

Оценка влияния странового риска на инвестиционную привлекательность российских компаний

Константин Львович Поляков,
Марина Васильевна Полякова,
Марк Ильич Василевский

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва, Россия

Привлечение прямых иностранных инвестиций является критическим фактором успеха развития любого участника локального рынка. Один из показателей, характеризующих инвестиционную привлекательность организации, — показатель экономической добавленной стоимости (ЭДС). Он отражает рыночную оценку потенциала компании в получении прибыли. Некоторые методологии измерения ЭДС учитывают оценку уровня странового риска — фактора, который не поддается управлению. Настоящее исследование посвящено анализу его влияния на инвестиционную привлекательность организации. Авторы оценили значения показателя экономической добавленной стоимости для ряда крупнейших российских компаний как с учетом фактора странового риска, так и без него. В расчетах использованы корректировки ЭДС, соответствующие особенностям российского бухгалтерского учета. В результате было выявлено, что вне зависимости от отраслевой принадлежности инвестиционная привлекательность российских организаций снижается, если учитывать фактор странового риска.

В статье обосновывается актуальность разработанного подхода к оценке инвестиционной привлекательности компаний с учетом уровня странового риска как одного из факторов, влияющих на возможности организаций генерировать прибыль, что в свою очередь позволяет обнаружить скрытые проблемы управления. По мнению авторов, применение данного подхода не только способствует решению долгосрочных и среднесрочных задач развития бизнеса (например, создания его инфраструктуры), но и существенно облегчает выход организаций на международные рынки.

В качестве одного из выводов исследования авторы отмечают, что использование в аналитических целях разработанного ими методологического инструментария потребует совершенствования управления инвестиционной привлекательностью организации и, следовательно, объективного ее оценивания. Компоненты структуры экономической добавленной стоимости можно использовать как аналитическую основу для принятия управленческих решений, направленных на повышение инвестиционной привлекательности организаций. Сформулированные в статье положения могут быть, по мнению авторов, использованы в качестве методического руководства для организации оценки бизнеса на основе показателя ЭДС в российских условиях. Результаты исследования могут представлять интерес для менеджеров, текущих собственников компаний, а также потенциальных инвесторов.

Ключевые слова: прямые иностранные инвестиции, инвестиционная привлекательность, страновой риск, экономическая добавленная стоимость (ЭДС).

JEL: E22, C67, C14.

doi: <https://doi.org/10.34023/2313-6383-2021-28-6-30-42>.

Для цитирования: Поляков К.Л., Полякова М.В., Василевский М.И. Оценка влияния странового риска на инвестиционную привлекательность российских компаний. Вопросы статистики. 2021;28(6):30–42.

Assessing the Impact of Country Risk on the Investment Attractiveness of Russian Companies

Konstantin L. Polyakov,
Marina V. Polyakova,
Mark I. Vasilevskiy

National Research University Higher School of Economics (HSE University), Moscow, Russia

The ability to attract foreign direct investment (FDI) is a critical success factor for the development of any participant in the local market. One of the indicators that characterize the investment attractiveness is the economic value added (EVA). It reflects the market assessment of the company's profit potential. Some EVA assessment methodologies include the country risk assessment — a factor that is beyond control. This study analyzes the impact of this indicator on the investment attractiveness of an organization. The authors estimated the economic value added for some of the largest Russian companies using methodologies that take into account the country's risk level,

as well as those methodologies that do not take it into account. The calculations used adjustments for EVA in line with specific features of Russian accounting. As a result, it was revealed that, regardless of industry affiliation, the investment attractiveness of Russian organizations decreases when the country's risk factor is included in its assessment.

The article justifies the relevance of the developed approach to the assessment of investment attractiveness of companies based on country risk level as a factor that impacts the ability of organizations to generate profit, making it possible to detect hidden management problems. According to the authors, the application of this approach not only contributes to the solution of long-term and medium-term tasks of business development (for example, the creation of its infrastructure) but also greatly facilitates the entry of organizations into international markets.

One of the authors' conclusions of the study is that using the methodological tools developed by them for analytical purposes requires improving the management of the investment attractiveness of an organization and, consequently, its objective assessment. The structure of economic value added can serve as a basis for making management decisions related to increasing investment attractiveness. According to the authors, the provisions formulated in the article can serve as a methodological guide for organizing business valuation based on the EVA in the Russian context. Results of the study can be of interest to managers, current owners of companies, and potential investors.

Keywords: foreign direct investment, investment attractiveness, country risk, economic value added (EVA).

JEL: E22, C67, C14.

doi: <https://doi.org/10.34023/2313-6383-2021-28-6-30-42>.

For citation: Polyakov K.L., Polyakova M.V., Vasilevskiy M.I. Assessing the Impact of Country Risk on the Investment Attractiveness of Russian Companies. *Voprosy Statistiki*. 2021;28(6):30–42. (In Russ.)

Введение

Международное признание инвестиционной привлекательности отечественного бизнеса позволяет российским компаниям не только получать средства, необходимые для решения стратегических задач, но и более уверенно функционировать на международных рынках, где наличие иностранных инвестиций является отличной рекомендацией для новых участников. В то же время менеджерам и текущим собственникам компаний необходимо иметь объективное представление об инвестиционной привлекательности своего бизнеса, которая формируется за счет его характерных особенностей, отраслевой специфики и инвестиционного климата в России в целом. Инвестиционный климат во многом характеризуется величиной странового риска — группой рисков, связанных с политикой суверенного правительства [1]. Настоящее исследование посвящено анализу влияния странового риска на инвестиционную привлекательность российских компаний. В качестве показателя, характеризующего последнюю, выбрана экономическая добавленная стоимость — ЭДС (Economic Value Added — EVA). Расчет ЭДС адаптирован к особенностям российских правил бухгалтерского учета (РПБУ).

Статья имеет следующую структуру. В разделе «Инвесторы и инвестиции» определяется тип инвесторов, актуальный для данного исследования, а также дается краткое описание состояния инвестиционного процесса в России. В разделе

«Инвестиционная привлекательность и страновой риск» приводится обзор публикаций, связанных с оценкой инвестиционной привлекательности, в частности на основе показателя ЭДС. Раздел «Оценка бизнеса с помощью экономической добавленной стоимости» представляет эмпирическую часть исследования. Он включает описание как корректировок, необходимых для правильного вычисления ЭДС на основе российской бухгалтерской отчетности, так и анализируемых данных и результатов расчетов. Раздел «Выводы исследования» содержит обобщение полученных результатов.

Инвесторы и инвестиции

Термины «инвесторы» и «инвестиции» не однозначны. Остановимся кратко на их классификации, чтобы более отчетливо очертить круг рассматриваемых в данном исследовании вопросов. Традиционно принято выделять стратегических и портфельных инвесторов. Стратегические инвесторы — это потенциальные участники бизнеса, который ведет организация — получатель инвестиций. Фактически это совладельцы, которые участвуют в управлении и распределении прибыли и заинтересованы в росте потенциала ее генерации, а следовательно, в росте стоимости бизнеса [2]. Вложения денежных средств стратегических инвесторов в капитал компании традиционно именуют прямыми инвестициями. Портфельные инвесторы — держатели ценных бумаг организации, как правило, различных ви-

дов акций [3]. Они заинтересованы в соблюдении баланса риска и доходности принадлежащих им портфелей и зарабатывают в основном за счет дивидендов и/или спекулятивных операций на фондовом рынке. Отметим, что стратегические инвесторы также могут войти в бизнес за счет приобретения доли эмитированных акций у владельцев компании. В то же время портфельные инвесторы могут формировать портфели за счет приобретения ценных бумаг у третьих лиц, не имеющих отношения к эмитенту. Таким образом, здесь трудно говорить о прямых инвестициях в капитал компании. Исследование, представленное в данной статье, связано с анализом некоторых проблем в области прямых инвестиций.

В последние годы мировой инвестиционный климат характеризуется отрицательной динамикой. Эксперты отмечают, что во многих странах наряду с развитием механизмов для привлечения инвестиций [4] и формированием тенденции диверсификации портфелей инвесторов за счет по-

купки иностранных ценных бумаг фиксируется большое количество незавершенных проектов с привлечением иностранного капитала, особенно в последние годы [5]. Из исследования компании EY¹ мы видим, что за 10 лет с 2009 г. количество проектов с участием прямых иностранных инвестиций (ПИИ) выросло почти вдвое². Однако после пика в 2017 г. объем ПИИ идет на спад; ЮНКТАД (Конференция ООН по торговле и развитию, орган Генеральной Ассамблеи ООН) отмечает их снижение на 23%. Более того, уже в 2019 г. порядка 35% проектов от совокупного их объема были отменены или отложены на неопределенный срок³.

В России ситуацию с иностранными инвестициями также трудно назвать благополучной. На протяжении нескольких последних лет наблюдается негативная тенденция в динамике чистых прямых иностранных инвестиций (разность между притоком и оттоком капитала) во все секторы экономики (см. рисунок).

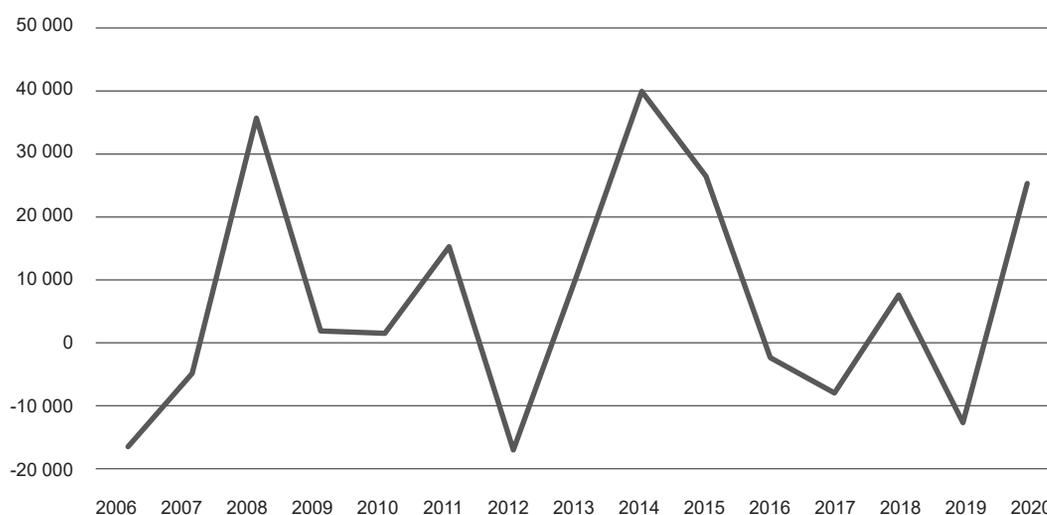


Рисунок. Динамика чистых прямых иностранных инвестиций в российскую экономику, 2006–2020 гг. (в млн долларов США)

Источник: данные Всемирного банка. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD>.

Как видно на рисунке, в период с 2014 по 2019 г. наблюдается снижение чистых ПИИ. В это время на экономику России начали оказывать влияние санкции. Лишь в 2018 г. ситуация кратковременно улучшилась, а с 2019 г. отмечается некоторый рост ПИИ.

В привлечении зарубежных портфельных инвестиций в российскую экономику также отмечается негативная динамика. По данным Центрального банка Российской Федерации, портфельные иностранные инвестиции в Российскую Федерацию с 2018 г. по 2020 г. сократились

¹ URL: https://www.ey.com/ru_ru.

² EY. Исследование инвестиционной привлекательности стран Европы. Россия. Июнь 2020. URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/ru_ru/news/2020/european-attractiveness-survey-russia-2019-rus-final.pdf.

³ URL: <https://tass.ru/ekonomika/10535031>.

почти на 20%⁴. Более того, санкции, введенные США в апреле 2021 г. в отношении российских государственных облигаций, могут предвещать дополнительные риски при инвестировании в российскую экономику.

Вместе с тем многие эксперты называют Россию одной из самых привлекательных стран для портфельных инвестиций [5 и 6]. Так, например, журнал *Forbes* проводил исследование биржевых индексов стран G20 за последние пять лет, сравнивая их по показателям доходности, волатильности рынка и уровню риска инвестиций. За эталонный актив во всех случаях принимался основной индекс аналитического индексного агентства MSCI (Morgan Stanley Capital International) – MSCI ACWI. В результате российский индекс MSCI показал один из самых низких уровней волатильности, что в совокупности с высоким показателем, рассчитанным как отношение риска инвестиций к доходности, выводит Россию вместе с Бразилией и Китаем в группу стран – лидеров по инвестиционной привлекательности⁵.

Инвестиционная привлекательность и страновой риск

В современной литературе нет общепринятого определения понятия «инвестиционная привлекательность». Наиболее близким к целям и задачам данного проекта является определение, предложенное в [7]. Его авторы связывают инвестиционную привлекательность с оценкой перспектив доходности инвестиций для их получателя и рисков, связанных с его деятельностью, финансовой устойчивостью. Аналогичное по структуре определение можно использовать и в отношении портфельных инвестиций. Портфельный инвестор всегда интересуется балансом доходности и рисков ценных бумаг, включаемых в портфель.

Развитие организации не может быть оценено исключительно на базе данных бухгалтерской отчетности, которые характеризуют в основном

итог ее работы в отчетном периоде и лишь отчасти возможности функционирования в будущем. Необходимо наличие оценки рынком перспектив развития выбранной организации или ее ближайших аналогов. В работе [2] этот вопрос был кратко рассмотрен, а также отмечено, что одним из возможных факторов, отражающих инвестиционную привлекательность, может выступать экономическая добавленная стоимость [8–11].

Оценка потенциала доходности инвестиций для их получателя, очевидно, не может быть детерминированной, поскольку факторы, существенно влияющие на бизнес, имеют чаще всего случайный характер и формируют риски его ведения. Во многом они определяют риски потенциального инвестора. Оценка уровня этих рисков, необходимая для определения возможности фирмы генерировать прибыль на некотором горизонте развития, является весьма сложной задачей. Особенно если анализируется инвестиционная привлекательность зарубежной организации. Одним из элементов комплексной оценки рисков вложения капитала в предприятие, находящееся в другой стране, является величина странового риска [1 и 12]. Его оценка – трудоемкая задача, которая требует наличия данных, как правило отсутствующих в открытом доступе [13 и 14]. Ее решение существенно осложняется, если идет речь о развивающейся экономике⁶.

С одной стороны, развивающиеся рынки предоставляют широкие возможности для инвестиционных проектов и, так как процесс перераспределения ресурсов проходит быстрее, они подвержены многочисленным слияниям и поглощениям. С другой стороны, по сравнению с развитыми рынками они более волатильны и в большей степени чувствительны к структурным сдвигам, в том числе из-за интенсивно привлекаемых инвестиций. Все это не может не влиять на свойства данных, лежащих в основе получаемых оценок. Ряды показателей, как правило, относительно короткие и обладают ярко выраженной нестационарностью. В таких условиях и потенциальные инвесторы разного типа,

⁴ Центральный Банк Российской Федерации. Портфельные иностранные инвестиции в Российскую Федерацию в инструменты участия в капитале прочих секторов и паи/акции инвестиционных фондов по субъектам Российской Федерации. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs.

⁵ Зельцер Р. Доходное место: в каких странах менее рискованно вкладывать деньги // *Forbes*. 01.08.2020. URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/406149-dohodnoe-mesto-v-kakih-stranah-menee-riskovanno-vkladyvat-dengi>.

⁶ Damodaran A. Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2020 Edition. July 14, 2020. URL: <https://ssrn.com/abstract=3653512>.

и менеджеры компаний, и действующие собственники нуждаются в надежном инструменте оценки бизнеса, который учитывает специфику развивающихся рынков, в частности страновой риск.

Основные методы оценки стоимости бизнеса уже давно стали классикой инвестиционного анализа и опубликованы во многих монографиях [10, 13 и 15]. К ним относятся:

– Подход на основе дисконтирования финансовых потоков, использующий модель оценки стоимости капитала (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Основной проблемой данного подхода является сложность проверки справедливости лежащих в его основе гипотез. В связи с этим применимость классической модели вызывает споры. Ситуация еще больше усложняется, когда оценивается бизнес в развивающейся экономике, что накладывает определенные ограничения на свойства необходимых для оценки данных.

– Подход на основе реальных опционов. Этот инструмент также обладает рядом недостатков, которые обусловлены предположениями, лежащими в основе модели Блэка – Шоулза, которая используется для получения оценок. К ним можно отнести, например, необходимость того, чтобы оцениваемые активы торговались на рынке, цена на них изменялась бы непрерывным образом и т. д. [15].

– Мультипликаторный подход, предназначенный для оценки бизнеса, который не привлекает капитал на рынке, то есть не выступает эмитентом акций. Весьма актуальный инструмент в условиях российского рынка, на котором представлены в основном частные компании. Здесь также много проблем, к числу которых относится недостаточное количество компаний-аналогов, бумаги которых торгуются на бирже. Кроме того, для оценки некоторых секторов экономики этим инструментом нельзя воспользоваться. При решении этой проблемы исследователи зачастую для оценки бизнеса на развивающихся рынках применяют мультипликаторы других стран, однако это не совсем корректно ввиду того, что страновой риск и настроения инвесторов играют важную роль при определении мультипликаторов компаний в каждой стране.

Оценка бизнеса с помощью экономической добавленной стоимости

В данном исследовании мы анализируем влияние странового риска на оценку инвестиционной привлекательности отечественных компаний, в качестве которой выступает экономическая добавленная стоимость [8]. Ее использование в российских условиях имеет ряд особенностей, которые были учтены в расчетах.

Изначально экономическая добавленная стоимость была разработана в качестве инструмента анализа бизнеса, на основе которого можно сделать выводы о реальном потенциале компаний генерировать прибыль, оценить работу менеджмента и выстроить систему справедливого поощрения.

Также ЭДС является одной из компонент управления компании, ориентированного на создание стоимости (value based management)⁷ [11]. Цель данного подхода – увеличение стоимости компании.

Однако зачастую ЭДС используется и как внешний инструмент оценки инвестиционной привлекательности бизнеса. Так, например в [16], при рассмотрении основных факторов создания стоимости организаций особое внимание уделяется именно экономической добавленной стоимости. С ее помощью автор оценивает крупные российские компании-ритейлеры и делает вывод об их инвестиционной привлекательности и эффективности работы.

Основным отличием экономической добавленной стоимости от других финансовых показателей оценки бизнеса является использование корректировок финансовой отчетности. Данные корректировки помогают раскрыть истинный экономический смысл ЭДС. Вместе с тем платой за точность модели является усложнение расчетов.

Экономическая добавленная стоимость [8] в современном ее понимании предложена консалтинговой компанией Stern Stewart & Co⁸. Создатели разработали около 160 различных корректировок бухгалтерской отчетности, но компания не раскрывает их суть. Однако эксперты, также исследующие возможности применения ЭДС для оценки бизнеса, утверждают, что Stern

⁷ Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости. 05.07.2002. URL: https://www.cfin.ru/management/finance/value-based_management.shtml.

⁸ URL: <https://www.sternstewart.com>.

Stewart & Co используют не более 20 корректировок в зависимости от отрасли, в которой работает компания.

Экономическая добавленная стоимость рассчитывается следующим образом:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC, \quad (1)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль после вычета налога, WACC – средневзвешенная стоимость капитала, а IC – инвестированный капитал.

Корректировки в подсчете ЭДС. Корректировки применяются для расчета чистой операционной прибыли после вычета налога и величины инвестированного капитала. В данной работе мы будем оценивать компании на основе их бухгалтерской отчетности РСБУ⁹.

Основные корректировки для российской отчетности были предложены П.Е. Ситником [9] на основе корректировок, которые описал К. Юк [17]. Основным преимуществом данного подхода является то, что Кен Юк провел сравнение компонентов ЭДС, рассчитанных на основе собственных корректировок, с компонентами, которые были рассчитаны компанией Stern Stewart & Co. В результате на выборке из 1000 компаний К. Юк получил очень высокую значимую корреляцию между своими результатами и результатами создателей показателя. Остановимся подробнее на корректировках П.Е. Ситника [9]:

1. *Скорректированный капитал* =

общие активы на начало года – строка 1600 баланса (сумма внеоборотных и оборотных активов)

– задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал (пояснения к балансу); однако стоит заметить, что данный вид задолженности редко встречается у компаний

– кредиторская задолженность без учета векселей к уплате – строка 1520 баланса (кредиторская задолженность) за вычетом задолженности перед поставщиками и работниками (пояснения к балансу)

– краткосрочные финансовые вложения – строка 1240 баланса (финансовые вложения баланса, за исключением денежных эквивалентов)

– незавершенное строительство (приложение по незавершенным капитальным вложениям)

+ резервы предстоящих расходов и платежей – строка 1540 баланса (оценочные обязательства)

+ накопленный износ деловой репутации (пояснения к отчету о нематериальных активах)

+ арендованные основные средства (пояснения к отчетности «Полученные в аренду основные средства»).

2. *Скорректированная чистая операционная прибыль* =

прибыль от продаж – строка 2200 отчета о финансовых результатах (прибыль/убыток от продаж) × (1 – 0,20)

+ увеличение резервов предстоящих расходов и платежей – изменения строки 1540 баланса (оценочные обязательства)

+ прочие операционные и внереализационные доходы – сумма строк отчета о финансовых результатах: 2310 (доходы от участия в других организациях), 2320 (проценты к получению), 2340 (прочие доходы) × (1 – 0,20)

– отложенные налоговые обязательства (пояснение к статьям бухгалтерского баланса)

+ отложенные налоговые активы (пояснение к статьям бухгалтерского баланса)

– амортизация деловой репутации (пояснения к отчету о нематериальных активах).

Данные корректировки позволяют учесть специфику российского учета при расчете традиционных показателей, принятых за рубежом.

Краткое описание данных. Главной задачей настоящего исследования является развитие инструментария оценки инвестиционной привлекательности российских организаций. В связи с этим нами была сформирована выборка отечественных компаний, чьи ценные бумаги входят в первый уровень листинга Московской биржи. Для упрощения некоторых расчетов без потери их смысла из выборки были исключены организации, которые выпускают привилегированные акции. В итоге в тестовую выборку вошли 22 компании. Необходимые для расчетов финансовые показатели этих компаний были взяты из

⁹ Приказ Минфина России от 02.07.2010 № 66н (ред. от 19.04.2019) «О формах бухгалтерской отчетности организаций» (зарегистрировано в Минюсте России 02.08.2010 № 18023) (с изм. и доп., вступ. в силу с отчетности за 2020 год).

находящейся в открытом доступе бухгалтерской отчетности, составленной на конец 2020 г.¹⁰

Оценка средневзвешенной стоимости собственного капитала. С использованием указанных выше корректировок были рассчитаны величины показателей инвестированного капитала и чистой операционной прибыли после налогообложения для всех компаний из тестовой выборки.

Перейдем к оценке средневзвешенной стоимости капитала. Именно в этой части расчетов проявляется влияние странового риска. Формула для расчета средневзвешенной стоимости капитала выглядит следующим образом:

$$WACC = W_e \times R_e + W_d \times R_d \times (1 - T), \quad (2)$$

где W_e – доля собственного капитала, R_e – стоимость собственного капитала, W_d – доля заемного капитала, R_d – стоимость заемного капитала, T – ставка налога на прибыль.

Обычно в расчетах WACC также используются показатели доли и стоимости привилегированных акций, однако ни одна из компаний в нашей выборке их не эмитирует.

При оценке стоимости и веса заемного капитала мы используем балансовый подход, не разделяя выплаты по облигациям и кредитам. Такая методология несколько снижает точность расчетов, однако в итоге на результате оценки не будет негативно сказываться влияние странового риска на инвестиционную привлекательность компаний, так как в данном исследовании страновой риск участвует только в оценке стоимости собственного капитала.

Таким образом, доля собственного капитала рассчитывается как отношение величины собственного капитала к сумме собственного и заемного капитала. Аналогично определяется доля заемного капитала. Собственный капитал в балансе компаний отображается в строке 1300 баланса (итог по третьему разделу баланса «Капитал и резервы»). Величина заемного капитала рассчитывается как сумма строк 1400 и 1500 баланса (сумма итогов по разделам «Долгосрочные обязательства» и «Краткосрочные обязательства»).

Оценка активов с учетом странового риска и без него. Можно считать, что стоимость капитала согласно модели CAPM – это консенсусное значение доходности финансового актива, торгуемого на фондовой бирже несколькими участниками, которые используют идентичные наборы информации, то есть в условиях эффективного рынка.

Мы использовали две спецификации CAPM, описанные в работе [15] и Т. Вашакмадзе¹¹, – глобальную и локальную.

В общем виде глобальная модель оценки стоимости капитала имеет вид:

$$R_e = R_f + \beta \times ERP, \quad (3)$$

где R_f – доходность глобального безрискового актива, β – бета-коэффициент, рассчитанный как коэффициент регрессии доходности акций компании к индексу глобального рынка, ERP – премия за риск.

Для оценки модели стоимости капитала с учетом странового риска мы прибавляем к премии за риск премию за страновой риск (CRP) [10]:

$$R_e = R_f + \beta \times (ERP + CRP), \quad (4)$$

где R_f – доходность глобального безрискового актива, β – бета-коэффициент, рассчитанный как коэффициент регрессии доходности акций компании к локальному рынку, ERP + CRP – премия за риск с учетом премии за страновой риск.

Для оценки доходности глобального безрискового актива было принято решение взять доходность 30-летних американских казначейских облигаций, которая составляет 1,66% на момент оценки¹².

Оценка коэффициентов бета. Бета-коэффициенты (β) рекомендуется оценивать как коэффициенты регрессии [15]:

$$R_a = \alpha + \beta \times R_b + \varepsilon, \quad (5)$$

где R_a – это ряд доходностей исследуемого актива; α – доходность акции, не зависящая от рынка; R_b – это ряд доходностей эталонного актива, как правило, индекса той или иной биржи; ε – ошибка регрессии.

¹⁰ URL: <https://www.e-disclosure.ru>.

¹¹ Вашакмадзе Т. Стоимость собственного капитала для непубличных компаний. 16.10.2012. URL: https://www.cfn.ru/appraisal/business/special/Emerging_Markets.shtml.

¹² U.S. Department of the Treasury. Daily Treasury Yield Curve Rates. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2021>.

Для оценки локальной модели CAPM мы считали бета-коэффициенты для компаний из выборки относительно индекса RTSI, на основе данных за период с 2013 по 2021 г. Такой длительный период оценки увеличивает количество анализируемых данных в регрессии, однако при этом качество оценки может снижаться из-за большей волатильности рядов.

Оценка значений бета-коэффициентов может быть получена различными способами. Выбор конкретного варианта зависит от контекста задачи. При подсчете оценок исследователи стремятся выбрать значение, которое будет актуальным в обозримом будущем, например на протяжении предполагаемого инвестиционного проекта. Фактически расчеты позволяют описать тенденцию доходности актива, актуальную для сроков его реализации.

При оценке глобального уровня CAPM мы исходим из предпосылки о том, что локальный рынок сильно интегрирован в глобальный, то есть инвесторы, находясь в любой точке мира, могут войти на любой рынок и выйти с любого рынка без транзакционных издержек. Таким образом, в рамках глобального подхода мы рассчитываем бета-коэффициенты как регрессию доходностей инвестиций в компании локального рынка к доходностям глобальных индексов.

Согласно подходу, описанному Т. Вашакмадзе¹³, а также в [18], для расчетов бета-коэффициентов относительно индекса RTS цены закрытия акций и курс индекса были переведены в доллары США. Результаты расчетов приведены в Приложении 1.

Для оценки глобальной модели CAPM были взяты индексы: S&P 500, в который входят акции компаний, торгуемые на американском рынке и имеющие наибольшую капитализацию; NASDAQ, в котором содержатся акции, торгуемые как на американском, так и на европейских биржах; а также Dow Jones — старейший из существующих промышленный индекс.

В результате оценки и сравнения бета-коэффициентов компаний относительно локального и глобального рынков мы видим, что бета-коэффициенты глобальных индексов ниже, чем коэффициенты локального индекса, то есть акции российских компаний менее чувствительны к изменениям мировых рынков, чем российского.

Оценка акционерного капитала российских компаний. Вернемся к задаче оценки акционерного капитала российских компаний. Для ее решения осталось определить премии за риск (equity risk premium — ERP). Воспользуемся результатами работ А. Дамодарана [12 и 13]. Для глобальной модели CAPM будем использовать премию за риск для фондового рынка США как типичного представителя развитых рынков. Ее величина для рассматриваемого нами периода рассчитана Дамодараном по историческим данным и равна 4,72%¹⁴.

Для локальной модели CAPM премия за риск ERP определяется как сумма премии за риск для развитого фондового рынка и премии за страновой риск.

Оценка странового риска строится на основе рейтингов Moody's и S&P. В анализируемый период времени эти агентства присваивали России пограничные рейтинги «BBB» (S&P) и «Ваа3» (Moody's), что характеризует низкое качество российских займов. Однако они еще не носят спекулятивный характер. Анализируя страны с указанным рейтингом, А. Дамодаран определяет для России в рассматриваемый нами период ERP, равный 6,67%, рекомендуя при этом корректировать значения ERP с учетом волатильности рынка акций стран с развивающейся экономикой, что в итоге дает премию за риск для России, равную 6,85%.

Остается подставить полученные значения в указанные выше формулы. Оценка стоимости акционерного капитала для рассматриваемых компаний по состоянию на конец 2020 г. приведена в Приложении 2. Видно, что оценка на основе локальной модели с учетом странового риска существенно превосходит глобальную оценку. Таким образом, если не принимать во внимание то, что российский фондовый рынок интегрирован в глобальный, акционерный капитал российских компаний будет существенно дороже, чем в случае учета его интеграции. В Приложении 3 приведены значения важнейшего для оценки бизнеса показателя — средневзвешенной стоимости капитала компании. Он выступает в качестве ставки дисконтирования денежных потоков при проведении расчетов. Видно, что данная величина не имеет существенных различий, связанных с индексами различных бирж. В то же время его локальное значение существенно больше.

¹³ URL: https://www.cfin.ru/appraisal/business/special/Emerging_Markets.shtml.

¹⁴ Country Default Spreads and Risk Premiums. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.

Итоги всех расчетов, то есть значения ЭДС, приведены в Приложении 4. Видно, что потенциал генерации прибыли в рамках локальной модели (с учетом странового риска) значительно ниже, чем в рамках глобальной модели. В частности, для компании «Территориальная генерирующая компания № 1» показатели отличаются в три раза. Отметим наличие компаний с отрицательным значением ЭДС, что свидетельствует о серьезных проблемах менеджмента, который недостаточно эффективно работает в интересах инвесторов [19]. Можно выделить проблемные компании согласно результатам оценивания ЭДС всеми способами. К ним относится, например, ПАО «Аэрофлот». В то же время есть компании, низкая эффективность которых проявляется только в результате локальной оценки их ЭДС (например, ПАО «РусГидро»). Учет странового риска делает их акционерный капитал слишком дорогим.

Выводы исследования

Подведем итоги проведенного исследования. Для эффективного привлечения прямых иностранных инвестиций необходимо уметь управлять инвестиционной привлекательностью организации и, следовательно, объективно оценивать эту характеристику. Безусловно, инвестиционная привлекательность – сложное явление, которое не оценивается только при помощи одного показателя. Тем не менее даже частичная его оценка, например с использованием ЭДС, может быть полезна как менеджерам и текущим собственникам, так и потенциальным инвесторам. Разрабатывая план формирования инвестиционной привлекательности организации, следует учитывать не только меры, доступные для управления со стороны менеджмента, но и ряд факторов, значения которых руководство организации может только принять к сведению и учесть в организации управления. К ним относятся региональные и общегосударственные характеристики инвестиционного климата, в частности страновой риск. Проведенное нами исследование показывает, что этот фактор отрицательно влияет на определение инвестиционной привлекательности организаций, снижает оценку их потенциала генерировать прибыль и, значит, рыночную стоимость вне зависимости от отраслевой принадлежности. Вместе с тем сила

влияния странового риска на оценку бизнеса может существенно зависеть от региона и отрасли.

Учет странового риска необходим не только для объективной оценки инвестиционной привлекательности. Использование значений этого показателя позволяет обнаружить проблемные организации, руководители которых не способны в полной мере удовлетворить потребности инвесторов. Акционерам этих компаний необходимо серьезно задуматься о реорганизации управления. Игнорирование наличия странового риска часто не позволяет обнаружить подобные проблемы.

Литература

1. Хаертфельдер М., Лозовская Е., Ханеш Е. Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг. СПб.: Питер, 2005. 352 с.
2. Поляков К.Л., Полякова М.В., Василевский М.И. Оценка инвестиционной привлекательности компаний нефтеперерабатывающей промышленности Российской Федерации // Вопросы статистики. 2020. Т. 27. № 6. С. 56–65. doi: <https://doi.org/10.34023/2313-6383-2020-27-6-56-65>.
3. Фаербер Э. Все об акциях: легкий способ начать свой путь. 3-е изд. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. 331 с.
4. Пестова А.А., Сухарева И.О., Солнцев О.Г. О стимулировании притока прямых иностранных инвестиций в российскую экономику с целью повышения «качества» экономического роста // Проблемы прогнозирования. 2011. № 1. С. 136–154.
5. Аветисян А.Г. Инвестиционная привлекательность страны: анализ основных факторов // Финансы: теория и практика. 2020. Т. 24. № 4. С. 58–74. doi: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2020-24-4-58-74>.
6. Ахметзянов И.Р. Анализ инвестиций. Методы оценки эффективности финансовых вложений. М.: Эксмо, 2007. 265 с.
7. Крылов Э.И., Власова В.М., Егорова М.Г. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия: учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2014. 192 с.
8. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С. 113–132.
9. Ситник П.Е. Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских непубличных компаний // Корпоративные финансы. 2008. Т. 2. № 4. С. 114–121. doi: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.2.4.2008.114-121>.
10. Pratt S.P. The Market Approach to Valuing Businesses. 2nd ed. New York: Wiley, 2005. 432 p.
11. Knight J.A. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value. New York: McGraw-Hill, 1998. 307 p.

12. **Damodaran A.** Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2-nd ed. New York: Wiley, 2006. 704 p.

13. **Damodaran A.** Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3-nd ed. New York: Wiley, 2012. 992 p. doi: <https://doi.org/10.1002/9781119201786>.

14. **Ivkin A.** Country Risk in International Investment. Its' structure and Methods of Estimation // Review of Business and Economics Studies. 2018. Vol. 6. No. 1. P. 56–77. doi: <https://doi.org/10.26794/2308-944X-2018-6-1-56-77>.

15. **Pereiro L.E.** Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach. New York: Wiley, 2002. 528 p.

16. **Kostin K.B.** Investment Attractiveness Assessment of Global Russian Companies // Journal of Economics Studies and Research. 2018. P. 1–19. doi: <https://doi.org/10.5171/2018.783590>.

17. **Yook K.** Estimating EVA Using Compustat PC Plus // Journal of Applied Finance. 2000. Vol. 9. Iss. 2. P. 33–37.

18. **Hamada R.S.** The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks // The Journal of Finance. 1972. Vol. 27. No. 2. P. 435–452.

19. **Романов В.С., Кукина Е.Б.** Исследование взаимосвязи показателя EVA и стоимости компании на российском рынке капитала // Корпоративные Финансы. 2008. Т. 2. № 4. С. 38–57.

Приложение 1

Бета-коэффициенты российских компаний относительно разных индексов

| Наименование компании | MICEX | RTSI | S&P500 | NASDAQ | Dow Jones |
|---|-------|-------|--------|--------|-----------|
| Лукойл | 1,032 | 0,519 | 0,442 | 0,346 | 0,458 |
| Газпром | 1,079 | 0,594 | 0,502 | 0,413 | 0,497 |
| АЛРОСА | 0,700 | 0,348 | 0,314 | 0,237 | 0,324 |
| Аэрофлот | 0,815 | 0,510 | 0,474 | 0,377 | 0,498 |
| Норникель | 0,929 | 0,406 | 0,454 | 0,372 | 0,471 |
| Детский Мир | 0,515 | 0,328 | 0,269 | 0,224 | 0,264 |
| Интэр РАО | 1,557 | 0,446 | 0,180 | 0,142 | 0,232 |
| Магнит | 0,820 | 0,439 | 0,381 | 0,315 | 0,378 |
| Магнитогорский металлургический комбинат | 0,973 | 0,491 | 0,487 | 0,406 | 0,486 |
| Северсталь | 0,982 | 0,486 | 0,494 | 0,412 | 0,487 |
| Территориальная генерирующая компания № 1 | 0,902 | 0,588 | 0,495 | 0,457 | 0,564 |
| Трубная металлургическая компания | 0,822 | 0,458 | 0,494 | 0,383 | 0,442 |
| РусГидро | 0,909 | 0,581 | 0,499 | 0,425 | 0,495 |
| ФСК ЕЭС | 1,050 | 0,681 | 0,554 | 0,456 | 0,557 |
| ФосАгро | 0,510 | 0,087 | -0,297 | -0,340 | -0,154 |
| Энел Россия | 0,816 | 0,411 | 0,349 | 0,308 | 0,345 |
| ЮниПро | 0,612 | 0,353 | 0,361 | 0,327 | 0,341 |
| РуссНефть | 0,300 | 0,063 | 0,112 | 0,099 | 0,099 |
| Мосэнерго | 0,807 | 0,531 | 0,469 | 0,394 | 0,470 |
| Роснефть | 1,061 | 0,623 | 0,533 | 0,430 | 0,545 |
| Новолипецкий металлургический комбинат | 1,018 | 0,487 | 0,514 | 0,424 | 0,517 |
| ПАО «МТС» | 0,824 | 0,453 | 0,428 | 0,353 | 0,426 |

Стоимость акционерного капитала российских компаний на основе локальной и глобальной моделей CAPM относительно разных индексов

| Наименование компании | CAPM LOCAL | CAPM GLOBAL | | | |
|---|------------|-------------|--------|-----------|-------|
| | | S&P500 | NASDAQ | Dow Jones | RTSI |
| Лукойл | 0,087 | 0,038 | 0,033 | 0,038 | 0,052 |
| Газпром | 0,091 | 0,040 | 0,036 | 0,040 | 0,057 |
| АЛРОСА | 0,065 | 0,032 | 0,028 | 0,032 | 0,041 |
| Аэрофлот | 0,073 | 0,039 | 0,034 | 0,040 | 0,052 |
| Норникель | 0,080 | 0,038 | 0,034 | 0,039 | 0,045 |
| Детский Мир | 0,052 | 0,029 | 0,027 | 0,029 | 0,039 |
| Интэр РАО | 0,123 | 0,025 | 0,023 | 0,028 | 0,047 |
| Магнит | 0,073 | 0,035 | 0,032 | 0,035 | 0,047 |
| Магнитогорский металлургический комбинат | 0,083 | 0,040 | 0,036 | 0,040 | 0,050 |
| Северсталь | 0,084 | 0,040 | 0,036 | 0,040 | 0,050 |
| Территориальная генерирующая компания № 1 | 0,079 | 0,040 | 0,038 | 0,043 | 0,057 |
| Трубная металлургическая компания | 0,073 | 0,040 | 0,035 | 0,038 | 0,048 |
| РусГидро | 0,079 | 0,040 | 0,037 | 0,040 | 0,056 |
| ФСК ЕЭС | 0,089 | 0,043 | 0,038 | 0,043 | 0,063 |
| ФосАгро | 0,052 | 0,003 | 0,001 | 0,009 | 0,023 |
| Энел Россия | 0,073 | 0,033 | 0,031 | 0,033 | 0,045 |
| ЮниПро | 0,059 | 0,034 | 0,032 | 0,033 | 0,041 |
| РуссНефть | 0,037 | 0,022 | 0,021 | 0,021 | 0,021 |
| Мосэнерго | 0,072 | 0,039 | 0,035 | 0,039 | 0,053 |
| Роснефть | 0,089 | 0,042 | 0,037 | 0,042 | 0,059 |
| Новолипецкий металлургический комбинат | 0,086 | 0,041 | 0,037 | 0,041 | 0,050 |
| ПАО «МТС» | 0,073 | 0,037 | 0,033 | 0,037 | 0,048 |

Средневзвешенная стоимость капитала относительно разных индексов

| Наименование компании | LOCAL WACC | GLOCAL WACC | | | |
|---|------------|-------------|--------|-----------|-------|
| | | S&P 500 | NASDAQ | Dow Jones | RTSI |
| Лукойл | 0,061 | 0,038 | 0,036 | 0,039 | 0,045 |
| Газпром | 0,039 | 0,027 | 0,026 | 0,027 | 0,031 |
| АЛРОСА | 0,045 | 0,028 | 0,027 | 0,029 | 0,033 |
| Аэрофлот | 0,053 | 0,040 | 0,038 | 0,040 | 0,045 |
| Норникель | 0,046 | 0,033 | 0,031 | 0,033 | 0,035 |
| Детский Мир | 0,038 | 0,027 | 0,026 | 0,027 | 0,032 |
| Интэр РАО | 0,095 | 0,025 | 0,024 | 0,027 | 0,041 |
| Магнит | 0,059 | 0,038 | 0,036 | 0,038 | 0,045 |
| Магнитогорский металлургический комбинат | 0,051 | 0,026 | 0,024 | 0,026 | 0,032 |
| Северсталь | 0,046 | 0,029 | 0,027 | 0,029 | 0,033 |
| Территориальная генерирующая компания № 1 | 0,062 | 0,033 | 0,031 | 0,035 | 0,046 |
| Трубная металлургическая компания | 0,033 | 0,029 | 0,028 | 0,028 | 0,030 |
| РусГидро | 0,069 | 0,038 | 0,035 | 0,038 | 0,051 |
| ФСК ЕЭС | 0,068 | 0,034 | 0,031 | 0,034 | 0,049 |
| ФосАгро | 0,033 | 0,023 | 0,022 | 0,024 | 0,027 |
| Энел Россия | 0,060 | 0,031 | 0,030 | 0,031 | 0,040 |
| ЮниПро | 0,052 | 0,030 | 0,029 | 0,029 | 0,036 |
| РуссНефть | 0,031 | 0,027 | 0,026 | 0,026 | 0,026 |
| Мосэнерго | 0,062 | 0,035 | 0,032 | 0,035 | 0,047 |
| Роснефть | 0,036 | 0,028 | 0,027 | 0,028 | 0,031 |
| Новолипецкий металлургический комбинат | 0,047 | 0,027 | 0,025 | 0,027 | 0,031 |
| ПАО «МТС» | 0,040 | 0,036 | 0,035 | 0,036 | 0,037 |

Оценка экономической добавленной стоимости относительно разных индексов

| Наименование компании | EVA LOCAL (тыс. рублей) | EVA GLOBAL (тыс. рублей) | | |
|---|----------------------------|--------------------------|-----------------|----------------|
| | | S&P 500 | NASDAQ | Dow Jones |
| Лукойл | 129 648 556,20 | 174 876 383,40 | 178 963 480,836 | 174 190 200,70 |
| Газпром | 114 869 276,55 | 133 924 855,17 | 135 510 049,573 | 134 002 363,08 |
| АЛРОСА | 11 670 379,67 | 18 116 326,53 | 18 831 922,959 | 18 031 179,00 |
| Аэрофлот | -87 234 094,01 | -84 949 423,86 | -84 636 274,676 | -85 026 737,72 |
| Норникель | 433 546 341,01 | 448 848 291,74 | 450 239 439,325 | 448 542 124,89 |
| Детский Мир | 20 913 575,34 | 21 671 690,04 | 21 741 771,384 | 21 678 801,45 |
| Интэр РАО | -22 141 324,71 | 10 839 380,61 | 11 443 796,096 | 10 004 446,86 |
| Магнит | 27 059 268,25 | 29 603 516,22 | 29 812 399,836 | 29 613 454,89 |
| Магнитогорский металлургический комбинат | 54 365 935,97 | 61 186 751,22 | 61 777 539,164 | 61 192 149,47 |
| Северсталь | 125 726 867,06 | 133 329 265,88 | 133 998 864,781 | 133 389 174,39 |
| Территориальная генерирующая компания № 1 | 2 523 402,99 | 6 197 935,54 | 6 369 159,173 | 5 887 495,30 |
| Трубная металлургическая компания | 60 420 123,55 | 61 210 623,16 | 61 336 286,456 | 61 269 428,25 |
| РусГидро | -1 538 529,86 | 30 786 485,28 | 33 690 646,170 | 30 932 280,18 |
| ФСК ЕЭС | -40 571 978,39 | 4 785 457,93 | 9 358 227,845 | 4 641 345,73 |
| ФосАгро | 75 363 041,26 | 76 170 220,42 | 76 203 784,354 | 76 058 985,04 |
| Энел Россия | 4 710 702,14 | 6 579 363,47 | 6 672 709,577 | 6 590 111,34 |
| ЮниПро | 16 007 400,61 | 18 062 580,75 | 18 193 777,685 | 18 141 384,59 |
| РуссНефть | 8 268 847,60 | 9 510 119,70 | 9 560 660,845 | 9 560 732,61 |
| Мосэнерго | 18 300 354,35 | 27 240 624,34 | 28 184 872,735 | 27 229 176,44 |
| Роснефть | 271 760 328,41 | 345 616 592,35 | 353 160 584,236 | 344 784 730,80 |
| Новолипецкий металлургический комбинат | 73 868 415,41 | 82 770 689,20 | 83 609 192,089 | 82 750 148,77 |
| ПАО «МТС» | 68 994 349,33 | 71 570 989,39 | 71 822 540,217 | 71 578 127,26 |

Информация об авторах

Поляков Константин Львович – канд. техн. наук, доцент, департамент прикладной экономики факультета экономических наук, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». 109028, Москва, Покровский бульвар, д. 11, комн. S505. E-mail: polyakov.kl@hse.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7617-0469>.

Полякова Марина Васильевна – канд. техн. наук, доцент, Школа финансов факультета экономических наук, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». 109028, Москва, Покровский бульвар, д. 11, комн. S634. E-mail: mpolyakova@hse.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0182-4875>.

Василевский Марк Ильич – студент магистратуры, образовательная программа «Магистр прикладной и сетевой аналитики», Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». 109028, Москва, Покровский бульвар, д. 11. E-mail: mivasilevskiy@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7515-1247>.

References

- Hayertfelder M., Lozovskaya E., Hanesh E. *Fundamental and Technical Analysis of the Securities Market*. St. Petersburg: Piter Publ. House; 2005. 352 p. (In Russ.)
- Polyakov K.L., Polyakova M.V., Vasilevskii M.I. Evaluation of Investment Attractiveness of Russian Oil Refining Industry Companies. *Voprosy Statistiki*. 2020;27(6):56–65. (In Russ.) Available from: <https://doi.org/10.34023/2313-6383-2020-27-6-56-65>.
- Faerber E. *All About Stocks: The Easy Way to Get Started. Third ed.* New York: Mc-Graw Hill; 2008. (Russ. ed.): Faerber E. *Vse ob aktsiyakh: legkii sposob nachat' svoi put'. 3-e izd.* Moscow: Mann, Ivanov and Ferber Publ., 2013. 331 p.)
- Pestova A.A., Sukhareva I.O., Solntsev O.G. On Stimulating the Inflow of Foreign Direct Investment into the Russian Economy in Order to Improve the «Quality» of Economic Growth. *Studies on Russian Economic Development*. 2011;(1):136–154. (In Russ.)
- Avetisyan A.G. Country Attractiveness: Analysis of the Main Factors. *Finance: Theory and Practice*. 2020;24(4):58–74. (In Russ.) Available from: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2020-24-4-58-74>.
- Ahmetzyanov I.R. *Investment Analysis. Methods for Assessing the Effectiveness of Financial Investments*. Moscow: Eksmo Publ.; 2007. 265 p. (In Russ.)
- Krylov E.I., Vlasova V.M., Yegorova M.G. *Analysis of the Financial Condition and Investment Attractiveness*

of the Enterprise. Moscow: Finance and Statistics Publ.; 2014. 192 p. (In Russ.)

8. **Ivashkovskaya I.V.** Value Based Management: A Challenge for Russian Managers. *Russian Management Journal*. 2004;2(4):113–132. (In Russ.)

9. **Sitnik P.E.** Using of Economic Profit Parameters for Construction of a Regional Rating of the Russian Not Public Companies. *Journal of Corporate Finance Research*. 2008;2(4):114–121. (In Russ.)

10. **Pratt S.P.** *The Market Approach to Valuing Businesses. Second Ed.* New York: Wiley; 2005. 432 p.

11. **Knight J.A.** *Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value.* New York: McGraw-Hill; 1998. 307 p.

12. **Damodaran A.** *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Second Edition.* New York: Wiley; 2006. 704 p.

13. **Damodaran A.** *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset. Third Edition.* New York: Wiley; 2012. 992 p. Available from: <https://doi.org/10.1002/9781119201786>.

14. **Ivkin A.** Country Risk in International Investment. Its' Structure and Methods of Estimation. *Review of Business and Economics Studies*. 2018;6(1):56–77. Available from: <https://doi.org/10.26794/2308-944X-2018-6-1-56-77>.

15. **Pereiro L.E.** *Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach.* New York: Wiley; 2002. 528 p.

16. **Kostin K.B.** Investment Attractiveness Assessment of Global Russian Companies. *Journal of Economics Studies and Research*. 2018;(2018). Available from: <https://doi.org/10.5171/2018.783590>.

17. **Yook K.** Estimating EVA Using Compustat PC Plus. *Journal of Applied Finance*. 2000;9(2):33–37.

18. **Hamada R.S.** The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks. *The Journal of Finance*. 1972;27(2):435–452.

19. **Romanov V.S., Kukina E.B.** The Investigation of Correlation Between EVA Measurement and Corporate Value on the Russian Capital Market. *Journal of Corporate Finance Research*. 2008;2(4):38–57.

About the authors

Konstantin L. Polyakov – Cand. Sci. (Tech.), Associate Professor, Department of Applied Economics, Faculty of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics (HSE University). 11, Pokrovsky Boulevard, Room S505, Moscow, 109028, Russia. E-mail: polyakov.kl@hse.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7617-0469>.

Marina V. Polyakova – Cand. Sci. (Tech.), Associate Professor, School of Finance, Faculty of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics (HSE University). 11, Pokrovsky Boulevard, Room S634, Moscow, 109028, Russia. E-mail: mpolyakova@hse.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0182-4875>.

Mark I. Vasilevskiy – Master's Student, Master's Programme «Master of Data and Network Analytics», National Research University Higher School of Economics (HSE University). 11, Pokrovsky Boulevard, Moscow, 109028, Russia. E-mail: ivasilevskiy@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7515-1247>.