

УДК 336

***ВЛИЯНИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЁННОСТИ НА
ДИСКОНТИРОВАНИЕ И ВОСПРИЯТИЕ РИСКОВ В ОЦЕНКЕ
СТОИМОСТИ БИЗНЕСА***

Пожванюк А. Ю.

Аспирант

*«Северо-Кавказский горно-металлургический институт (государственный
технологический университет)»*

Владикавказ, Россия

Аннотация

Статья посвящена исследованию влияния макроэкономической неопределённости на ставку дисконтирования и восприятие риска в рамках оценки стоимости бизнеса. Показано, что макроэкономическая неопределённость выступает не только фактором изменения экономических условий, но и структурным элементом принятия инвестиционных решений. Рассматриваются трансформации традиционных моделей дисконтирования в условиях нестабильности, а также изменения в поведении инвесторов. Особое внимание уделяется механизмам формирования премий за риск, роли инфляционных ожиданий и изменениям в структуре макроэкономических сигналов. Сформулированы выводы, касающиеся адаптации оценочных методов к современным условиям высокой вариативности.

Ключевые слова: стоимость бизнеса, неопределённость, риск, дисконтирование, ставка дисконтирования, макроэкономика.

***THE IMPACT OF MACROECONOMIC UNCERTAINTY ON DISCOUNTING
AND RISK PERCEPTION IN BUSINESS VALUATION***

Pozhvanyuk A. Yu.

PhD Student

North Caucasus Mining and Metallurgical Institute (State Technological University)

Vladikavkaz, Russia

Abstract

This article examines the impact of macroeconomic uncertainty on the discount rate and risk perception in business valuation. It shows that macroeconomic uncertainty is not only a factor in changing economic conditions, but also a structural element in investment decision-making. The article examines the transformation of traditional discounting models in conditions of instability, as well as changes in investor behaviour. Particular attention is paid to the mechanisms of risk premium formation, the role of inflation expectations, and changes in the structure of macroeconomic signals. Conclusions are formulated regarding the adaptation of valuation methods to modern conditions of high variability.

Keywords: business value, uncertainty, risk, discounting, discount rate, macroeconomics.

Оценка стоимости бизнеса традиционно предполагает анализ будущих денежных потоков и приведение их к текущему моменту посредством ставки дисконтирования. Однако предпосылки о предсказуемости макроэкономической динамики, которые лежат в основе классических оценочных подходов, сегодня существенно ослаблены. Современная экономика характеризуется повышенной степенью неопределённости, проявляющейся в волатильности инфляции, нестабильности курса валют, изменчивости монетарной политики и усилении экзогенных шоков различной природы.

В таких условиях ставка дисконтирования перестаёт быть исключительно техническим параметром и превращается в отражение того, как экономические агенты воспринимают и интерпретируют неопределённость.

В теоретическом плане фундаментальное различие между измеримым «риском» (*risk*) и непознаваемой «неопределённостью» (*uncertainty*) было введено [1]. Если риск поддаётся вероятностной оценке на основе исторических данных, то неопределённость характеризуется ситуацией, когда распределение вероятностей будущих событий неизвестно.

Макроэкономическая неопределённость представляет собой состояние, при котором экономические агенты не могут сформировать устойчивые ожидания относительно ключевых показателей: инфляции, процентных ставок, динамики спроса, стоимости капитала. В отличие от обычного риска, неопределённость носит не только количественный, но и качественный характер, будучи связана с высокой изменчивостью самой структуры экономики [2]. Это состояние радикально меняет механизмы функционирования экономических отношений: инвесторы становятся гиперчувствительными к информационным сигналам, корпорации откладывают инвестиционные проекты.

В российской исследовательской практике для операционализации понятия используются следующие количественные индикаторы:

- Индекс макроэкономической неопределённости Банка России. Рассчитываемый на основе контент-анализа новостного потока, данный индикатор фиксирует уровень пессимизма и неопределённости в медиасреде [3].
- Волатильность финансовых рынков. Индекс RVI (*Russian Volatility Index*), рассчитываемый на основе опционов на индекс Московской

Биржи, служит количественной мерой ожиданий инвесторов относительно будущих колебаний рынка [4].

- Дисперсия прогнозов профессиональных аналитиков. Разброс в прогнозах ключевых макропеременных (например, курса рубля, инфляции, ВВП) по данным консенсус-прогнозов также является признанным индикатором неопределённости.

Как показывают исследования [5], всплески макроэкономической неопределённости в России носят затяжной характер и оказывают долгосрочное негативное влияние на потенциальный рост экономики.

В обычной экономической среде ставка дисконтирования представляет собой комбинацию безрисковой доходности, премий за риск и стоимости альтернативных возможностей. Однако в условиях высокой неопределённости её содержание существенно меняется.

Прежде всего, теряет устойчивость базовая основа расчётов — безрисковая ставка (R_f). В российской практике в качестве R_f обычно принимается доходность *OFZ*. В периоды неопределённости доходности гособлигаций начинают отражать не только уровень инфляции, но и повышенную волатильность ожиданий, а также премию за суверенные риски, что делает их менее надёжным ориентиром [6]. Неопределённость усиливает роль ожиданий относительно будущей монетарной политики. Колебания ключевой ставки и непредсказуемость регуляторных решений приводят к тому, что стоимость капитала становится переменной величиной.

Центральным элементом влияния неопределённости является её воздействие на премию за риск (R_p). В модели CAPM, где $r_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$ это влияние многократно:

- Бета-коэффициент (β): Повышенная волатильность рынка приводит к увеличению расчётных значений бета-коэффициентов.
- Страновая премия за риск (СПР): Это наиболее чувствительный к неопределённости параметр. В российских условиях СПР резко возрастает в периоды геополитической напряжённости, а традиционные методы её расчёта могут давать экстремальные значения, требующие экспертной корректировки [7]
- Особое место занимает инфляционная неопределённость. Если в период умеренной инфляции различие между номинальной и реальной ставками дисконтирования не имеет принципиального значения, то при высокой волатильности этот вопрос становится ключевым. Оценщику приходится учитывать не только текущие темпы роста цен, но и их возможные траектории.

Неопределённость изменяет механизмы функционирования экономических отношений. Инвесторы становятся более чувствительными к малейшим изменениям информационных сигналов, предприятия вынуждены чаще пересматривать стратегические планы, а аналитики сталкиваются с ограничением предсказательной силы традиционных моделей. В результате формируется среда, в которой каждый прогноз становится гипотезой, а каждая оценка стоимости бизнеса — отражением не только данных, но и интерпретаций.

Дисконтирование как инструмент учёта неопределённости. В обычной экономической среде ставка дисконтирования представляет собой комбинацию безрисковой доходности, премий за риск и стоимости альтернативных возможностей. Однако в условиях высокой неопределённости её содержание существенно меняется. Прежде всего, теряет устойчивость сама база, на которую опираются оценщики, — безрисковая ставка. Доходности

государственных облигаций начинают отражать не только уровень инфляции, но и повышенную волатильность ожиданий, что делает их менее надёжным ориентиром.

Кроме того, неопределённость усиливает роль ожиданий относительно будущей монетарной политики. Колебания ключевой ставки, изменения стратегии центрального банка и непредсказуемость регуляторных решений приводят к тому, что стоимость капитала становится переменной величиной, требующей постоянной корректировки. Поэтому ставка дисконтирования всё чаще рассматривается как динамическая категория, которая способна изменяться во времени вслед за макроэкономическими условиями.

Особое место занимает инфляционная неопределённость. Если в период умеренной инфляции различие между номинальной и реальной ставками дисконтирования не имеет принципиального значения, то при высокой волатильности этот вопрос становится ключевым. Оценщику приходится учитывать не только текущие темпы роста цен, но и их возможные траектории, что усложняет использование стандартных моделей.

Формирование премии за риск в условиях нестабильности. В условиях неопределённости отношение инвесторов к риску меняется радикальным образом. Премия за риск перестаёт быть исключительно результатом статистических расчётов и всё чаще становится отражением психологических факторов и изменения моделей поведения. Это особенно ярко проявляется в периоды, когда информационная среда насыщена негативными сигналами. Инвесторы начинают переоценивать вероятность неблагоприятных событий, что повышает требуемую доходность и, соответственно, величину ставки дисконтирования.

Однако нарастающая премия за риск не всегда соответствует объективной экономической ситуации. Часто она отражает эффект

Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

неопределённости как таковой. При отсутствии чётких прогнозов инвесторы склонны предпочитать более высокие компенсирующие ставки, даже если фундаментальные показатели не свидетельствуют о существенном ухудшении перспектив. Таким образом, неопределённость формирует своеобразное расхождение между объективными и субъективными оценками риска.

Также изменяется структура рисков. Если в стабильной экономике ключевую роль играют рыночные и отраслевые факторы, то в период неопределённости значимость приобретают политические, институциональные и регуляторные риски. Именно они становятся источниками неожиданных изменений, которые оказывают существенное влияние на восприятие будущих денежных потоков.

Адаптация оценочных подходов. Увеличение роли неопределённости в экономике требует пересмотра методологической базы оценки. Наиболее перспективным направлением становится постепенный отход от статичных концепций стоимости капитала. Ставка дисконтирования должна восприниматься как величина, отражающая не только уровень риска, но и динамику макроэкономической среды. В таких условиях всё более востребованными становятся сценарные подходы, позволяющие учитывать многовариантность будущего, а также методы анализа чувствительности и стресс-тестирования.

Важным элементом адаптации является повышение внимания к качественным факторам риска. Если ранее их влияние воспринималось как второстепенное, то теперь они формируют основу восприятия неопределённости. Поэтому оценщику необходимо учитывать особенности институциональной среды, качество корпоративного управления, адаптивность бизнеса и его способность противостоять внешним потрясениям.

Заключение. Макроэкономическая неопределённость становится ключевым фактором, определяющим подходы к оценке стоимости бизнеса. Она трансформирует структуру рисков, меняет механизмы их восприятия и напрямую влияет на формирование ставки дисконтирования. В таких условиях традиционные модели требуют существенной адаптации. Важно осознавать, что неопределённость не устранима: она является не внешним для экономики явлением, а её внутренним свойством. Поэтому задача оценщика заключается не в попытке исключить неопределённость, а в построении моделей, способных корректно её учитывать.

Предпринятая в статье попытка осмысления механизмов влияния неопределённости на дисконтирование демонстрирует, что ключевыми становятся интерпретация макроэкономических сигналов, динамичность ожиданий и изменение поведения инвесторов. В совокупности это приводит к необходимости применения более гибких и чувствительных к условиям среды методов оценки. Их развитие представляется основой повышения качества оценочной деятельности в условиях переменной макроэкономической реальности.

Библиографический список

1. Knight, F.H. Risk, Uncertainty and Profit. — Boston: Houghton Mifflin, 1921.
2. Смирнов А.Д. Неопределённость в экономике: методы измерения и влияние на макроэкономические показатели // Вопросы экономики. — 2021. — № 5. — С. 27–49.
3. ЦБ РФ. Обзор финансовой стабильности. — 2022. — Вып. 63. — [Электронный ресурс]. — URL: https://cbr.ru/collection/collection/file/42319/fs_63.pdf (дата обращения: 17.10.2023).

4. Московская Биржа. Индекс волатильности RVI. — 2023. — [Электронный ресурс]. — URL: <https://www.moex.com/ru/index/RVI> (дата обращения: 17.10.2023).
5. Гурвич Е.Т. Влияние макроэкономической неопределённости на экономический рост в России // Экономический журнал ВШЭ. — 2020. — Т. 24. — № 2. — С. 173–201.
6. Нагорная А.В. Трансформация динамики доходности ОФЗ в условиях структурных изменений на финансовом рынке // Деньги и кредит. — 2022. — № 12. — С. 34–52.
7. Евстигнеев В.Р. Страновой риск и стоимость капитала для российских компаний в новых условиях // Финансы и кредит. — 2023. — Т. 29. — № 1 (805). — С. 44–61.
8. Петренко В.А. Цена заёмного капитала и макроэкономические шоки: эмпирический анализ на данных российских корпораций // Российский журнал менеджмента. — 2021. — Т. 19. — № 4. — С. 439–462.