной стоимости фирмы V . Модель имеет следующий вид:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} \quad (7)$$

где r – средняя стоимость капитала фирмы.

Проведя расчеты по данной формуле, мы получаем рыночную стоимость компании. Для того, чтобы оценить ее собственный капитал необходимо из рыночной стоимости вычесть рыночную стоимость чистого долга. Далее для определения справедливой стоимости акции полученную величину делят на общее количество акций.

Второй подход предполагает дисконтирование денежных потоков $FCFE_t$. В качестве ставки дисконтирования используется требуемая доходность собственного капитала фирмы. Модель может быть представлена:

$$V_E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r_E)^t} \quad (8)$$

где r_E – стоимость (требуемая доходность) собственного капитала. Для определения справедливой стоимости акции полученный результат также делят на общее количество акций.

Еще одним широко применяемым подходом к оценке акций является сравнительный подход. При такой оценке стоимость актива можно вывести, отталкиваясь от ценообразования на сопоставимые активы, стандартизированные при помощи какой-либо общей переменной, такой как прибыль, денежные потоки, балансовая стоимость или выручка [1, с. 32].

Как правило для оценки по данному методу необходимо использовать компании-аналоги и их мультипликаторы. Используя мультипликаторы в оценке необходимо достаточно осторожно подходить к анализу результатов. Данный подход имеет как положительные стороны, так и отрицательные. Рассмотрим преимущества и недостатки методов наиболее используемых мультипликаторов.

Метод использования мультипликатора P/E достаточно прост в использовании и интерпретации, однако его нельзя применять для убыточных компаний. Высокое значение может быть получено за счет низкой прибыли (влияние на величину со стороны менеджмента).

Метод использования мультипликатора P/S может использоваться для оценки акций новых фирм, а также убыточных предприятий. Использование данного мультипликатора дает наиболее точный результат, т.к. выручка в меньшей степени подвержена изменениям менеджмента компании. Среди существенного недостатка можно рассмотреть то, что

мультипликатор базируется на прогнозном значении выручки, поэтому показатель не может использоваться, как конечный результат принятия решения.

Метод использования мультипликатора EV/EBITDA может применяться для убыточных компаний и для сравнения компаний с различными политиками. Однако, при использовании метода могут возникнуть сложности с интерпретацией результата.

Как видно из проведенного сравнения применение мультипликаторов в своем анализе при оценке акций должно сопровождаться повышенной осторожностью. Каждый из них имеет существенные недостатки, которые можно не заметить невооруженным глазом и которые тяжело спрогнозировать. Одним из таких важных недостатков является влияние на результаты деятельности компании со стороны менеджмента для достижения своих целей. Таким образом, получив результат мы будем считать, что он является достаточно точным, хотя на самом деле показатель искажен и не отражает текущее положение. В результате может быть принято неправильное решение. Поэтому, на мой взгляд, использование сравнительного подхода как самостоятельного метода невозможно.

Таким образом, были рассмотрены наиболее часто встречающиеся и используемые мультипликаторы, однако на этом анализ зачастую не ограничивается и в расчете используют и другие мультипликаторы.

Для получения наиболее точного результата, необходимо провести расчеты и по методу дисконтирования денежных потоков, и по методу мультипликаторов.

Далее рассмотрим применение данных моделей для оценки акций на практическом примере. В качестве компании для рассмотрения мною выбрана компания ПАО «Интер РАО». Данная компания является лидером в области электроэнергетики. Построенная компанией стратегия направлена на достижение к 2020 г. цели войти в число десяти крупнейших энергетических компаний мира⁵. Акции ПАО «Интер РАО» являются достаточно надежными по получению доходов и дивидендов.

Проведем оценку по методу дисконтирования денежных потоков. Данный анализ можно провести самостоятельно на основании отчетности и использования программы Excel, но в данной работе мною была использована аналитика, проведенная инвестиционной компанией «Велес Капитал» за 2018 г. для сравнения с текущими показателями, полученными в том же году.

В таблице представим основные финансовые показатели, необходимые для расчета денежных потоков, а также сами денежные потоки.

Таблица 1

Денежные потоки ПАО «Интер РАО»⁶

Млн руб.	2016	2017	2018П	2019П	2020П
Выручка	868 182	917 049	1 003 617	1 064 485	1 131 120
Темп роста (%)	-	6	9	6	6
EBITDA	121 352	95 471	130 876	144 397	164 714
Рентабельность (%)	14	10	13	14	15
EBIT	77 260	64 982	94 478	110 984	133 579
Рентабельность (%)	9	7	9	10	12
- налоги на прибыль	15 452	10 534	18 895	22 197	26 716

⁵ Группа «Интер РАО»: [Электронный ресурс]. URL: <https://www.interrao.ru/company/> (Дата обращения: 12.02.2019).

⁶ Адонин А. Аналитический обзор (Интер РАО): [Электронный ресурс]. URL: https://veles-capital.ru/uploadedfiles/VC_IRAO_DEC18_flash.pdf (Дата обращения: 12.02.2019).

Млн руб.	2016	2017	2018П	2019П	2020П
НОРАТ	61 808	54 448	75 583	88 787	106 863
+ амортизация	22 904	21 048	24 178	24 132	24 087
- капиталовложения	-34 746	5 868	-9 798	5 868	-9 798
Увеличение / Уменьшение оборотного капитала	-2 341	-31 508	-24 500	-31 508	-24 500
Свободный денежный поток	47 625	49 856	65 463	87 279	96 652

Далее необходимо определить ставку доходности. Денежные потоки на инвестированный капитал дисконтируются по ставке WACC.

WACC за 2018 год равен 14,3 %. Постпрогнозный темп роста равен 2 %.⁶

В таблице отобразим основные составляющие показателя WACC.

Таблица 2

Ставка доходности за 2018 г.⁶

WACC	2018П
Безрисковая ставка	8,5 %
Рыночная стоимость долга	8,0 %
Ставка налога на прибыль	20 %
Стоимость акционерного капитала	14,7 %
Beta	0,7 %
Доля долга	4,0 %
Доля капитала	96,0 %
WACC	14,3 %

Далее приведем в таблице данные для оценки стоимости акции. Основные показатели отобразим в таблице 3.

Таблица 3

Оценка стоимости акций⁶

Оценка стоимости обыкновенных акций	2018П
Ставка роста в постпрогнозный период, %	2,0 %
Сумма дисконтированного денежного потока	237 521
Дисконтированная терминальная стоимость (+)	125 939
Стоимость бизнеса компании	363 460
Стоимость чистого долга (-)	-135 454
Стоимость финансовых вложений (+)	23 036
Стоимость акционерного капитала	521 950
Фундаментальная стоимость ао, руб.	5,0

Таким образом, после проведения анализа компанией «Велес Капитал» целевая цена акции была подтверждена на уровне 5,0 руб. На основании данного прогноза, можно сделать предположение о том, что акции ПАО «Интер РАО» имеют высокий потенциал роста среди электроэнергетических компаний страны⁶.

На момент выхода отчета цена обыкновенной акции равнялась 3,98 руб. При этом минимальная и максимальная цены за 2018 г. составили соответственно 3,38 и 4,43 руб.⁷ Поскольку по прогнозу справедливая цена равняется 5,0 руб., и она выше рыночной, можно сделать вывод о том, что акция является недооцененной и ее следует покупать.

Далее приступим к рассмотрению моделей, основанных на сравнительном подходе и использующих для этой цели мультипликаторы. В качестве аналогов были выбраны основные

⁷ Динамика котировок. URL: <https://www.interrao.ru/investors/securities-information/sharece/> (Дата обращения: 12.02.2019).

конкуренты ПАО «Интер РАО». Основные конкуренты, а также их основные мультипликаторы представлены в таблице 4, также в таблице рассчитано среднее значение⁸.

Таблица 4

**Мультипликаторы ПАО «Интер РАО»
и ее основных конкурентов на 2018 прогнозный год⁹**

Компания	P/E	EV/S	EV/EBITDA
РусГидро	3,65	1,09	3,40
Юнипро	4,5	1,9	5,3
Энел Россия	4,48	0,69	3,36
Суммарное значение/средневзвешенное	4,21	1,23	4,02
Интер РАО	4,8	0,38	3,1

Согласно представленным в таблице данным показатель P/E принимает наибольшее значение у компании ПАО «Интер РАО». Минимальные значения показателей EV/S и EV/EBITDA демонстрирует также компания ПАО «Интер РАО».

Далее проанализируем каждый показатель.

Мультипликатор P/E ПАО «Интер РАО» выше среднего значения на 0,59 пункта. Стоимость немного завышена рынком, что свидетельствует о переоценке акций.

Анализ мультипликатора EV/EBITDA показывает, что значение для компании ниже среднего, что говорит о недооценке акций.

Обычно третий наиболее популярный показатель при анализе – это мультипликатор P/S. Однако, компанией «Велес Капитал» был использован показатель EV/S. Данный выбор может быть обусловлен корректностью использования показателя. По представленным данным акция опять считается недооцененной.

Как показал анализ, нами были получены совершенно разные результаты. Согласно коэффициенту P/E акция переоценена, согласно показателям EV/EBITDA и EV/S акция является недооцененной. Как уже отмечалось ранее подход, основанный на коэффициентах лучше применять в комплексе с другими подходами, так как он может давать неоднозначный результат.

Подводя итог, в статье были рассмотрены модели оценки стоимости финансовых активов, основные недостатки, с которыми приходится сталкиваться при анализе.

Хотелось бы отметить, что в большей степени на оценку финансовых активов влияет макроэкономическая среда, т. е. состояние фондового рынка и все факторы, влияющие в той или иной мере на изменение его состояния. В настоящее время российский рынок ценных бумаг представлен ростом рынков облигаций и производственных финансовых инструментов и снижением объемов рынка акций, что может приводить к их недооценке и риску при вложении инвесторами своих средств.

На примере компании ПАО «Интер РАО» были рассмотрены два подхода к оценке финансовых активов – доходный и сравнительный. Доходный, рассчитывается на основании дисконтированных дивидендов или денежных потоков. Модель дисконтирования дивидендов может приводить к неверным результатам за счет дивидендной политики компании. Более того в условиях финансового рынка России размер дивидендов может сильно различаться с величиной

⁸ Адонин А. Аналитический обзор (РусГидро, Интер РАО, Юнипро, Энел Россия). URL: https://veles-capital.ru/uploadedfiles/Analytics/VC_Utility_review_Jun17.pdf (Дата обращения: 17.02.2019).

⁹ Составлено автором на основе аналитического обзора: https://veles-capital.ru/uploadedfiles/Analytics/Utility_review_Jun17.pdf (Дата обращения: 17.02.2019).

денежного потока. Если дивиденды превышают денежный поток, то стоимость акции завышены, в противном случае – занижена. Поэтому чаще применяют модель дисконтирования денежных потоков.

Что касается сравнительного подхода, то его сложно рассматривать, как самостоятельный подход к оценке. Как показал анализ разные мультипликаторы могут давать разный результат. Также хотелось бы отметить, что на коэффициенты могут влиять компании для своих целей.

Каждый рассмотренный подход содержит как преимущества, так и недостатки. Но на практике с учетом всех упомянутых факторов лучше всего использовать метод дисконтирования денежных потоков, так как он предоставляет наиболее точный результат анализа. Поэтому при анализе данный метод можно использовать, как основной и применять другие методы, как дополнение к анализу.

ЛИТЕРАТУРА

1. Головецкий Н.Я., Лебедева А.А. Проблемы оценки стоимости собственного капитала компаний строительной отрасли (жилищное строительство) // Вестник евразийской науки. – 2018. – Т.10. – №2.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Дамодаран А. – 9-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Пабли., 2016. – 1316 с.
3. Курилова А.А., Полтева Т.В. Сравнительная характеристика моделей оценки рыночной стоимости ценных бумаг // Вестник НГИЭИ. – 2016. – №5. – С. 34–40.
4. Лукаевич И.Я. О дивидендной политике компаний // Финансы, 2017. – № 2. – С. 40–44.
5. Муслимова Л.И. Оценка акций российских компаний: методы оценки // Молодой ученый. – 2016. – №3. – С. 576–581.
6. Морозко Н.И., Воротникова И.В. и др. Модели устойчивого развития бизнеса: финансовый аспект. М.: ФУ, 2018. 357 с.
7. Рожкова В.В., Головецкий Н.Я. Влияние финансовой устойчивости на оценку бизнеса // Вестник евразийской науки. – 2019. – Т.11. – №1.
8. Сафронова А.А., Рудакова Е.Н. и др. Формирование системы финансового менеджмента: теория, опыт, проблемы, перспективы. Коллективная монография. – М.: Научный консультант, 2018. – 228 с.
9. Чакалян К.Г. Оценка бизнеса: сущность основных подходов, их преимущества и недостатки // Молодой ученый. – 2016. – №28. – С. 590–592.
10. Шарп У.Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г.Д. Александер, Д.В. Бэйли; Пер. с англ. А.Н. Буренина, А.А. Васина. – М.: НИЦ ИНФРА-М, 2014. – 1028 с.

Basko Olga Olegovna

Financial university under the government of Russian Federation, Moscow, Russia
E-mail: olechka126@yandex.ru

Goloveckij Nikolaj Jakovlevich

Financial university under the government of Russian Federation, Moscow, Russia
E-mail: nik1957@mail.ru

Problems of choosing a model for assessing the value and profitability of financial assets

Abstract. In modern conditions companies are looking for new sources of funding to improve their operations. Financial assets are one of such sources. Therefore, it is important to correctly evaluate a financial asset. Unfortunately, the assessment of financial assets can be complicated by a variety of reasons, for example, the features of the Russian financial market, the company's dividend policy, the choice of the correct valuation method. To a greater extent the state of the macroeconomic environment influences the assessment.

In this article, the authors reviewed the state of the Russian financial market. Based on the analysis performed, a change in the turnover of the stock, bond and production financial instruments market was revealed. The authors also reviewed the company's dividend policy and its impact on the definition of value. The work revealed the influence of the macroeconomic environment on the assessment. Further using the example of «Inter RAO», two approaches to evaluating financial assets – income and comparative – were considered. The first approach showed a fairly accurate result. Based on the comparative approach, different indicators were obtained, on the basis of which it was difficult to draw a conclusion. Thus, it is quite problematic to apply the method in practice, since the macroeconomic environment, as well as the companies themselves, can influence the indicators of the coefficients.

The authors concluded that the discounted cash flow method provides the most accurate result in the analysis. Therefore, this method can be used as the main one. Other methods should also be used but as a supplement to the basic analysis.

Keywords: financial assets; financial market; income approach; comparative approach; dividend policy; multipliers; cash flow