

DOI 10.31483/r-127148

*Одинокова Татьяна Дмитриевна**Сохейлиниа Хушанг*

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ В ЭПОХУ ЭКОСИСТЕМ: АДАПТАЦИЯ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

***Аннотация:** фундаментальный анализ, традиционно применяемый для оценки отдельных компаний, нуждается в переосмыслении в контексте современных сложных бизнес-экосистем. Авторы исследуют трансформацию методов фундаментального анализа, необходимую для адекватной оценки компаний, чья стоимость и жизнеспособность тесно связаны с их позицией в экосистеме, анализируют ограничения традиционных подходов и предлагают расширенную методологию, учитывающую сетевые эффекты, взаимозависимости между участниками экосистемы, а также влияние внешних факторов, таких как регулирование и технологические изменения. Глава направлена на идентификацию ключевых показателей, характерных для экосистемного подхода и подлежащих включению в традиционный фундаментальный анализ. Цель работы – оценить преимущества и недостатки такого интегрированного подхода для повышения точности и обоснованности оценки стоимости компаний в условиях развития экосистем. В результате предлагается новая рамка для оценки бизнеса, которая обеспечивает более полное и точное представление о стоимости компаний в современной экономике, основанной на экосистемах.*

***Ключевые слова:** акции, оценка стратегий взаимодействий в рамках экосистемы, фундаментальный анализ, экосистемный подход, интеграция.*

***Abstract:** fundamental analysis, traditionally used to evaluate individual companies, needs to be rethought in the context of modern complex business ecosystems. The authors explore the transformation of fundamental analysis methods necessary for an adequate assessment of companies whose value and viability are closely linked to their position in the ecosystem, analyze the limitations of traditional*

approaches and propose an expanded methodology that takes into account network effects, interdependencies between ecosystem participants, as well as the impact of external factors such as regulation and technological change. The chapter aims to identify key indicators that are characteristic of the ecosystem approach and should be included in the traditional fundamental analysis. The aim of the work is to evaluate the advantages and disadvantages of such an integrated approach to improve the accuracy and validity of assessing the value of companies in the context of ecosystem development. As a result, a new business valuation framework is proposed that provides a more complete and accurate view of the value of companies in today's ecosystem-based economy.

Keywords: *actions, evaluation of ecosystem interaction strategies, fundamental analysis, ecosystem approach, integration.*

Введение

Современная экономическая среда переживает значительные изменения, связанные с переходом к экосистемным моделям ведения бизнеса, в которых компании активно взаимодействуют друг с другом, формируя сложные сети партнерств. На наш взгляд, в свете новых бизнес-реалий, требуется переоценка традиционных методов и создание инновационных инструментов фундаментального анализа, которые позволят более точно оценивать финансовые показатели и перспективы роста компаний, работающих в условиях экосистемного взаимодействия, с учетом не только классических финансовых метрик, но и факторов, таких как синергия партнерств, инновации, совместное использование ресурсов и влияние экосистемы на потребительские предпочтения.

В этом контексте одним из важнейших аспектов при применении фундаментального анализа компаний-эмитентов ценных бумагах является оценка их стратегий взаимодействия в рамках экосистемы, которая должна включать в себя изучение моделей сотрудничества, распределения рисков и выгод, а также оценку влияния таких взаимодействий на общую производительность и

устойчивость компаний. Инвесторы и аналитики должны быть осведомлены о том, как экосистемные связи могут влиять на финансовые результаты и устойчивость бизнеса, что требует более глубокого анализа их взаимозависимостей. Кроме того, в условиях динамично меняющейся бизнес-среды необходимо учитывать факторы, связанные с технологическими изменениями и цифровизацией, поскольку появление новых технологий (таких как блокчейн, искусственный интеллект и интернет вещей) создает новые возможности для формирования экосистем и меняет привычные модели ведения бизнеса. Как следствие, это требует от инвесторов и аналитиков способности быстро адаптироваться к новым условиям и внедрять инновационные подходы к оценке компаний, предполагающие внедрение новой системы измерения успешности бизнеса, которая будет учитывать реализацию компаниями «концепции гибкого управления и максимизации активов собственника (максимизации стоимости предприятия)» [1, с. 173].

Таким образом, актуализация методов и инструментов фундаментального анализа в контексте экосистемного взаимодействия становится не только важной задачей для научного сообщества, но и необходимым условием для успешной деятельности компаний и инвесторов в современных условиях. В связи с этим, разработка новых инструментов анализа позволит глубже понять сложные динамики фондового рынка и обеспечить более обоснованные инвестиционные решения, тем самым способствуя устойчивому развитию бизнеса в условиях экосистемной экономики.

1. Теоретические основы фундаментального анализа.

В современном мире инвестирования существуют разные стратегические подходы к оценке потенциала финансовых активов. Среди них выделяются технический и фундаментальный анализы, которые служат основой для принятия инвестиционных решений, и выбор между ними зависит от индивидуальных целей и стиля инвестирования. Например, технический анализ сосредоточен на изучении рыночных данных, таких как цены и объемы торгов, с целью прогнозирования будущих ценовых движений, и основывается на

предположении, что все необходимые данные уже учтены в ценах, и что исторические графики могут помочь выявить тенденции и модели.

В отличие от технического анализа, который чаще всего используется трейдерами и спекулянтами для краткосрочных сделок, фундаментальный анализ нацелен на долгосрочные инвестиции и применяется инвесторами. При этом, под фундаментальным (или факторным) анализом понимается метод оценки стоимости акций и других финансовых активов, основывающийся на изучении экономических, финансовых и других качественных и количественных факторов, направленный на определение их «истинной» (внутренней) стоимости, которая может отличаться от текущей рыночной цены.

Так, по мнению N. Petrusheva и I. Jordanoski, основная идея фундаментального анализа заключается в том, что в краткосрочной перспективе рыночная цена акции может не отражать ее истинную стоимость, однако в долгосрочной перспективе она стремится к исправлению, что создает условия для получения прибыли: покупая акции по ценам ниже их реальной стоимости или продавая их по ценам, превышающим их фактическую оценку [2, с. 27].

Как показывают исследования в области финансовых рынков, сторонники фундаментального анализа уверены, что рынок не всегда адекватно отражает «истинную» стоимость акций в конкретный момент времени. В связи с этим, рыночные цены могут быть искажены краткосрочными колебаниями, эмоциями инвесторов и спекуляциями, что приводит к завышению или занижению цен на активы, поэтому фундаментальный анализ таких ключевых аспектов компании, как макроэкономическая среда, конкурентные преимущества и финансовые результаты – в частности, «объем продаж, темпы роста, затраты и дивидендная политика, а также взаимосвязи между этими переменными» [3, с. 51] – помогает выявить недооцененные или переоцененные акции, что, в свою очередь, позволяет инвесторам получить более полное представление о реальной стоимости активов и разработать стратегию для достижения своих долгосрочных целей.

В качестве особенностей фундаментального анализа можно выделить:

Во-первых, комплексный подход к объекту исследования, позволяющий:

– провести анализ различных факторов, влияющих на стоимость актива, что включает в себя финансовые показатели компании-эмитента, макроэкономические условия, состояние отрасли и конкурентное окружение;

– обеспечить системный «взгляд», в рамках которого инвесторы рассматривают компанию не в изоляции, а в контексте всей экономики и рыночной среды, тем самым выявляя возможные взаимосвязи и зависимости, которые могут повлиять на потенциал компании-эмитента;

– применить и углубить интеграцию качественных (таких как управление компанией, ее репутация, инновации, конкурентные преимущества и стратегические планы) и количественных (например, финансовых показателей и коэффициентов, экономических индикаторов) данных.

Во-вторых, учет перспектив, включающий:

– анализ долгосрочных трендов, в частности изменений в экономической среде, потребительских предпочтениях и технологических инновациях;

– оценку потенциальных рисков, позволяющих предвидеть возможные негативные сценарии и выработать стратегии по их минимизации, обеспечивая более устойчивое и эффективное управление инвестициями;

– прогнозирование будущих результатов компании-эмитента, в основе которого лежит анализ текущих тенденций и потенциала выпуска новых продуктов, выхода на новые рынки или улучшения операционной эффективности, что позволяет определить ее способность адаптироваться к изменениям на рынке и использовать возможности для роста и улучшения.

В-третьих, ориентирован на долгосрочные инвестиции, поскольку позволяет выявить компании с устойчивыми конкурентными преимуществами и потенциалом для роста. Выбор финансового актива в этом контексте следует осуществлять путем:

– прогнозирования его рыночных показателей (например, цена, объем, риск) с использованием статистических и эконометрических методов. В

частности, построение уравнений зависимости рыночных показателей от различных факторов, выявленных на основе применения:

- методов временных рядов и регрессионного анализа – помогают выявить долгосрочные и краткосрочные тренды в рыночных данных, тем самым позволяя предсказать будущие движения цен;

- множественной регрессии и модели VARX – позволяют оценить влияние различных экономических и финансовых факторов на цены активов и понять, какие переменные наиболее значимы для будущих изменений;

- эконометрических методов (например, таких как модели коррекции ошибок и коинтеграции) – позволяют оценить риски и неопределенности, связанные с инвестициями, что помогает принимать более обоснованные решения;

- анализа данных и кластерного анализа (например, K – средних, иерархический кластерный анализ) – могут помочь в оптимизации инвестиционного портфеля, позволяя инвестору выявить активы, которые могут улучшить соотношение доходности и риска;

- методов машинного обучения (традиционные: Random Forest, опорных векторов, ARIMA и др.; глубокого обучения, например долгая краткосрочная память (LSTM)) – помогают выявлять аномалии и неожиданные изменения на рынке, что может сигнализировать о возможных инвестиционных возможностях или рисках; и другие;

- рыночного анализа, направленного на изучение и оценку ключевых характеристик и рыночной позиции актива. При этом к ключевым характеристикам относятся такие «показатели, как цена, потенциальная доходность (включая дивиденды, процент или прирост капитала), рыночная капитализация, объем торгов и волатильность, риски (рыночные, кредитные и операционные), а также различные коэффициенты оценки (альфа и бета-коэффициенты, коэффициенты EPS (Earnings Per Share), P/E (Price to Earnings), P/B (Price to Book), P/S (Price to Sales), PEG (Price/Earnings to Growth Ratio)» [4], DPR (Dividend Payout Ratio), и др.), которые могут не только помочь инвесторам

и аналитикам лучше понять, как актив ведет себя на рынке и какие факторы могут повлиять на его стоимость, но и указать на ликвидность актива и интерес со стороны других инвесторов. В свою очередь, анализ рыночной позиции актива фокусируется на его положении и конкурентоспособности в рамках рынка, в частности:

1) анализ доли рынка, который занимает актив по сравнению с другими аналогичными активами;

2) определение тенденций развития актива, включая изменения в спросе, предложении и потребительских предпочтениях;

3) оценка ценовой политики актива в сравнении с конкурентами, а также анализ факторов, влияющих на ценообразование;

4) изучение целевой аудитории актива и ее характеристик, а также уровня лояльности клиентов;

– финансового анализа, основанного на комплексном подходе к изучению отчетности компании-эмитента и ее финансовых показателей, позволяющего произвести:

1) оценку эффективности деятельности, в частности, анализ финансовых показателей (выручки, расходов, прибыли, рентабельности), активов и обязательств, качества управления (опыт и квалификации управленческой команды, их стратегий и решений), конкурентоспособности (SWOT-анализ, анализ положения на рынке) и других ключевых метрик, которые помогают понять, насколько успешно компания ведет свой бизнес;

2) анализ рыночной стоимости компании, который проводится путем сравнения текущей рыночной цены актива с его внутренней стоимостью, рассчитанной на основе финансовых показателей и прогнозов, в частности, коэффициент P/E (Price to Earnings), коэффициент P/B (Price to Book), дивидендная доходность, коэффициент EV/EBITDA (Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), дисконтирование денежных потоков (DCF);

3) оценку способности выполнять свои финансовые обязательства, включая анализ ее ликвидности, долговой нагрузки и других факторов, которые влияют на способность компании выполнять свои обязательства перед акционерами и кредиторами.

В-четвертых, трудоемкость, которая проявляется в нескольких ключевых моментах:

- обширный сбор данных о компании-эмитента финансового актива, а также отрасли, в которой работает компания, и экономики, в целом;
- анализ полученной информации, прогнозирование различных сценариев развития, а также интерпретация результатов требует не только знаний, опыта, значительных усилий, тщательной проработки допущений и сценариев, но и навыков критического мышления;
- постоянный мониторинг изменений на рынке, в экономике и внутри компании требует больших временных затрат и ресурсов.

В-пятых, необходимость сбора и анализа всесторонней информации для выявления и учета всех факторов, влияющих на деятельность компании-эмитента, а также для оценки ее перспектив развития. В этом контексте для комплексного анализа важно не только опираться на финансовую отчетность компании, отраслевую отчетность и макроэкономические данные с прогнозами, но и учитывать новостной фон и ожидания рынка, которые могут повлиять на компанию или отрасль. При этом, наличие актуальной информации позволяет лучше интерпретировать эти ожидания.

Основоположники при проведении фундаментального анализа рекомендуют следовать определённому алгоритму (рис. 1).

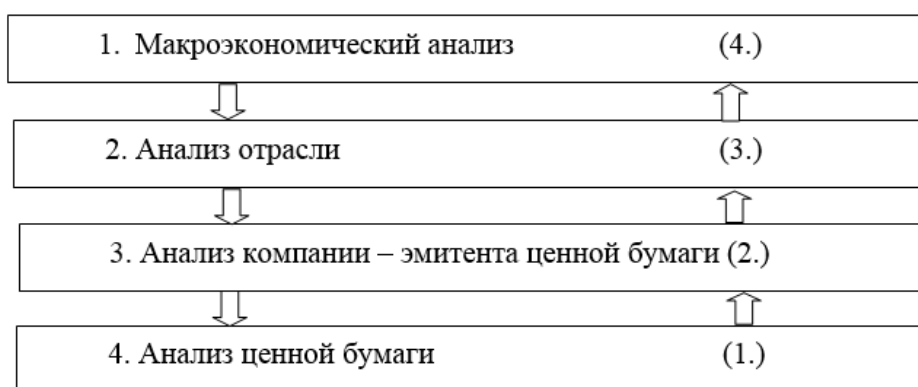


Рис. 1. Алгоритм проведения фундаментального анализа

Алгоритм включает в себя: начальный макроэкономический анализ, далее анализ отрасли, затем анализ компании – эмитента ценной бумаги и, наконец, анализ самой ценной бумаги. Однако следует отметить, что анализ также может быть выполнен в обратном порядке, начиная с оценки конкретной ценной бумаги и обратного движения к макроэкономическим факторам. Такой гибкий подход позволяет лучше понять взаимосвязи между различными уровнями анализа и адаптироваться к изменениям на рынке. Например, начиная с анализа ценной бумаги, инвестор может выявить её текущую стоимость и спрос на неё, что может подсказать о состоянии компании и её конкурентоспособности. Затем, проведя анализ компании, можно оценить её финансовые показатели, структуру бизнеса и стратегию развития. При этом, как справедливо отмечают Р.М. Комков и Ю.В. Семернина, оценка финансовой отчетности компаний является ключевым аспектом фундаментального анализа на фондовом рынке [5, с.110].

Далее стоит рассмотреть отрасль, в которой функционирует компания, чтобы понять, какие факторы влияют на её успех, включая конкуренцию, барьеры для входа и технологические изменения. Завершая анализ макроэкономическими факторами, такими как экономический рост, уровень инфляции и государственная политика, инвестор получает полное представление об условиях, в которых функционирует как конкретная компания – эмитент ценной бумаги, так и рынок в целом.

2. Необходимость и причины адаптации методов фундаментального анализа к экосистемным моделям.

В современных условиях динамика рынков обусловлена не появлением и конкуренцией продуктов и услуг, а соперничеством бизнес-моделей. Бизнес-модель отражает для своих клиентов логику создания ценности компании и обеспечения прибыльности своей деятельности [6, с. 87]. Сегодня бизнес-модели могут включать элементы подписки, платформенные решения, модели на основе данных и многие другие инновационные подходы. Например, компании, предлагающие подписочные услуги, могут обеспечить стабильный денежный поток и более глубокую связь с клиентами, в то время как платформенные модели, такие как те, что используются Uber или Airbnb, создают экосистемы, связывающие пользователей и поставщиков услуг. Так, «согласно прогнозам консалтинговой компании McKinsey, к 2025 году около 30% глобальной экономической активности, что составляет около \$60 трлн, будет осуществляться через платформенные решения и цифровые экосистемы» [6, с. 86–87].

Как мы видим, экосистемные модели бизнеса становятся все более значимыми в условиях глобализации и цифровизации, поскольку они позволяют компаниям не только оптимизировать внутренние процессы, но и строить более устойчивые и гибкие отношения с партнерами и клиентами. В рамках рассматриваемых экосистем организации могут обмениваться данными, ресурсами и опытом, что способствует ускорению инноваций и повышению общей эффективности. При этом, данное взаимодействие может быть выгодным лишь при условии эффективного сотрудничества и взаимной поддержки в достижении общих целей, тем самым позволяя его участникам более оперативно реагировать на изменения в рыночной среде и быстрее адаптироваться к потребностям клиентов.

По нашему мнению, развитие экосистемных моделей бизнеса радикально меняет подход не только к управлению ресурсами и взаимодействию с клиентами, но и к оценке компаний, в том числе компаний – эмитентов ценных бумаг. Поскольку когда компании становятся частью экосистем, традиционные метрики, такие как прибыль, выручка, рентабельность основного капитала и

другие важные показатели, становятся недостаточными для полного понимания потенциала роста и устойчивости компании и могут не полностью отражать их реальную ценность. Поэтому мы считаем, что в условиях динамично меняющегося рынка и новых подходов к созданию ценности, адаптация методов фундаментального анализа к экосистемным моделям бизнеса становится не просто необходимой, а критически важной для успешного инвестирования. Внедрение экосистемного подхода позволяет учитывать не только внутренние факторы компании – эмитента ценных бумаг, но и ее взаимодействие с другими участниками рынка, включая партнеров, поставщиков и клиентов. Как следствие, это требует переосмысления традиционных методов оценки, включая дисконтированный денежный поток или мультипликаторы, с акцентом на взаимные зависимости и синергии, возникающие в рамках экосистемы. В связи с этим, инвесторы должны учитывать, как изменения в одном элементе экосистемы могут повлиять на другие и, в конечном итоге, на общую ценность компании. Также немаловажным вопросом здесь является и то, что экосистемы могут способствовать созданию новых источников дохода и увеличению конкурентоспособности, и, как следствие, должно учитываться при оценке компаний. Таким образом, интеграция экосистемного подхода в фундаментальный анализ не только расширяет горизонты для инвесторов, но и повышает их способность принимать более обоснованные решения в условиях неопределенности и быстрого изменения рыночной среды.

Выделим ключевые причины адаптации методов фундаментального анализа к экосистемным моделям бизнеса:

– трансформация структуры рынка. Если раньше компании действовали изолированно, то сегодня они взаимодействуют друг с другом через партнерства, альянсы и кооперации, тем самым трансформируя рынки во взаимосвязанные (благодаря экосистемным моделям) «многоуровневые модульные структуры» [7, с. 101] и реализуя новые формы проявления рыночной власти [8, с. 20]. Как следствие, это требует от аналитиков учитывать не только внутренние показатели компаний, но и их взаимосвязи с другими участниками экосистемы;

– сетевые эффекты. Компании, функционирующие в экосистемах, часто получают выгоду от сетевых эффектов, когда рост числа пользователей увеличивает ценность не только продуктов и услуг компаний, но и самой экосистемы или платформы для всех [8, с. 36]. Причем дополнительные функции (например, масштабирование, увеличенная пропускная способность и повышенная скорость транзакций) могут помочь развитию, сдвигу или даже созданию новой траектории сетевых эффектов [9]. Как следствие, это может привести к значительному росту доходов и капитализации, тем самым требуя переосмысления традиционных методов оценки, основанных на линейных моделях роста;

– инновации и скорость изменений. Экосистемы способствуют ускорению инноваций, позволяя компаниям быстрее выводить новые продукты на рынок. При этом, «виральность новых продуктов и услуг создает условия для увеличения скорости масштабирования инноваций, их экспоненциального развития и обеспечения эффективного и сбалансированного развития экосистем» [10, с. 361–362]. Как следствие, это создает необходимость в оценке не только текущих финансовых показателей, но и потенциала для будущего роста, что требует использования более гибких и адаптивных методов анализа, включая фундаментальный анализ;

– кросс-отраслевые взаимодействия. В экосистемах часто участвуют компании из различных секторов, что не только «открывает огромные возможности, недоступные в рамках традиционных организационных форм хозяйствования» [11, с. 569], но и создает определенные риски. Фундаментальный анализ должен учитывать кросс-отраслевые влияния и потенциальные синергии, которые могут возникнуть в результате сотрудничества, а также риски, связанные с изменениями в разных отраслях;

– устойчивое развитие и ESG-факторы. С учетом возрастающего интереса инвесторов к экологическим, социальным и управленческим (ESG) факторам, компании, активно работающие в экосистемах и стремящиеся к устойчивому развитию, могут иметь значительное преимущество. Несмотря на то, что

«практика систематического и комплексного анализа ESG-факторов при оценке инвестиций еще находится в стадии становления» [12, с. 209], инвесторы и аналитики должны учитывать ESG-ориентированные показатели в своих оценках, что требует изменения традиционных методов анализа;

– новые источники дохода. Экосистемные модели бизнеса открывают новые источники дохода, такие как подписки, лицензирование данных и кросс-продажи, что требует от аналитиков более глубокого понимания бизнес-моделей компаний и их способности генерировать доходы из различных потоков;

– сложность оценки рисков. Взаимодействие в экосистемах создает новые риски, связанные с зависимостью от партнеров, технологическими сбоями и изменениями в регулировании. Фундаментальный анализ должен включать оценку этих рисков, что требует более сложных и многофакторных подходов.

Как мы видим, влияние экосистемных моделей бизнеса на модификацию параметров, используемых в традиционном фундаментальном анализе, проявляется в изменении понимания прибыли и выручки. Если в традиционном анализе данные показатели рассматриваются как изолированные показатели компании, то в экосистеме часть прибыли может генерироваться не непосредственно компанией, а ее партнерами. Поэтому для адекватной оценки необходимо учитывать не только распределение доходов и прибыли ее участников в рамках всей экосистемы, но и доли анализируемого участника в общей прибыли и влияние на рост экосистемы в целом.

Другим аспектом влияния является сложность в определении активов и обязательств: в экосистемах данные параметры могут распределены между разными участниками. Например, ценность базы данных может принадлежать не только одной компании, но и ее партнерам. Как следствие, традиционные балансовые отчеты могут не полностью отражать реальное финансовое положение компании в экосистеме, поэтому нужны новые методики для оценки сетевых активов и обязательств.

Также можно сказать и в отношении изменения показателей эффективности. Так традиционные показатели эффективности (ROE, ROA, и др.)

могут быть неадекватными в условиях экосистемной модели, тем самым обуславливая необходимость разработки новых метрик, которые бы помогли определить эффективность взаимодействия между участниками и синергетический эффект от совместной работы.

Кроме того, влияние внешних факторов (например, технологические изменения, регуляторные нормы, геополитическая ситуация) на экосистему в целом гораздо более значительно, чем на отдельную компанию, поэтому при проведении фундаментального анализа должны быть учтены не только указанные факторы, но и их влияние на всех участников экосистемы.

3. Адаптация методов фундаментального анализа в контексте экосистемного подхода и ее влияние на оценку компаний – эмитентов ценных бумаг.

Адаптация методов фундаментального анализа в контексте экосистемного подхода представляет собой глубокое изменение парадигмы, в основе которой лежит переход от анализа изолированных финансовых показателей компании к оценке ее взаимодействий с другими участниками рынка и влияния этих взаимодействий на ее финансовое состояние и перспективы роста. И фактически осуществляется с учетом таких принципов, как:

1) взаимозависимости. Данный принцип означает, что анализ не ограничивается финансовыми показателями отдельной компании (прибыльности, ликвидности, долговой нагрузки и т. д.), используемыми при традиционном фундаментальном анализе, а учитывает взаимосвязи с поставщиками, клиентами, конкурентами, регуляторами и другими участниками экосистемы. Изменения в одной части экосистемы могут существенно влиять на другие ее компоненты (или элементы);

2) сетевых связей – означает, что фокус смещается на анализ сетей взаимоотношений между компаниями, выявление ключевых связей и зависимостей. Сильные связи могут указывать на устойчивость, а слабые – на риски. При этом анализ включает картирование экосистемы и идентификацию ключевых игроков и их роли;

3) динамизма и эволюции. Данный принцип означает, что поскольку инфраструктура и архитектура экосистемы постоянно меняются как во времени, так и динамики взаимодействий между участниками экосистемы, то анализ должен учитывать динамические процессы (например, появление новых технологий, изменение потребительского спроса, смена регуляторных норм) и их влияние на компанию и ее положение в экосистеме;

4) учета синергетических эффектов – определяет, что поскольку эффекты, возникающие из взаимодействия различных компонентов (элементов) экосистемы, часто непредсказуемы на основе анализа отдельных элементов, поэтому фундаментальный анализ должен учитывать возникновение синергетических эффектов или, наоборот, негативных последствий, обусловленных данным взаимодействием. Например, оценка того, как партнерство с другой компанией влияет на прибыльность, эффективность и конкурентоспособность;

5) интеграции качественных данных – отражает, что в дополнение к количественным данным, адаптация методов фундаментального анализа включает использование качественных данных, например, оценка управления, описание корпоративной культуры, анализ инновационной активности и т. д.;

6) устойчивости. Данный принцип определяет то, что анализ должен оценивать устойчивость компании к внешним шокам и изменениям в экосистеме, что включает оценку диверсификации, адаптивности, резильентности и способности к инновациям;

7) стратегического развития. Данный принцип подразумевает фокус не только на краткосрочных, но и на долгосрочных финансовых целях и адаптивности компаний в условиях развития экосистемных взаимодействий, которые могут усиливать позиции компании и ее способность к адаптации;

8) комплексности – означает, что все перечисленные принципы должны быть объединены в целостную картину, которая позволяет не просто оценить текущий потенциал компании и связанные с ней риски, но и спрогнозировать их изменение во времени, учитывая взаимодействие компании с ее экосистемой.

В сущности, мы предлагаем переход от узкого фокуса на внутренние показатели компании к более широкому взгляду, учитывающему сложное взаимодействие компании со своим «ближним» окружением, которые оказывают непосредственное влияние на финансовые показатели компании, что, в конечном итоге, отражается на ее стоимости. Интеграция экосистемного подхода в фундаментальный анализ позволяет его обогатить и усовершенствовать с учетом современных экономических реалий.

Учет в фундаментальном анализе экосистемного подхода приведет к изменению таких ключевых параметров, как, во-первых, изменение рыночной доли, ценовой стратегии и уровня конкуренции, поскольку экосистемные модели создают новые условия для взаимодействия между компаниями.

Во-вторых, появление новых метрик успеха, например, количество активных пользователей, степень вовлеченности клиентов и партнеров, которые могут стать более важными, чем традиционные финансовые показатели, такие как выручка и прибыль.

В-третьих, экосистемные модели часто требуют значительных инвестиций на начальных этапах, что может повлиять на формирование краткосрочных финансовых показателей, но в то же время открывают новые возможности для роста в будущем.

В-четвертых, в экосистемах компании могут использовать синергетические эффекты, что приводит к снижению затрат и повышению эффективности, тем самым оказывая влияние на рентабельность и устойчивость бизнеса.

В-пятых, экосистемные модели могут повышать устойчивость компаний к внешним шокам, например, экономические кризисы или изменения в законодательстве, что существенно может изменить оценку риска и стоимость капитала для компаний.

4. Виды показателей экосистемного подхода, интегрируемых в фундаментальный анализ.

В связи с этим, мы считаем, что фундаментальный анализ в условиях развития экосистемных бизнес-моделей требует более комплексного подхода,

который бы учитывал не только традиционные финансовые показатели, но и показатели, учитывающие изменения в бизнес-стратегиях, взаимодействиях и ценностях компаний в условиях развития экосистем, в частности:

1) количество взаимодействий пользователей с компанией за определенный период времени – показатель, отражающий интерес к продуктам или услугам компании. К таким взаимодействиям можно отнести просмотры, комментарии, регистрация на сайте, скачивание файлов, покупки другие действия. В экосистемах, где взаимодействие с пользователями критично, этот показатель может быть более значимым, чем традиционные финансовые метрики, поскольку он позволяет глубже понять потребительские предпочтения и настроения;

2) коэффициент вовлеченности – показатель, измеряющий уровень активности и взаимодействия пользователей с компанией, ее продуктом или услугой и позволяющий оценить эффективность маркетинговых кампаний и стратегий взаимодействия с аудиторией. Примеры взаимодействий: просмотры, комментарии, время, проведенное на сайте и другие виды активности. Высокий уровень вовлеченности может указывать на лояльность клиентов и их заинтересованности в развитие бизнеса компании;

3) коэффициент конверсии – показатель, показывающий эффективность преобразования посетителей или пользователей в клиентов или совершение целевого действия, например, регистрация на сайте, подписка на рассылку информации, совершение покупки продуктов и услуг компании, тем самым измеряя успешность компании в достижении конкретных бизнес-целей;

4) коэффициент удержания клиентов – показатель, который позволяет оценить, насколько эффективно компания удерживает своих клиентов в течение определенного периода времени. Также он показывает процент клиентов, которые продолжают использовать продукт или услугу компании после первоначальной покупки. Высокий коэффициент удержания клиентов указывает на то, что компания успешно поддерживает лояльность своих клиентов, в то

время как низкий коэффициент может сигнализировать о проблемах с удовлетворенностью клиентов или конкурентоспособностью продукта;

5) доля повторных покупок (иногда называемый коэффициентом постоянных клиентов) – показатель, который демонстрирует, насколько часто клиенты возвращаются за повторными покупками, что может свидетельствовать о качестве продукта, лояльности и уровне удовлетворенности клиентов. Данный показатель тесно связан с коэффициентом удержания клиентов;

6) сетевой эффект – оценка того, как увеличение числа пользователей влияет на ценность продукта для каждого отдельного пользователя. «Сетевой эффект становится значительным после того, как достигается определенное число пользователей продукта или услуги, называемое критической массой» [13, с. 61]. Когда достигается критическая масса, каждый новый пользователь не только получает ценность от использования продукта, но и вносит свой вклад в создание дополнительной ценности для других пользователей, что может выражаться в улучшении качества услуг, расширении функционала, увеличении количества доступных ресурсов или повышении уровня взаимодействия между пользователями. Как следствие, начинает проявляться принцип возрастающей полезности: чем больше пользователей, тем выше становится общая полезность и привлекательность продукта;

7) стоимость привлечения клиента – показатель, позволяющий оценить затраты на привлечение нового клиента и сравнить их с доходами, которые этот клиент приносит;

8) индекс инновационной деятельности – показатель, который может оценивать степень внедрения инноваций и новых технологий [14] в бизнес-модель компании, что особенно важно в быстро меняющихся экосистемах. Оценка данного показателя позволяет анализировать, насколько эффективно предприятие адаптируется к новым условиям, использует современные инструменты и методологии, а также насколько активно оно развивает свои продукты и услуги. Высокий индекс инновационной деятельности свидетельствует о способности компании не только реагировать на вызовы

рынка, но и опережать их, предлагая клиентам уникальные решения и создавая конкурентные преимущества;

9) индекс цифровизации бизнеса – это метрика, которая оценивает уровень цифровой трансформации компаний и их готовность к использованию цифровых технологий в бизнес-процессах. Индекс может охватывать различные аспекты, количество которых зависит от используемых исследователями методологий, включая оценку использования цифровых инструментов (облачные технологии, искусственный интеллект, большие данные и автоматизацию), наличие и качество цифровой инфраструктуры (интернет-соединение, кибербезопасность и системы управления данными), организации взаимодействия с клиентами, включая использование онлайн-платформ, мобильных приложений и социальных медиа для улучшения клиентского сервиса, «использование организациями компьютеров, серверов, глобальных информационных сетей» и др [15, с. 3].

Рассмотренные показатели могут помочь более полно оценить эффективность и устойчивость компании – эмитента ценных бумаг в условиях развития экосистемных моделей, а также их влияния на показатели эффективности и устойчивости этих компаний, являющихся участниками экосистем.

5. Плюсы и минусы интеграции экосистемного подхода в фундаментальный анализ.

Как и любое явление, интеграция экосистемного подхода в фундаментальный анализ имеет как плюсы, так и минусы применения. К плюсам можно отнести:

– экосистемный подход предоставляет возможность глубже проанализировать компанию-эмитента ценных бумаг, рассматривая ее не только через призму внутренней организации и эффективности бизнес-процессов, но и в более широком контексте взаимодействия с различными элементами экосистемы. Фактически, данный подход смещает акцент с изолированного анализа финансовых показателей и бизнес-моделей на более широкий спектр

факторов, включая стратегические альянсы, конкурентные преимущества, а также социальные и другие аспекты, что, в свою очередь, способствует более полному пониманию инвесторами и аналитиками механизмов, влияющих на формирование стоимости активов;

- оценка экосистемных факторов может выявить устойчивость бизнеса компании – эмитента ценных бумаг к внешним шокам, таким как экономические кризисы, изменения в законодательстве или климатические катаклизмы, что в долгосрочной перспективе может привести к повышению стоимости компании и привлекательности ее ценных бумаг для инвесторов;

- понимание и оценка влияния экосистемной модели ведения бизнеса, в рамках которой осуществляет свою деятельность компания – эмитент ценных бумаг, может помочь инвесторам выявить инновационные возможности и определить уровень адаптации ее участников к изменениям в окружающей среде, что, в свою очередь, является ключевым фактором для определения компаний, способных продемонстрировать долгосрочный рост, и способствует более обоснованному принятию инвестиционных решений;

- интеграция экосистемных факторов в фундаментальный анализ может улучшить качество принимаемых решений, позволяя инвесторам учитывать более широкий спектр влияний;

- учет экосистемных аспектов способствует внедрению принципов социальной ответственности и экологической устойчивости (ESG), что становится все более важным для инвесторов.

Несмотря на наличие плюсов, инвесторы и аналитики при интеграции экосистемного подхода в фундаментальный анализ могут столкнуться с рядом недостатков, таких как:

- сложность процесса анализа, требуя дополнительных данных и методов, что может увеличить время и ресурсы, затрачиваемые на анализ;

- недостаток надежных данных о состоянии экосистем и организации взаимосвязей между ее участниками, что может затруднить анализ и сравнение

различных организаций, а также привести к определенным трудностям с интерпретацией данных;

- непредсказуемость результатов анализа, что делает прогнозирование будущих показателей более сложным и неоднозначным;

- возможность разночтений и несоответствий в оценках, поскольку отсутствуют общепринятые стандарты для интеграции экосистемного подхода в фундаментальный анализ, что повышает риск субъективизма и снижения качества оценки;

- необходимость знаний в различных областях, таких как экономика, экология, социология и другие, что может быть труднодоступно для многих аналитиков;

- риск перегрузки информацией, что может затруднить выделение наиболее важных аспектов для принятия обоснованных инвестиционных решений.

Тем не менее, выявленные недостатки не снижают актуальности и значимости интеграции экосистемного подхода в фундаментальный анализ, что, в свою очередь, способствует адаптации применяемых методов оценки бизнеса и позволяет учитывать более широкий спектр факторов, влияющих на устойчивое развитие организаций.

Вывод

В заключение отметим, что фундаментальный анализ – это глубокое погружение в специфику не только самой деятельности компании, но и факторов, которые оказывают или могут оказать существенное влияние на ее финансовое здоровье и эффективность работы на протяжении времени, тем самым позволяя оценить истинную стоимость компании. Данный метод опирается на тщательное изучение финансовых показателей, бизнес-модели, отраслевой позиции и макроэкономических факторов, чтобы определить, насколько цена акции отражает ее реальную ценность. Цель – выявить акции, торгующиеся ниже своей истинной стоимости, обеспечивая потенциально выгодные инвестиционные возможности.

Тем не менее, следует подчеркнуть, что инвесторы и аналитики, принимая решения о вложении средств в ценные бумаги компаний, функционирующих в рамках экосистемной модели бизнеса, должны учитывать экосистемный подход в процесс фундаментального анализа, что значительно повысит обоснованность их инвестиционных решений, поскольку он учитывает взаимосвязи и взаимодействия между различными участниками экосистемы, а также влияние внешних факторов на операционную деятельность и финансовые показатели компаний. В частности, «и аналитики со стороны покупателя, и брокеры со стороны продавца благодаря включению ESG-факторов в абсолютные и относительные модели оценки наряду со всеми остальными существенными факторами могут учесть предполагаемое влияние ESG и традиционных финансовых факторов на стоимость компаний путем корректировки таких показателей, как прогнозные темпы роста выручки, прогнозные операционные и капитальные затраты, ставки дисконтирования, терминальная стоимость и другие переменные [12, с. 211], тем самым добиваясь более точных и обоснованных оценок стоимости компаний, что позволяет им не только учитывать риски, связанные с экологическими и социальными факторами, но и выявлять новые возможности для роста и устойчивого развития бизнеса.

Однако, при интеграции экосистемного подхода в фундаментальный анализ инвесторы и аналитики могут столкнуться с некоторыми сложностями, например, недостатком надежных данных о состоянии экосистем, сложностью в оценке влияния взаимодействий ее участников, необходимости глубокого понимания междисциплинарных связей между экономикой и экосистемами, в которых функционируют потенциальные объекты инвестирования. Как следствие, это может привести к трудностям в интерпретации данных и создании адекватных моделей, которые учитывали бы не только традиционные финансовые показатели, но и различные аспекты деятельности компаний – эмитентов ценных бумаг. Таким образом, комплексное понимание экосистемных динамик становится ключевым элементом в формировании стратегий инвестирования и минимизации рисков на фондовом рынке.

Список литературы

1. Музалёва Т.И. Современные подходы к оценке стоимости компании / Т.И. Музалёва, К.Ю. Решетов // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. – 2022. – №10–4. – С. 173–175. – DOI 10.24412/2500-1000-2022-10-4-173-176. – EDN QZBTTF
2. Petrusheva N., Jordanoski I. Comparative analysis between the fundamental and technical analysis of stocks // Journal of Process Management and New Technologies. 2016. Vol. 4(2). P. 26–31. DOI: 10.5937/JPMNT1602026P
3. Bintara R., Tanjung P.R. S. Analysis of Fundamental Factors on Stock Return // International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences. 2019. Vol 9 (2). P. 49–64. DOI: 10.6007/IJARAFMS /v9-i2/6029
4. Putcha V., Putcha C., Hari S., Nagumalla N., Gullapalli N. and Marada N. G. Behavioral Analysis of Stock Using Selective Indicators from Fundamental Analysis / 6th International Conference on Energy, Power and Environment (ICEPE), Shillong, India, 2024. P. 1–6. DOI: 10.1109/ICEPE63236.2024.10668930.
5. Комков Р.М. Фундаментальный анализ российских компаний: оценка стоимости и перспектив для инвесторов / Р.М. Комков, Ю.В. Семернина // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2024. – Т. 1. №1. – С. 109–116. DOI: 10.36871/ek.up.p.r.2024.01.01.014. – EDN BENXMO
6. Година О.В. Экосистемы как инновационная бизнес-модель в условиях цифровой трансформации / О.В. Година, Л.С. Максименко, А.И. Титов // Вестник Северо-Кавказского федерального университета. – 2023. – №6 (99). – С. 86–94. DOI: 10.37493/2307–907X.2023.6.10 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=64012797>(дата обращения: 17.02.2025). – EDN MYHKQC

7. Якимова В.А. Прогнозные модели формирования инновационных и цифровых экосистем в приграничных регионах / В.А. Якимова // Terra Economicus. – 2024. – №22 (3). – С. 96–114. DOI: 10.18522/2073–6606–2024–22–3-96–114 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://te.sfedu.ru/evjur/data/2024/3/yakimova.pdf> (дата обращения: 24.02.2025). – EDN WVXFGM
8. Коваленко А.И. Сетевой эффект как признак доминирующего положения цифровых платформ / А.И. Коваленко // Современная конкуренция. – 2020. – №1 (77). – С. 18–37. – DOI 10.37791/1993-7598-2020-14-1-18-37. – EDN QAQKWY
9. Coolican D., Jin L. The Dynamics of Network Effects. ANDREESSEN-HOROWITZ (Dec. 13, 2018) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://a16z.com/2018/12/13/network-effects-dynamics-in-practice/> (дата обращения: 17.02.2025).
10. Брагин А.Ю. Формирование национальной экосистемы промышленного предпринимательства / А.Ю. Брагин // Инновации и инвестиции. – 2023. – №4. – С. 361–365. – EDN PLKZUF
11. Быстров А.В. Кросс-отраслевая экосистема как организационно-экономическая модель развития высокотехнологичных производств / А.В. Быстров, Т.О. Толстых, А.Г. Радайкин // Экономика и управление. – 2020. – №6 (176). – С. 564–575.
12. Камалова А.О. ESG-критерии и ESG-факторы в инвестиционной политике / А.О. Камалова, Р.А. Таибова // Бизнес. Образование. Право. – 2022. – №4 (61). – С. 208–212. DOI: 10.25683/VOLBI.2022.61.480. – EDN RMCONS
13. Косорукова И.В. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И.В. Косорукова, С.А. Секачев, М.А. Шуклина; под ред. И.В. Косоруковой. – М.: Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2016. – 904 с. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ivo.garant.ru/#/document/57303986> (дата обращения: 26.02.2025).

14. Симченко Н.А. Сетевые эффекты развития цифровых платформ в промышленности / Н.А. Симченко, С.Ю. Цёхла // Друкеровский вестник. – 2021. – №2 (40). – С. 57–66. – DOI 10.17213/2312-6469-2021-2-57-66. – EDN KEQMQS

15. Тиньков С.А. Сравнительная характеристика методик оценки уровня цифровизации бизнеса / С.А. Тиньков, Д.Ю. Шамова // Современные технологии управления. – 2023. – №2 (102) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://sovman.ru/article/10210/> (дата обращения: 24.02.2025).

Одинокова Татьяна Дмитриевна – д-р экон. наук, профессор кафедры финансов, денежного обращения и кредита, доцент, ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет», Екатеринбург, Россия.

Сохейлиния Хушанг – аспирант, ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет», Екатеринбург, Россия.
