

ФАКТОРЫ СПЕЦИФИЧЕСКИХ РИСКОВ КОМПАНИЙ: СТРУКТУРА, КЛАССИФИКАЦИЯ, МЕТОДЫ ОЦЕНКИ

FACTORS OF SPECIFIC RISKS OF COMPANIES: STRUCTURE, CLASSIFICATION, METHODS OF EVALUATION

G. Barinov

Summary. In the article such factors of specific risks of the company as structure, classification and methods of an assessment are studied. Assessment of the degree of influence on specific risks of the company is based on the rating approach, taking into account the selected important factors. For the selection of indicators of specific risks, a set of financial indicators (reports) is used, which allows for a comprehensive analysis of the company's activities (for example, the methodological development of the CFA Institute): final indicators ("performance indicators"), liquidity ("liquidity ratios"), profitability ("profitability ratios"), asset valuation ("valuation ratios").

Keywords: structure, classification, methods of assessment, risks of companies.

Баринов Георгий Олегович

Аспирант, Финансовый Университет при
Правительстве РФ
Mr-Brownstone@yandex.ru

Аннотация. В статье изучаются такие факторы специфических рисков компании, как структура, классификация и методы оценки. Оценка степени влияния по конкретным рискам компании производится на основе рейтинга подхода с учетом выбранных важных факторов. Для отбора показателей конкретных рисков используется набор финансовых показателей (отчетов), позволяющий проводить комплексный анализ деятельности компании (например, методологическая разработка Института CFA): итоговые показатели («показатели деятельности»), ликвидность («коэффициенты ликвидности»), рентабельность («коэффициенты рентабельности»), оценка активов («оценочные коэффициенты»).

Ключевые слова: структура, классификация, методы оценки, риски компаний.

Оценка бизнеса компании и ее элементов — это процесс комплексного анализа и прогнозирования деятельности компании [4]. В процессе оценки аналитик опирается на свое профессиональное мнение, основанное на своем личном опыте (например, при выборе экономических предпосылок финансовой модели или при выборе сценариев развития бизнеса с учетом прогноза деятельности компании и вероятности их возникновения), а также на более объективные, признанные в научном сообществе, эмпирически подтвержденные подходы к оценке стоимости компании или ее отдельных показателей [1].

Оценка рисков компании — государственного и частного — также основана на использовании объективных и субъективных методов, основанных на профессиональной склонности аналитика. В частности, оба подхода применяются при оценке рисков, так называемых уникальным или необычным и соответствующим вознаграждением для конкретной компании [15].

Термин «особые риски компании» (или инвестиционные) относится только к бессистемным рискам, присущим компании. Они являются неотъемлемой частью общих инвестиционных рисков компании, включающих в себя несистемные и системные риски. Таким образом, Г. Рейли описывает специфические риски, связан-

ные с характером компании и полученные в сравнении с аналогами [2]. В свою очередь, «премия за риск компании» — это количественная оценка конкретных рисков, которая впоследствии будет влиять на необходимую норму рентабельности капитала.

Большинство существующих методов оценки рисков, обсуждаемых в сложившейся практике, основанные на профессиональном мнении аналитиков (например, методы Deloitte & Touche, Ibbotson Associates (Morningstar), Duff & Phelps). Профессиональное мнение, безусловно, должно основываться на понимании аналитика отрасли оцениваемой компании, а также тенденций рынка и тенденций ее развития. И это особенно сложно в случае оценки закрытой компании, особенно на рынке капитала, когда публичных данных о компании недостаточно. Этот интуитивный способ оценки очень субъективен, но часто — единственно возможный без других эмпирических данных или методов оценки.

В связи с вышеизложенным, некоторые ученые считают, что такие методы оценки могут дать неадекватное значение, поэтому рекомендуют совершенно не учитывать этот факт.

Однако большинство ученых в области финансовой экономики, в том числе Г. Тругман, П. Блэк и Р. Грин,

В.Д. Миллер и т.д. [3; 6; 7], оценку конкретных рисков по-прежнему считают необходимым, так как она позволит определить размер рентабельности с учетом всех рисков собственного капитала компании.

Последние исследования американских ученых С. Батлер и К. Пинкертон обнаружил возможность объективной оценки уникальных рисков компаний на основе эмпирического исследования рынков капитала. Однако необходимы дальнейшие углубленные исследования на различных рынках капитала [10].

Определение основных факторов специфических рисков компаний, которые формируют для них стоимость премии, позволит в дальнейшем разработать более объективный подход к его оценке на рынках капитала. Это позволит получить более адекватную оценку необходимой нормы рентабельности собственного капитала с учетом всего комплекса рисков, которые впоследствии оцениваются компанией.

Особые риски компании, а также требуемая норма прибыли от общего капитала, формируются в результате воздействия различных источников или факторов, подразделяются как на внешние, так и на внутренние (рыночные и нерыночные) риски.

Внешними факторами риска являются люди, которыми владельцы оцененной компании не могут контролировать и управлять. Источниками такого риска являются, например, макроэкономические условия, инвестиционный климат в экономике или отрасли компании, доступность средств и капитала для финансирования деятельности компаний или отраслей и других условий окружающей среды [11].

В свою очередь, внутренние факторы риска — это факторы, которые владельцы компании могут управлять полностью или частично. Такие источники риска включают: финансовую устойчивость, бизнес-активность, стабильность доходов и операций и т.д. [12].

Они могут быть измерены на основе соответствующих финансовых показателей. Кроме того, наиболее важными внутренними факторами являются качество и прозрачность управления компанией (предоставление полной и открытой информации о компании). Последнее является основой для принятия адекватных оперативных и стратегических решений в качестве руководства и владельцев бизнеса компании и потенциальных инвесторов.

Современные классификации, разработанные учеными развитых экономик, на самом деле характеризуют совокупность факторов риска компаний. Однако они ох-

ватывают внешние и внутренние факторы. В связи с этим исследователи могут не понимать характер конкретных рисков, поскольку внешние факторы не являются прямыми драйверами несистемных рисков компаний, а системными. Однако ученые из развитых стран отметили, что операционная среда компании по-прежнему опосредована конкретными рисками, поэтому необходимо учитывать и внешние факторы.

Анализ существующих классификаций, разработанных на основе развитых рынков, определит направления изучения источников этих рисков на развивающихся рынках капитала. Систематизация факторов риска и выбор соответствующих показателей в будущем позволяют определить важные показатели, которые косвенно характеризуют уровень конкретных рисков для компаний на развивающихся рынках [13].

Наиболее известные классификации современной финансовой литературы Г. Тругман, П. Блэк Р. Грин и В. Д. были исследованы вместе с Миллером [6, 7]. Все эти классификации включают в себя три источника конкретных рисков для компании: макроэкономическая среда (внешние факторы), промышленная среда (полностью или частично внешние факторы) и внутренняя среда (внутренние факторы). Мы кратко предлагаем рассмотреть эти классы.

Исследователь Г.Р. Тругман разработал два типа классификации специфических факторов риска на основе финансовых (количественных) и нефинансовых (качественных) факторов. Первый и второй тип — внешние среды (экономические, юридические, технологические, промышленные и т.д. и внутренние факторы (операционные, финансовые риски и т.д.).

Несмотря на выбор классификации, по мнению Тругмана, при оценке премии за конкретные риски компании, аналитик по своему усмотрению должен выбирать наиболее важные факторы для организации. Затем ему нужно установить процентную ставку для каждого выбранного фактора и объединить полученную стоимость для всех факторов риска по ставке прибыли капитала [5].

В 1990-х годах Национальная ассоциация сертифицированных аналитиков (NACVA) была основана в США. Ученые П. Блэк и Р. Грин представили классификацию факторов риска в следующих шести категориях:

- 1) конкуренция;
- 2) финансовое положение;
- 3) мощность и глубина управления;
- 4) рентабельность и стабильность доходов;
- 5) национальные экономические последствия;
- 6) местные экономические последствия.

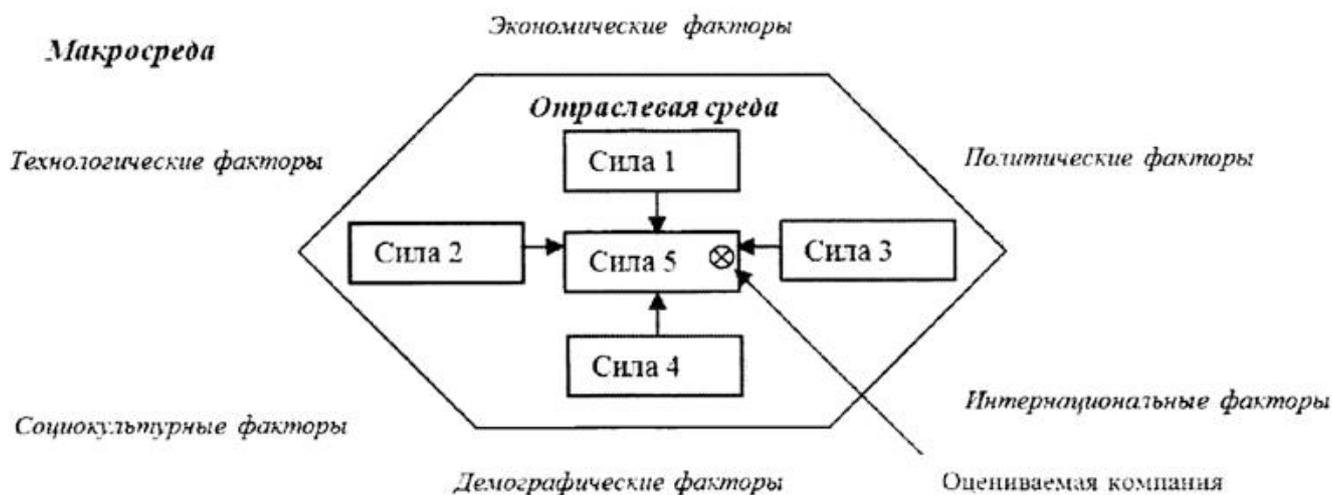


Рис. 1. Анализ специфического риска В. Д. Миллера в рамках SWOT-анализа М. Е. Портера

П. Блэк и Р. Грин, как и Тругман, предлагают определить наиболее важные факторы конкретных рисков в соответствии с шестью категориями, представленными на основе собственного профессионального мнения оцененной компании. Таким образом, общая сумма вознаграждения за конкретные риски компаний также основана на субъективных оценках анализа, которые не подтверждаются какими-либо эмпирическими данными [8].

Классификация факторов рисков В. Д. Миллера

Исследователь В. Д. Миллер предложил структуру, созданную в анализе конкурентных преимуществ и стратегических оценок компании для оценки премии по конкретным рискам. В. Д. Миллер в течение нескольких лет проанализировал возможные факторы риска, присущие компании, и в результате предложил классифицировать их по четырем категориям, которые рассматриваются с точки зрения анализа сильных и слабых сторон организации, а также потенциальных возможностей и угроз (SWOT-анализ) (рис. 1).

Указанные категории, непосредственно связанные с факторами SWOT-анализа, были разработаны модели SWOT-анализа М. Е. Портером [9, 8] основанные на стратегическом планировании и анализе деятельности.

Аналогично представленным выше классификациям В. Д. Миллер предлагает как внешние факторы, так и внутренние специфические риски компании. При этом основной особенностью анализа факторов риска является использование SWOT-анализа.

Согласование выбора факторов на рынке «5 сил Портера» (отрасли), влияющих на деятельность и компании (рис. 1.2.):

1. Общие положения риск возникновения новых конкурентов на рынке;
2. Уровень покупательной способности поставщиков;
3. Уровень покупательной способности потребителей;
4. Риск возникновения субститутов (заменителей) продукции / услуг на рынке (цена компании);
5. Уровень конкуренции на рынке.

Предлагаемый В. Д. Миллером подход показывает, как на деятельность компании и уровень рисков влияют внешние и внутренние факторы, и отражает характер возникновения рисков компании. Однако, в случае количественной оценки конкретных рисков компании по теории В. Д. Миллера при выборе факторов соответствия аналитик должен исходить из своего профессионального суждения. Поэтому здесь оценка вознаграждения за конкретные риски будет субъективной.

В результате анализа предложенных классификаций факторов специфических рисков компании, можно сделать заключение, что они охватывают одинаковые категории факторов — макроэкономические, промышленные и внутрифирменные. Поскольку все три категории представляют собой полную совокупность факторов риска на рынках капитала, можно предположить, что такие классификации применяются не только к развитым, но и к развивающимся рынкам. В случае оценки премии за конкретные риски компаний на развивающихся рынках, различия могут быть только в выборе основных факторов риска. Од-



Рис. 2. Структура обобщенных факторов основных специфических рисков компаний и потенциальных показателей (индикаторов компании)
Источник: составлено автором

нако в будущем это заявление требует эмпирического подтверждения.

Таким образом, согласно подходам ученых Тругмана, П. Блека и Р. Грина, В. Д. Миллера, оценка степени влияния по конкретным рискам компании производится на основе рейтинга подхода с учетом выбранных важных факторов.

Понимание этих факторов является основным элементом не только субъективной оценки вознаграждения за конкретные риски, но и решения задач аналитика при разработке механизмов воздействия. Для объективной оценки (количественной) вознаграждения за конкретные риски компаний, а также определения ключевых показателей деятельности, которые могут отражать уровень какого-либо фактора в анализируемом периоде. При этом данные расчеты должны осуществляться на основе статистических данных.

Исследование индикаторов риска показателей можно условно назвать «индикаторами с особыми рисками», например такие, как [14]:

- ◆ факторы риска в сфере финансовой стабильности компании;
- ◆ процентная ставка и низкоэффективный финансовый рычаг;
- ◆ операционная устойчивость бизнеса-рост прибыли;
- ◆ волатильность прибыли;
- ◆ рентабельность инвестиций, операционной маржи и т.д.

Для отбора показателей конкретных рисков следует использовать стандартный набор финансовых показателей (отчетов), позволяющий проводить комплексный анализ деятельности компании (например, методологическая разработка Института CFA). При этом данные показатели косвенно отражают качество управления компанией, управляющей операционным (краткосрочным), стратегическим (долгосрочным) бизнесом. К ним относятся показатели:

- ◆ итоговые показатели («показатели деятельности») — анализ соответствующих коэффициентов позволяет сделать вывод об эффективности управления текущей операционной деятельно-

стью, в том числе запасы, дебиторская и кредиторская задолженность и т.д.;

- ◆ ликвидность («коэффициенты ликвидности») — отчет позволяет оценить способность компании выполнять свои обязательства в краткосрочной перспективе — помогает определить способность предприятия выполнять долгосрочные обязательства перед кредиторами;
- ◆ рентабельность («коэффициенты рентабельности») — отражает способность компании генерировать прибыль при использовании имеющихся ресурсов;
- ◆ оценка активов («оценочные коэффициенты») — анализ показателей позволяет оценить инвестиционную привлекательность актива для инвесторов.

На рис. 2 на основе анализа классификации исследуемых факторов риска представлена сформированная автором структура обобщенных факторов основных специфических рисков компаний и потенциальных показателей (индикаторов компании).

Эта структура включает в себя полный набор потенциальных драйверов специфических рисков макроэкономических, промышленных и внутрифирменных компаний.

Таким образом, эмпирическое исследование возможных показателей риска, характерных для компаний развивающихся рынков, позволит выработать пути дальнейшей объективной оценки вознаграждения за эти риски с учетом уникального характера компании.

ЛИТЕРАТУРА

1. Flynn, J., Slovic, P., Mertz, C.K., Carlisle, C., 1999. Public support for earthquake risk mitigation in Portland, Oregon. *Risk Anal.* 2, 205e216. Gimenez, R., Labaka, L., Hernantes, J., 2017. A maturity model for the involvement of stakeholders in the city resilience building process. *Technol. Forecast. Soc. Chang.* 121, 7–16. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2016.08.001>.
2. Reilly R. Business Appraiser Considerations to Measure the Company-Specific Risk Premium. *Business Appraisal Practice*, Spring 2007.
3. Brealey R.A., Myers S. C., Allen F. Principles of Corporate Finance. 9th ed. McGraw-Hill, 2007, 1043 p.
4. Delaware Open MRI Radiology Associates v. Kessler et al., Court of Chancery of the State of Delaware Model. Available at: <http://www.cbh.com/guide/pass-through-entity-tax-affecting-for-business-valuations/>.
5. Helfenstein S. Revisiting Total Beta. *Business Valuation Review*, 2009, vol. 28, 23 p.
6. Trugman G. R. Understanding Business Valuation: A Practical Guide to Valuing Small To Medium-Sized Businesses. 2nd ed. New York, American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 2002, 1146 p.
7. Miller W. D. Assessing Unsystematic Risk: Part I, II, III. *CPA Expert*, 1999, vol. 5, no. 3, 2000, vol. 6, no. 1, 2001, vol. 6, no. 3.
8. Porter M. E. The Five Competitive Forces that Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 2008, vol. 86, no. 1, pp. 78–93.
9. Porter M. E. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York, Free Press, 1998, 397 p.
10. Butler P., Pinkerton K. Company-Specific Risk — A Different Paradigm: A New Benchmark. *Business Valuation Review*, 2006, no. 25, pp. 22–28.
11. Butler P., Pinkerton K. Company-Specific Risk: The Dow 30 v. Private Company USA. *The Value Examiner*, 2007. September/October, pp. 12–15.
12. Butler P., Pinkerton K. Quantifying Company-Specific Risk: The Authors Answer to Your Questions. *Business Valuation Update*, 2007, May, pp. 9–14.
13. Butler P., Pinkerton K. Quantifying Company-Specific Risk: A New, Empirical Framework with Practical Applications. *Business Valuation Update*, 2007, vol. 13, no. 2. Available at: <http://wenku.baidu.com/view/674a0e42be1e650e52ea994f>.
14. CFA Institute. CFA Program Curriculum. Financial Reporting and Analysis. Level 1, vol. 3, Wiley, 2013.
15. Damodaran A. *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*. New York, FT/Prentice-Hall, 2009, 600 p.
16. Damodaran A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, 2012, 992 p.
17. Non-Financial Risks Are Real for Technology Firms: Survey. — URL: <https://www.insurancejournal.com/news/national/2012/10/18/266876.htm>.
18. Rethinking risk management. Banks focus on non-financial risks and accountability. — EYGM Limited, NY, 2015.

© Баринов Георгий Олегович (Mr-Brownstone@yandex.ru).

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»