

Чеботарёва Инга Валерьевна,
магистрант ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Ярославский филиал, г. Киров
chbinga@yandex.ru



Проблемы учета фактора риска в оценке стоимости бизнеса

Аннотация. Оценка стоимости бизнеса является эффективным инструментом, позволяющим использовать стоимостные подходы в управлении предприятием. В статье рассматриваются направления формирования эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов управленческих решений в системе финансового менеджмента на предприятия, которые должны обеспечивать качественное обоснование уровня риска с последующей оценкой стоимости бизнеса.

Ключевые слова: ставка дисконтирования, оценка стоимости бизнеса, информационное обеспечение финансового менеджмента, риск, принятие решений на основе стоимостного подхода.

Раздел: (04) экономика.

В условиях рыночных отношений при наличии конкуренции, а также возникновении непредсказуемых ситуаций, осуществление хозяйственной деятельности не возможно без учёта огромного количества всевозможных рисков. Практически все решения в предпринимательской деятельности приходится принимать в условиях неопределенности. Бизнес в зависимости от масштабов, деловой среды, сферы своей деятельности, уровня стратегии развития, а также региона функционирования, организационно-правовой формы управления и прочих факторов подвержен многим видам рисков: и политическим, и отраслевым, и инновационным. При этом на бизнес действуют не только систематические риски (макрэкономические), но и несистематические, характерные для функционирования конкретного предприятия. Необходимо не только уметь идентифицировать риски, но и оценивать их последствия для бизнеса. При этом следует использовать стоимостные подходы, поскольку эффективное управление бизнесом в современных условиях без этого не представляется возможным. Например, зарубежные компании для оценки рисков чаще всего используют показатели, которые характеризуют на сколько может сократиться собственный капитал (Capital at risk), доходы (Earning at risk) и денежные потоки (Cash flow at risk) [1].

Формирование эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов управленческих решений должно определять объемы и содержание информационных потребностей финансового менеджмента; сформировать внешние и внутренние источники информации, удовлетворяющие эти потребности; организовывать постоянный мониторинг финансового состояния предприятия и конъюнктуры финансового рынка. Без этой информации не возможно применение ни одного из методов оценки стоимости бизнеса, следовательно, и формирование стоимостных подходов в управлении предприятием. В целях данной статьи большее внимание будет уделено системе показателей информационного обеспечения финансового менеджмента, формируемых из внешних источников информации, и в частности финансово-кредитного сектора экономики.

Преобладающее большинство ученых и практиков, занимающихся обоснованием эффективности методов оценки стоимости бизнеса, сходятся во мнении, что сто-

имость бизнеса, основанная на оценке стоимости собственного капитала, должна определяться исходя из альтернативной стоимости средств, или доходности, которую могут получить владельцы капитала в случае продажи бизнеса с последующим инвестированием в лучшую из доступных альтернатив. При определении стоимости бизнеса необходимо учитывать присущий ему финансовый риск, под которым понимается изменчивость доходности вложений по отношению к её ожидаемой величине [2, с.191]. При сравнительном подходе если оцениваемый бизнес и объекты аналогии имеют примерно схожий уровень финансового риска, то стоимость собственного капитала оцениваемого бизнеса может быть принята равной доходности собственного капитала объекта аналога:

$$\begin{cases} FRL_b = FRL_a \\ Ve_b = Re_a \end{cases}, \quad (1)$$

где FRL_b – уровень финансового риска бизнеса – объекта оценки;

FRL_a – уровень финансового риска объекта – аналога;

Ve_b – стоимость собственного капитала бизнеса – объекта оценки;

Re_a – доходность собственного капитала объекта аналога.

При использовании сравнительного подхода в случае если объект оценки и объект аналог отличаются друг от друга по уровню финансового риска, то для определения стоимости собственного капитала объекта оценки необходимо скорректировать доходность собственного капитала на величину, отражающую различие в уровне финансового риска бизнеса:

$$\begin{cases} FRL_b > (<) FRL_a \\ Ve_b = Re_a + (-)RA \end{cases}, \quad (2)$$

где RA – дисконт, учитывающий различие в уровне финансовых рисков бизнеса.

Проблеме обоснования стоимости собственного капитала посвящены труды многих отечественных и зарубежных ученых, таких как И. А. Бланк, А. Дамодаран, Д. С. Львов, Дж. Р. Хитчнер, У. Шарп и др. [3, 4, 5, 6, 7]. Ими предложены различные подходы к определению стоимости собственного капитала Re_a .

Рассмотрим наиболее часто используемые в практической деятельности оценочной деятельности.

Модель дисконтирования дивидендов (model the dividend discount) используется, когда существует реальная возможность определить поток будущих дивидендных выплат. Тогда стоимость собственного капитала находится методом итераций из формулы:

$$Pe_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + Re_a)^t}, \quad (3)$$

где Pe_0 – объем собственного капитала, оцениваемого бизнеса в момент оценки бизнеса $t \approx 0$;

t – период оценки;

n – количество периодов расчета;

Dt – величина дивидендов на единицу собственного капитала, выплата которых ожидается в конце периода t .

Метод кумулятивного построения (build-up method) основан на использовании формулы:

$$Re_a = Rf + \sum_{i=1}^n IRi, \quad (4)$$

где Re_a – безрисковая ставка доходности;

i – номер учитываемого фактора риска, присущего бизнесу;

n – количество учитываемых факторов риска;

IRi – надбавка за риск, обусловленная действием фактора i .

При этом под безрисковой ставкой понимают ставку, отражающую доходность вложения не связанных с риском, доходность таких вложений известна заранее и вероятность неполучения которой минимальна [8, с. 205].

Сегодня не оспаривается мнение, что в настоящее время говорить о наличии в стране бизнеса с нулевым риском не приходится, и вообще не представляется возможным. Однако в качестве безрисковой ставки принято рассматривать ставку доходности по государственным ценным бумагам (рублевым облигациям) с соответствующим по периоду оценки сроком погашения. При этом количество факторов риска и соответствующая величина поправок определяется, как правило, методом экспертных оценок.

Кумулятивный метод имеет как достоинства, так и недостатки. Главные недостатки – субъективность оценок по поводу различных рисков конкретного объекта оценки и размытость учета прочих рисков. Однако преимуществами по сравнению с некоторыми другими методами прежде всего относится детальный учет основных факторов риска, связанных с конкретным объектом оценки. И, наконец, данный метод применим в странах со слабо развитым фондовым рынком, где сложно отыскать акции многих открытых акционерных обществ, которые попросту никогда и не собирались проходить листинги.

Ценовая модель рынка капитала (capital-asset-pricing model – CAPM) применяется для определения стоимости обыкновенных акций открытых акционерных обществ, ценные бумаги которых в течение продолжительного времени торгуются на фондовой бирже. Модель конечно же предполагает определенные допущения: инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги, хорошо информированы; операционные издержки инвесторов минимальны; ограничения на инвестиции можно пренебречь; ни один из инвесторов не располагает средствами достаточными, для того чтобы повлиять на рыночную цену акций [2, с. 202, 7, с. 429, 9]. Согласно модели стоимость обыкновенных акций предприятия в рассматриваемом периоде ($Rcsi$) определяется по формуле:

$$Rcsi = Rf + (\overline{Rm} - Rf) \beta_i + S_1 + S_2 + C, \quad (5)$$

где \overline{Rm} – ожидаемая доходность рыночного портфеля в оцениваемом периоде;

β_i – коэффициент «бета» обыкновенных акций предприятия в данном периоде;

S_1 – дополнительная норма доходности за риск инвестирования в конкретную компанию несистематические риски;

S_2 – дополнительная норма за риск инвестирования в малое предприятие;

C – дополнительная норма доходности, учитывающая страновой риск

Ожидаемая доходность рыночного портфеля определяется методом экспертных оценок, при этом конечно же, осуществляется прогноз доходности не всего рыночного портфеля, а его представителя, в качестве которого, например в России

следует использовать один из индексов Московской биржи (например, один из отраслевых индексов).

Коэффициент β «бета» характеризует рискованность ценной бумаги. Он отражает чувствительность её доходности к изменениям доходности фондового индекса. Чем выше значение коэффициента «бета», тем выше уровень финансового риска, связанный с инвестированием в данный бизнес (ценную бумагу), а также требуемая инвесторами доходность. Для расчета коэффициента «бета» используют следующую формулу [3, с. 130]:

$$\beta = \frac{K \times G_{cs}}{G_i}, \quad (6)$$

где K – степень корреляции между уровнем доходности обыкновенных акций предприятия и средним уровнем доходности фондового индекса в рассматриваемом периоде;

G_{cs} – среднее квадратическое отклонение доходности обыкновенных акций предприятия в рассматриваемом периоде;

G_i – среднее квадратическое отклонение доходности фондового индекса в рассматриваемом периоде.

В условиях, когда для расчета коэффициента «бета» не хватает статистических данных, можно воспользоваться среднеотраслевыми значениями, или воспользоваться приближенным подходом, предложенным М. А. Лимитовским, основанным на выявлении факторов финансового риска и экспертной оценки степени их проявления в рассматриваемом периоде [10, с. 156].

Представим расчет коэффициента «бета» на примере ОАО Коммерческий центр «Вятский», предприятие, акционерный капитал которого сосредоточен в руках одного акционера и акции которого не представлены на бирже, соответственно последний из методов, для которого является более подходящим.

ОАО Коммерческий центр «Вятский» – компания, расположенная в городе Кирове, является крупнейшей продовольственной базой региона и владельцем торговой сети продовольственных магазинов формата «у дома».

Таблица 1

Определение коэффициента β собственного капитала (обыкновенных акций) предприятия

Фактор финансового риска	Всего	Степень финансового риска								
		Низкая (1)			Средняя (2)			Высокая (3)		
		Класс финансового риска								
		1.1.	1.2.	1.3.	2.1.	2.2.	2.3.	3.1.	3.2.	3.3.
Соответствующее значение β		0,0 0	0,2 5	0,5 0	0,7 5	1,0 0	1,2 5	2,5 0	1,7 5	2,0 0
Общэкономические факторы:										
– социально–политические										+
– внутриэкономические								+		
– внешнеэкономические					+					
Отраслевые факторы:										
– циклический характер				+						
– стадии развития					+					
– конкуренция								+		
– регулирование									+	
– препятствия вхождения на рынок						+				
Факторы риска на уровне предприятия:										
– ликвидность			+							
– стабильность дохода				+						

– финансовый рычаг				+						
– операционный рычаг							+			
– доля на рынке					+					
– диверсификация клиентуры						+				
– диверсификация продукции								+		
– диверсификация по территории						+				
– технологический уровень				+						
Риск несогласованности интересов:										
– возможность проведения политики в ущерб интересам держателей ценных бумаг предприятия			+							
Итог число наблюдений	18		2	4	3	3	1	3	1	1
Расчет средневзвешенного β	20	0,0 0	0,5 0	2,0 0	2,2 5	3,0 0	1,0 0	7,5 0	1,7 5	2,0 0
Итоговый $\beta = 20/18 = 1,11$										

Таким образом, коэффициент «бета» рассматриваемого предприятия 1,11 свидетельствует о приемлемом уровне финансового риска, практически соответствующему уровню риска рыночного портфеля.

Существуют различные методы оценки рисков, которые основаны на моделях экстраполяции ретроспективных данных, статистических показателях по компаниям-аналогам. Такие модели позволяют прогнозировать будущие значения факторов риска, однако реализация их доступна лишь крупным компаниям или специализированным финансовым организациям.

Для определения величины RA многие специалисты рекомендуют использовать методы экспертных оценок к достоинствам которого относится прежде всего универсальность и удобство для менеджмента предприятия. Вместе с тем, он обладает рядом недостатков поскольку мнения экспертов часто субъективны, сложен сам выбор участников оценки, обладающих необходимой квалификацией, что несомненно в конечном итоге сказывается на достоверности результатов.

Предложенный кандидатом экономических наук, доцентом Нижегородского государственного педагогического университета Я. С. Поташниковым метод оценки кредитными учреждениями (не менее трех) уровня финансового риска, относительно рискованности проектов [11]. Метод, в силу своей универсальности, может быть применим и для оценки бизнеса, в случае формирования банками базы по предоставлению бизнесу кредитных ресурсов. Метод основан на расчете средних эффективных годовых процентных ставок для оцениваемого объекта и альтернативных объектов в нашем случае объектов – аналогов. Далее определяется разность между средними эффективными годовыми процентными ставками.

Таблица 2

Определение уровня дисконта RA

Банк	Величина ЭГПС, %		RA, %
	ОАО КЦ «Вятский»	Стандартные условия	
ОАО КБ «Хлынов»	21,00	18,00	3,00
ОАО АКБ «Вятка-банк»	21,50	18,50	3,00
ЗАО «Первый Дортрансбанк»	24,00	17,80	6,20
ОАО «УБРиР» в г. Кирове	21,00	19,00	2,00
ОАО Сбербанк России в г. Кирове	22,00	18,70	3,30
ОАО «РоссельхозБанк» в г. Кирове	20,00	17,50	2,50
ЗАО «ВТБ 24» в г. Кирове	21,50	19,20	2,30
В среднем	21,57	18,39	3,18

Для оценки величины ЭГПС, рассматривались предложения коммерческих банков города Кирова готовые предоставить предприятию кредит под залог недвижимого имущества в сравнении со стандартными условиями на ноябрь 2014 года.

Исходя из данных табл. 2, для ОАО Коммерческий центр «Вятский» можно определить, что ассоциируемый его деятельности уровень финансового риска ($RA = 3,18\%$). И если доходность собственного капитала предприятия на период исследования составляла $26,24\%$, то стоимость собственного капитала будет равна:

$$Ve_b = Re_a + RA = 26,24\% + 3,18\% = 29,42\%.$$

Таким образом, для менеджмента ОАО Коммерческий центр «Вятский» в определении уровня финансового риска (RA) и его использования в расчетах по оценке стоимости бизнеса, следует обратить внимание на формирование базы данных по существующим условиям предоставления кредитных ресурсов коммерческими банками. Кроме того, можно считать данный метод определения уровня риска вполне соответствующим требованиям рыночного подхода оценки бизнеса, что в свою очередь гарантирует более полное формирование информации для принятия управленческих решений. Финансовый менеджмент предприятия нацеленный на управление стоимостью бизнеса также будет заинтересован в более полном понимании сопутствующих его деятельности рисков, и сможет сравнивать более объективно предложенную экспертную оценку риска, порой субъективную, и реально сложившийся его уровень на рынке. Конечно, возможна и обратная ситуация, когда оценка уровня риска будет либо совпадать, либо иметь другое соотношение. В любом случае, уровень риска, и грамотная его оценка покажет увеличение стоимости собственного капитала бизнеса.

Предложенный подход показывает, насколько использование методов оценки стоимости бизнеса предопределяет не только необходимость формирования эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов управленческих решений в системе финансового менеджмента на предприятии, сколько дает в очередной раз понимание целесообразности принятия решений на основе стоимостного подхода.

Ссылки на источники

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление / пер. с англ. – 2-е изд., стер. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2004. – 576 с.
2. Ван Хорн Д., Вахович Дж. Основы Финансового менеджмента / пер. с англ. – 12-е изд. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2006, 1232 с.
3. Бланк И. А. Управление финансовыми рисками. – Киев: Ника-Центр, 2005. – 600 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
5. Львов Д. С. и др. Оценка стоимости недвижимости. – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 704 с.
6. Хитчнер Дж. Р. Премии и скидки при оценке стоимости бизнеса: (Финансовое оценивание. Области применения и модели) пер. с англ. / науч. ред. В. М. Рутгайзер. – М.: Омега-Л: Маросейка, 2008. – 172 с.
7. Sharpe W. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk // Journal of Finance. – 1964. – № 19. – P. 425–442.
8. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 1008 с.
9. Виленский П. Л., Лившиц В. Н., Смоляк С. А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика: учеб. пособие. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Дело, 2008 – 888 с.
10. Лимитовский М. А. Инвестиции на развивающихся рынках. – М.: ИКК «ДеКа», 2002. – 641 с.
11. Поташник Я. С. Оценка стоимости капитала предприятия с учетом фактора финансового риска инвестиционного проекта // Актуальные проблемы экономики и права. – 2014. – № 3(31). – С. 90–94.

Inga Chebotareva,

undergraduate, Financial University under the Government of the Russian Federation, Yaroslavl branch, Kirov chbinga@yandex.ru

Problems of risk factor analysis in the assessment of business value

Abstract. The Valuation of a business is an effective tool allowing to use the cost approach in the management of the company. The article considers the ways of formation of effective information systems that provide the rationale for the alternative management decisions in the system of financial management in enterprises that should provide a good rationale for the level of risk and the subsequent evaluation of business value.

Key words: discount rate, the valuation of a business, information management, financial management, risk, decision making based on cost approach.

References:

1. Kouplend, T., Koller, T. & Murrin, D. (2004) *Stoimost' kompanij: ocenka i upravlenie / per. s angl.*, 2-e izd., ster., ZAO "Olimp – Biznes", Moscow, 576 p. (in Russian).
2. Van Horn, D. & Vahovich, Dzh. (2006) *Osnovy Finansovogo menedzhmenta / per. s angl.*, 12-e izd., OOO "I.D. Vil'jams", Moscow, 1232 p. (in Russian).
3. Blank, I. A. (2005) *Upravlenie finansovymi riskami*, Nika-Centr, Kiev, 600 p. (in Russian).
4. Damodaran, A. (2004) *Investicionnaja ocenka. Instrumenty i tehnika ocenki lju-byh aktivov / per. s angl.*, Al'pina Biznes Buks, Moscow, 1342 p. (in Russian).
5. L'vov, D. S. et al. (2003) *Ocenka stoimosti nedvizhimosti*, INTERREKLAMA, Moscow, 704 p.
6. Hitchner, Dzh. R. & Rutgajzer, V. M. (ed.) (2008) *Premii i skidki pri ocenke stoimosti biznesa: (Finansovoe ocenivanie. Oblasti primenenija i modeli) per. s angl.*, Omega, Moscow; Marosejka, Lenin-grad, 172 p. (in Russian).
7. Sharpe, W. (1964) "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, № 19, pp. 425–442 (in Russian).
8. Brejli, R. & Majers, S. (2008) *Principy korporativnyh finansovo / per. s angl.* N. Baryshnikovoj, ZAO "Olimp-Biznes", Moscow, 1008 p. (in Russian).
9. Vilenskij, P. L., Livshic, V. N. & Smoljak, S. A. (2008) *Ocenka jeffektivnosti investicionnyh proektov. Teorija i praktika: ucheb. posobie, 2-e izd., pererab. i dop.*, Delo, Moscow, 888 p. (in Russian).
10. Limitovskij, M. A. (2002) *Investicii na razvivajushhihsja rynkah*, IKK "De-Ka", Moscow, 641 p. (in Russian).
11. Potashnik, Ja. S. (2014) "Ocenka stoimosti kapitala predpriyatija s uchetom faktora finansovogo riska investicionnogo proekta", *Aktual'nye problemy jekonomiki i prava*, № 3(31), pp. 90–94 (in Russian).

Рекомендовано к публикации:

Горевым П. М., кандидатом педагогических наук,
 главным редактором журнала «Концепт»;
 Караниной Е. В., доктором экономических наук



Поступила в редакцию <i>Received</i>	16.02.2015	Получена положительная рецензия <i>Received a positive review</i>	18.02.2015
Принята к публикации <i>Accepted for publication</i>	18.02.2015	Опубликована <i>Published</i>	03.04.2015

www.e-koncept.ru

© Концепт, научно-методический электронный журнал, 2015

© Чеботарёва И. В., 2015