

УДК 338.1

DOI 10.21685/2309-2874-2017-1-4

А. В. Тарасов, А. В. Понукалин, Ю. И. Русакова

ВЛИЯНИЕ САНКЦИЙ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ КЛАССИЧЕСКИХ МЕТОДОВ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ

Аннотация.

Актуальность и цели. Несколько лет назад ряд западных государств ввели экономические санкции против России. Почти всегда результатами введения таких ограничений являются стагнация экономического роста, негативные изменения в финансовом секторе. Все это неминуемо отражается на результатах деятельности компаний, в частности, на стоимости организаций. В период экономической нестабильности показатель стоимости компаний перестает удовлетворять требованиям адекватности. В связи с этим изучение вопроса влияния санкций на стоимость бизнеса и эффективность классических методов стоимостной оценки является актуальным. Цель работы – проанализировать влияние санкций на эффективность классических методов стоимостной оценки.

Материалы и методы. Реализация исследовательских задач была достигнута на основе анализа статистических данных о капитализации ведущих российских компаний различных отраслей. Методологический потенциал включает метод сравнительного анализа, который позволяет сопоставить содержание и значение для экономического развития страны введение санкций с учетом конкретных исторических обстоятельств их введения. При написании работы в зависимости от особенностей решаемых задач использовались различные методы экономического исследования: абстрактно-логический – при постановке цели и задач исследования; сравнительный анализ – при анализе данных о капитализации российских компаний; индуктивный и дедуктивный.

Результаты. В работе проанализирована эффективность традиционных методов оценки стоимости в период экономической нестабильности, а также приведена хронология введения санкций против России. Рассмотрено влияние санкций на российский финансовый рынок и капитализацию отечественных компаний в различных отраслях. Делается предположение о развитии ситуации на российском финансовом рынке в контексте санкций.

Выводы. Действие ограничений в экономике сказывается на результатах деятельности компаний, снижении капитализации предприятий, падении их стоимости. Повысить эффективность классических подходов к оценке бизнеса в период экономической нестабильности можно с помощью введения различных поправок.

Ключевые слова: санкции, оценка стоимости, методы оценки стоимости, финансовый рынок, капитализация.

А. В. Тарасов, А. В. Понукалин, Ю. И. Русакова

THE INFLUENCE OF SANCTIONS ON THE EFFECTIVENESS OF CLASSICAL METHODS OF VALUE ESTIMATION

Abstract.

Background. Several years ago, some Western states imposed economic sanctions against Russia. Almost always, the introduction of such restrictions leads to stagnation of economic growth, negative changes in the financial sector. All of these inevitably affect the performance of companies, in particular, the value of organizations. In the period of economic instability, the value of companies ceases to meet the requirements of adequacy. In this regard, the study of the impact of sanctions on the business value and effectiveness of classical valuation methods is relevant. The goal of the study is to analyze the impact of sanctions on the effectiveness of classical valuation methods.

Materials and methods. The research objectives were implemented on the basis of the analysis of statistical data on the capitalization of leading Russian companies of various industries. The methodology included the method of comparative analysis that allowed to compare the content and significance for the economic development of the country with the imposition of sanctions taking into account the specific historical circumstances of their introduction. Various methods of economic research were used in the study: the abstract-logical method – in setting the goal and objectives of the study; a comparative analysis – analyzing data on the capitalization of Russian companies; inductive and deductive methods.

Results. The effectiveness of traditional methods of valuation in the period of economic instability was analyzed, as well as the chronology of imposing sanctions against Russia. Also the impact of sanctions on the Russian financial market and the capitalization of domestic companies in various sectors were examined. The assumption is made about the development of the situation on the Russian financial market in the context of sanctions.

Conclusions. Sanctions and restrictions negatively affect the performance of companies, reducing their capitalization leading to a fall in their value. The effectiveness of classical approaches to business valuation during the period of economic instability can be improved by introducing various amendments.

Key words: sanctions, valuation, valuation methods, financial market, capitalization.

Как правило, когда ситуация в мировой политике обостряется и отношения между странами заходят в тупик, руководство государств может перейти к использованию мощнейшего инструмента воздействия на международную позицию страны – экономическим санкциям. Государство, на которое налагаются санкции, как правило, сталкивается с ограничением импорта и экспорта товаров и инвестиций. Почти всегда результатами этих ограничений являются стагнация экономического роста и спад развития национальной экономики.

Также в период санкций наибольшему воздействию подвергается финансовый сектор. Изменения на финансовых рынках и в экономике в целом отражаются на результатах деятельности компаний, в частности, на стоимости организаций. Показатель стоимости бизнеса, в частности, является важным фактором для инвесторов при решении вопроса о вложении средств в конкретную организацию. Однако в период экономической нестабильности становится трудно учесть все финансовые и нефинансовые риски, в связи с чем показатель стоимости компаний перестает удовлетворять требованиям адекватности.

В связи с этим изучение вопроса влияния санкций на стоимость бизнеса и эффективность классических методов стоимостной оценки становится все

более актуальным. Особую значимость изучение данного вопроса приобрело, когда были введены экономические санкции против России в 2014 г. вследствие ее позиции относительно «украинского вопроса».

Стоит отметить, что в публикациях отечественных авторов вопрос о влиянии санкций на оценку стоимости бизнеса практически не рассматривается. В то же время имеется достаточно много исследований относительно воздействия санкций на финансовый рынок России, некоторые авторы делают предположения о возможных последствиях санкций на экономику.

Понятие «санкции» впервые появилось в 1920 г. и сначала применялось преимущественно в международном праве. Хочется отметить, что само понятие «санкция» несет в себе взаимоисключающие значения. С одной стороны, санкция – это запрет, т.е. запретительные меры, отказ от прежнего формата отношений, чаще всего в наказание за какое-либо деяние. С другой стороны, это разрешение, т.е. одобрение каких-либо чьих-то действий, утвержденных высшей инстанцией [1, с. 35].

На наш взгляд, наиболее емкое определение понятия «санкции» дано А. Г. Грязновой, согласно которому финансовые санкции – это меры принуждения, выраженные в денежной форме, которые применяются к участникам процесса контроля в результате ненадлежащего исполнения или полного неисполнения ими своих прав и обязанностей [2, с. 85].

Санкции принимают различные формы, но как правило они направлены против государства в целом, поскольку нарушают внешнеэкономические связи финансового сектора.

Подобные запреты и ограничения в сфере торговли и экономических взаимоотношений для нашей страны применялись и раньше. На протяжении всего XX в. наше государство сталкивалось с санкциями, перечень и характеристика которых приведены в табл. 1. Самые первые санкции против СССР были введены в 1925 г. и получили название «Золотая блокада».

Таблица 1
Введение санкций против России в XX веке [1, с. 35]

Год введения	Причины введения санкции	На что распространяется действие санкции	Результат
1	2	3	4
1925 г. Золотая блокада	После Гражданской войны СССР для развития страны требовались научные технологии оборудование, которые планировалось покупать в западных странах	Западные страны во главе с США требовали от СССР расплачиваться не золотом, а нефтью, зерном, лесом, а с 1930 г. – зерном	Полная блокада всех товаров из Советского Союза
1949 г. Технологическая блокада	США разработали стратегию контролируемого технологического отставания	Товары и технологии, запрещенные к экспорту	Замедление развития СССР

Окончание табл. 1

1	2	3	4
1974 г. Поправка Джексона-Вэника	Препятствие товарообороту между Советским союзом и Соединенными Штатами	Были введены дополнительные тарифы и сборы на товары, экспортируемые Советским Союзом	Экономические потери стран СССР и США
1980 г. Бойкот Олимпийских игр	Ведение войны на территории Афганистана	Ряд западных стран бойкотировали участие в летних Олимпийских играх в Москве	Товарозамещение в Советском Союзе
1981 г. Блокада строительства газопровода	США решили подорвать советскую внешнюю торговлю	В СССР была прекращена поставка материалов для строительства газопровода Уренгой-Помары-Ужгород	Привлечение дополнительных ресурсов в СССР
1983 г. Санкции из-за сбитого Boeing-747	Советскими войсками был сбит самолет Boeing-747 авиакомпании «KoreanAir»	Соединенные Штаты полностью блокировали воздушное сообщение с СССР	Ограничения были сняты через несколько месяцев
1998 г. Научный «черный список»	Россию подозревали в поставке технологий Ирану	США наложили ограничения на ряд российских научных компаний	Санкции были отменены в 2010 г.

Последние санкции против России были введены в 2014 г. странами Евросоюза, США и другими государствами в связи с присоединением Крыма к России и конфликтом на востоке Украины. Причина введения санкций носит чисто политический характер, однако цели состоят в попытке ослабления российской экономики и курса рубля, а также в изменении позиции России в отношении международной политики.

Многие эксперты считают, что текущий финансовый кризис в российской экономике вызван введением санкций. Однако стоит отметить, что мировой экономический кризис 2009 г. имел затянувшийся характер в России. К 2014 г. экономика нашей страны еще полностью не вышла на докризисный уровень 2007 г., а санкции лишь ухудшили ситуацию и обострили финансовый кризис. Это и является особенностью современного финансового кризиса в нашей стране.

Финансовый кризис определяется Я. М. Миркиной как кризис, системно охватывающий финансовые рынки и институты финансового сектора, международные финансы, кредит и денежное обращение, государственные, муниципальные и корпоративные финансы [3, с. 273].

Текущая экономическая нестабильность значительно повлияла на финансовый рынок. Достаточно велико оказалось воздействие внешних и внутренних факторов, представленных в табл. 2.

В настоящий момент влияние внешнеэкономических факторов на финансовый рынок России наиболее существенно. Во-первых, возобновилось падение цен на нефть, которые опустились до уровня января 2016 г. до 31–33 долл./баррель (Urals), т.е. практически до минимальных в сегодняшний кризис уровней. Согласно прогнозам экспертов, цены на нефть продолжат

падать. Снижение цен на нефть и газ в мировой экономике должно привести к резкому снижению доходов и прибыли, а также капитализации, кредитных рейтингов, т.е. к ухудшению финансовых возможностей ведущих российских энергосырьевых компаний, ориентированных на экспорт.

Таблица 2
Факторы, влияющие на состояние финансового рынка [4, с. 3]

Внутренние факторы	Внешние факторы
1. Темп роста ВВП	1. Сальдо торгового баланса РФ
2. Уровень монетизации экономики	2. Уровень международных резервов РФ
3. Динамика промышленного производства	3. Конъюнктура товарных рынков
4. Инвестиции в основной капитал	4. Индекс реального эффективного курса рубля
5. Результаты денежно-кредитной политики и бюджетно-налоговой политик	5. Состояние других мировых финансовых рынков
6. Индекс потребительских цен	6. Динамика международных индексов, например, S&P 500, германского индекса DAX, бразильского – BOVESPA
7. Ставка рефинансирования ЦБ РФ	7. Уровень мировых цен на энергоресурсы

Во-вторых, резко ухудшилась обстановка в Китае, где фондовый рынок сжался почти на четверть. Власти КНР вынуждены ослаблять национальную валюту, также пересматриваются перспективы роста экономики.

В-третьих, как страны Запада, так и Россия продлили и расширили санкции в отношении друг друга [5, с. 2].

Во влиянии санкций на состояние финансового рынка России можно выделить три этапа: сначала финансовые рынки оказываются под властью неопределенности, вызванной политическими событиями. Напряжение растет, и рынок готов отреагировать резким броском. Толчком к реализации этого беспоконья становится принятое решение или произошедшее, за которым следует бегство капитала. Такое движение выражается в падении индекса ММВБ и снижении курса рубля. Третий этап – появление позитивных ожиданий, когда участники возвращаются на рынок, надеясь отыграть часть утраченных позиций.

Следовательно, признаками кризиса считаются: резкий рост процента, постоянно растущая доля проблемных банков и небанковских финансовых институтов, увеличивающееся количество проблемных долгов, значительное сокращение кредитования, появление связанных друг с другом банкротств.

Во время экономической нестабильности происходит рост внешнего долга страны, девальвация национальной валюты, а золотовалютные резервы, наоборот, сокращаются, поскольку направляются на нейтрализацию негативных последствий в экономике. Все это в конечном итоге отрицательно отражается на финансовом рынке. Динамика внешнего долга России, международных резервов РФ и курса руб./долл. США с 1997 по 2015 г. приведена в табл. 3.

Таблица 3

Динамика внешнего долга России, международных резервов РФ и курса руб./долл. США с 1997 по 2015 г. [6, с. 108]

Год	Внешний долг всего на конец года, млрд долл. США	Международные резервы всего на конец года, млрд долл. США	Курс руб./долл. США
1997	182,8	18	5,83
1998	188,4	12	24,81
1999	178,2	12	24,81
2000	160	28	27,75
2001	146,3	37	28,12
2002	152,3	48	31,5673
2003	186	77	30,5036
2004	213,454	125	29,2591
2005	257,156	182	28,56
2006	313,176	304	26,73
2007	463,915	479	25,6494
2008	480,541	426	24,5769
2009	467,245	439	31,8397
2010	488,94	479	30,8669
2011	538,884	499	28,9278
2012	636,421	538	32,5669
2013	728,864	510	33,2474
2014	731,204	429	37,97
2015	599,5	366	60,3458

Под воздействием нестабильности на финансовом рынке, вызванной финансовыми кризисами (2009 г.) или санкциями (2014 г.), капитализация компаний, как правило, падает, что хорошо видно на рис. 1.

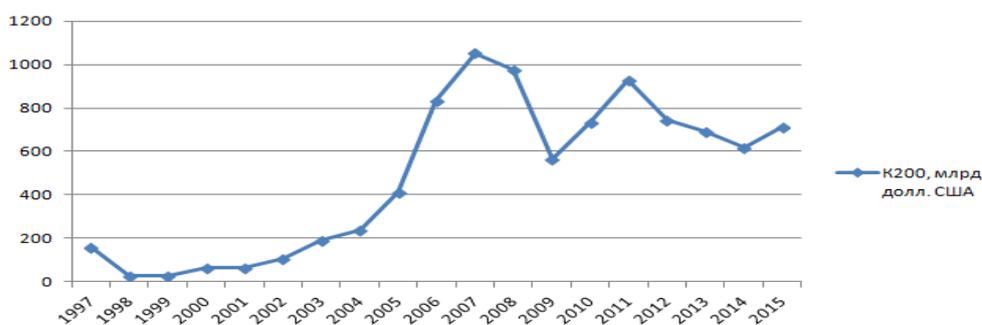


Рис. 1. Капитализация 200 крупнейших российских компаний в 1997–2015 гг. [6, с. 109]

Эксперты отмечают, что снижение капитализации российских компаний во время экономической нестабильности чаще всего происходит более значительными темпами и в больших масштабах по сравнению с ведущими иностранными компаниями. Рассмотрим изменение капитализации ведущих российских компаний в кризисные периоды (см. табл. 4).

Таблица 4

Изменение капитализации ведущих российских компаний, млрд долл. США

Название компании	Отрасль	2007 г.	2008 г.	2009 г.	Изменение в 2009 г. относительно 2007 г., %	2013 г.	2014 г.	2015 г.	Изменение в 2015 г. относительно 2013 г., %
ПАО «Газпром»	Нефтяная и нефтяная газовая промышленность	244,4	236,2	122,1	-50,0	94,1	85,2	87,1	-7,4
ПАО «Сбербанк России»	Банки	81,3	51,1	32,9	-59,5	58,1	43,1	39,9	-31,3
ГМК «Норильский никель»	Цветная металлургия	42,1	37,6	20,4	-51,5	20,9	31,2	39,2	+187,6
ПАО «Полюс Золото»	Промышленность драгоценных металлов и алмазов	7,6	6,1	7,1	-6,6	5,2	2,6	8,9	+171,2
ПАО «Ростелеком»	Телекоммуникации и связь	7,2	8,3	3,8	-47,2	8,8	7,1	5,8	-34,1

Источник: составлено автором.

Анализируя данные табл. 4, можно прийти к выводу, что кризис 2009 г. оказал большее негативное воздействие на капитализацию российских компаний всех отраслей российской экономики по сравнению с текущим финансовым кризисом. Однако говорить о каких-то результатах воздействия санкций 2014 г. еще рано, поскольку они не отменены, и негативные тенденции продолжают сохраняться в ряде отраслей.

Стоит заметить, что некоторые предприятия (ГМК «Норильский никель» и ПАО «Полюс золото»), наоборот, повысили свою капитализацию за последние 2–3 года. Вероятно, это связано с поддержкой государства некоторых отраслей с целью обеспечения импортозамещения [7].

Стоит отметить, что в санкционный период повысилась капитализация в целом всех золотодобывающих предприятий. Связано это с девальвацией рубля, а практически все доходы компаний золотодобывающей отрасли номинированы в долларах, в то время как большинство расходов – в рублях. Следовательно, ослабление рубля для таких предприятий выгодно.

В период экономической нестабильности капитализация компаний, как мы уже выяснили, подвержена большим изменениям. На наш взгляд, показатель стоимости бизнеса более стабилен, но в ситуации экономических кризисов его расчет затруднен. Классические методы стоимостной оценки перестают быть эффективными.

Традиционно оценку бизнеса большинство аналитиков проводят с помощью метода дисконтирования денежных потоков, считая данный метод наиболее точным. Однако в современный санкционный период российской экономики невозможно с высокой степенью достоверности прогнозировать денежные потоки, когда ситуация постоянно меняется. Кроме того, проблемнее становится рассчитать ставку дисконтирования и учесть в ней все финансовые риски.

Затратный способ использовать для оценки стоимости в настоящее время не совсем целесообразно, так как разница между активами и обязательствами компании может быть очень низкой и поэтому стоимость бизнеса, рассчитанная по данному подходу, не отражает действительности.

Для эффективного применения сравнительного подхода в оценке стоимости бизнеса необходимо функционирование развитого рынка активов, наличие информации о суммах сделок купли-продажи, сделок слияний и поглощений, котировок акций аналогов. В связи с неразвитостью рынка акций, отсутствием открытых, прозрачных данных о расчетной или фактической стоимости предприятий и их акций в России этот подход редко используется.

Ввиду того что в последнее время падает роль традиционных методов оценки, возрастает значимость современных подходов к оценке: опционного подхода, расчета рыночной стоимости компании методом EVA, SVA, MVA и др. В то же время представляется необходимым совершенствование классических подходов к оценке бизнеса. Например, повысить эффективность использования метода дисконтирования денежных потоков можно с помощью более полного учета рисков в ставке дисконтирования за счет включения в нее не только финансовых, но и нефинансовых рисков.

Росту адекватности оценки стоимости бизнеса может способствовать стабилизация ситуации на российском финансовом рынке. Однако согласно данным периодического обзора НИУ ВШЭ экономический кризис в России

может перейти в новую тяжелую стадию. Если к концу первого полугодия 2015 г. экономические показатели страны улучшались, то в последующем ситуация шла в обратном направлении.

В табл. 5 предложены три возможных сценария развития событий для финансового рынка и в целом экономики РФ в условиях нестабильности, вызванной санкциями.

Таблица 5

Сценарии развития ситуации
на российском финансовом рынке в контексте санкций [5, с. 5]

Последствия для финансового сектора и экономики в целом	Снижение напряженности	Увязание	Взрыв
	1. Российские компании получают доступ к различным международным кредитам. 2. Постепенное возобновление прямых иностранных инвестиций в российские компании	1. В банковском секторе России усугубляется кризис в связи с нехваткой внешних кредитов. 2. Продолжается бегство капиталов и давление на рубль	1. Резкое увеличение бегства капитала, дестабилизация российской финансовой системы, банкротство банков. 2. Для предотвращения падения курса рубля ЦБ РФ вводит ограничения конвертируемости рубля

Первый сценарий («снижение напряженности») предполагает прекращение вооруженных столкновений и дипломатического конфликта между Россией и Украиной, с одной стороны, и Россией и западными странами – с другой. Второй сценарий («увязание») основан на сохранении сегодняшней ситуации. Третий сценарий («взрыв») предполагает ухудшение ситуации, усиление боевых действий и последующее ужесточение санкций со стороны западных держав. По-нашему мнению, более актуален второй сценарий, но возможно и снижение напряженности в случае изменения курса политики новым президентом США относительно России.

Таким образом, почти всегда результатами введения санкций являются стагнация экономического роста, спад развития национального финансового рынка. В отношении России введение санкций не является чем-то новым, они вводились неоднократно в XX в., а последние санкции были введены странами Запада против России в 2014 г. Действие ограничений в экономике сказалось на результатах деятельности компаний, снижении капитализации предприятий, падении их стоимости. С целью повышения точности расчетов стоимости бизнеса в работе предлагается при расчете ставки дисконтирования в доходном подходе учитывать не только финансовые, но и нефинансовые риски. Однако ключевым моментом в повышении точности оценки предприятий может служить стабилизация экономической ситуации, т.е. снятие санкций, что становится возможным в случае изменения курса политики новым президентом США относительно России.

Библиографический список

1. **Ильина, Е. В.** Влияние санкций на экономику России / Е. В. Ильина // Вестник экономики, права и социологии. – 2015. – № 4. – С. 34–38.

2. **Грязнова, А. Г.** Экономическая теория : учеб. пособие / А. Г. Грязнова, В. М. Соколинский. – М. : Кнорус, 2014. – 464 с.
3. **Васина, Е. В.** Мировые финансовые кризисы и их виды / Е. В. Васина // Вестник МГИМО. – 2015. – № 4 (43). – С. 271–277.
4. **Федорова, Е. А.** Факторы, влияющие на изменение индекса РТС / Е. А. Федорова, Ю. Н. Назарова // Аудит и финансовый анализ. – 2010. – № 1. – С. 2–6.
5. Комментарии о государстве и бизнесе. – М. : Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ, 2015. – С. 2–5.
6. **Русакова, Ю. И.** Факторы экономического кризиса и санкций, влияющие на финансовый рынок России / Ю. И. Русакова // Перспективы развития предприятий в условиях инновационной направленности экономики : материалы Международ. науч.-практ. конф. (г. Пенза, 14–15 апреля 2016 г.) / под ред. В. И. Будиной, А. Н. Опекунова. – Пенза : Изд-во ПГУ, 2016. – С. 105–112.
7. **Скворцов, А. О.** Импортзамещение: опыт других стран и задачи для России / А. О. Скворцов, В. А. Скворцова // Известия высших учебных заведений. Поволжский регион. Экономические науки. – 2015. – № 1. – С. 97–104.

References

1. Il'ina E. V. *Vestnik ekonomiki, prava i sotsiologii* [Bulletin of economics, law and sociology]. 2015, no. 4, pp. 34–38.
2. Gryaznova A. G., Sokolinskiy V. M. *Ekonomicheskaya teoriya: ucheb. posobie* [Economics: tutorial]. Moscow: Knorus, 2014, 464 p.
3. Vasina E. V. *Vestnik MGIMO* [Bulletin of MSIIR]. 2015, no. 4 (43), pp. 271–277.
4. Fedorova E. A., Nazarova Yu. N. *Audit i finansovyy analiz* [Audit and financial analysis]. 2010, no. 1, pp. 2–6.
5. *Kommentarii o gosudarstve i biznese* [Comments on state and business]. Moscow: Institut «Tsentr razvitiya» NIU VShE, 2015, pp. 2–5.
6. Rusakova Yu. I. *Perspektivy razvitiya predpriyatiy v usloviyakh innovatsionnoy napravlenosti ekonomiki: materialy Mezhdunar. nauch.-prakt. konf. (g. Penza, 14–15 aprelya 2016 g.)* [Enterprise development prospects in conditions of innovative economic focus: proceedings of the International scientific and practical conference (Penza, 14th-15th of April 2016)]. Penza: Izd-vo PGU, 2016, pp. 105–112.
7. Skvortsov A. O., Skvortsova V. A. *Izvestiya vysshikh uchebnykh zavedeniy. Povolzhskiy region. Ekonomicheskie nauki* [University proceedings. Volga region. Economic sciences]. 2015, no. 1, pp. 97–104.

Тарасов Андрей Валерьевич

доктор экономических наук, профессор,
кафедра экономики и финансов,
Пензенский государственный
университет (Россия, г. Пенза,
ул. Красная, 40)

E-mail: em@pnzgu.ru

Tarasov Andrey Valer'evich

Doctor of economic sciences, professor,
sub-department of economics and finances,
Penza State University (40 Krasnaya
street, Penza, Russia)

Понукалин Александр Владимирович

кандидат экономических наук, доцент,
кафедра экономики и финансов,
Пензенский государственный
университет (Россия, г. Пенза,
ул. Красная, 40)

E-mail: avp1123@mail.ru

Ponukalin Aleksandr Vladimirovich

Candidate of economic sciences, associate
professor, sub-department of economics
and finances, Penza State University
(40 Krasnaya street, Penza, Russia)

Русакова Юлия Игоревна
магистрант, Пензенский
государственный университет
(Россия, г. Пенза, ул. Красная, 40)
E-mail: rusakova-yulia@mail.ru

Rusakova Yuliya Igorevna
Master's degree student, Пензенский
государственный университет (Россия,
г. Пенза, ул. Красная, 40)

УДК 338.1

Тарасов, А. В.

Влияние санкций на эффективность классических методов стоимостной оценки / А. В. Тарасов, А. В. Понукалин, Ю. И. Русакова // Известия высших учебных заведений. Поволжский регион. Экономические науки. – 2017. – № 1 (5). – С. 32–42. DOI 10.21685/2309-2874-2017-1-4