

*О. И. Болкунова<sup>1\*</sup>*

## **Особенности учёта специфических рисков в оценке стоимости бизнеса**

<sup>1</sup> Сибирский государственный университет геосистем и технологий, г. Новосибирск, Российская Федерация

\* e-mail: ok.bolkunova2014@yandex.ru

**Аннотация.** Оценка стоимости бизнеса является важным процессом, который позволяет определить финансовую ценность предприятия. При проведении такой оценки учитывается множество факторов, включая специфические риски, которые присущи данному бизнесу. Особенности учёта специфических рисков в оценке стоимости бизнеса могут значительно влиять на полученные результаты и требуют детального анализа. В статье представлена классификация специфических рисков, а также обзор существующих методов учёта данных рисков, их преимуществ и недостатков. Результаты исследования показывают, как важно комбинировать методы качественного и количественного подходов учёта специфических рисков, в целях получения более точных результатов оценки стоимости бизнеса.

**Ключевые слова:** оценка стоимости бизнеса, специфические риски, премия за специфические риски, внутренние риски, качественный подход, количественный подход

*О. I. Bolkunova<sup>1\*</sup>*

## **Operations in Wetted Area Features of taking into account specific risks in assessing the value of a business**

<sup>1</sup> Siberian State University of Geosystems and Technologies, Novosibirsk, Russian Federation

\* e-mail: ok.bolkunova2014@yandex.ru

**Abstract.** Business valuation is an important process that allows you to determine the financial value of an enterprise. When conducting such an assessment, many factors are taken into account, including specific risks that are inherent in this business. The specifics of taking into account specific risks in assessing the value of a business can significantly affect the results obtained and require detailed analysis. The article presents a classification of specific risks, as well as an overview of existing methods of accounting for these risks, their advantages and disadvantages. The results of the study show how important it is to combine methods of qualitative and quantitative approaches of accounting for specific risks in order to obtain more accurate results of business valuation.

**Keywords:** business valuation, specific risks, premium for specific risks, internal risks, qualitative approach, quantitative approach

### ***Введение***

Оценка стоимости бизнеса и его компонентов является весьма сложным процессом и требует всестороннего анализа и прогнозирования рисков компании. Оценку проводит профессиональный оценщик. Одним из ключевых аспектов в оценке, которые могут повлиять на её результаты, является учёт рисков, присущих бизнесу на разных стадиях его жизненного цикла. При анализе рисков,

оценщик полагается на свой профессиональный опыт и выбранные методы оценки. Он учитывает такие виды рисков, которые можно классифицировать как специфические и рыночные.

Термин «специфические риски компании» подразумевает другой термин «несистематические риски», которые возникают исходя из уникальных для отдельного предприятия факторов и может быть сокращен путем диверсификации.

Данные риски являются составной частью ставки дисконта и учитываются как «премии за специфические риски», которые рассчитываются в доходном подходе оценки стоимости бизнеса. В данном случае ставка дисконта будет рассматриваться как «...величина упущенной выгоды, выражаемая через доходность альтернативного направления вложений ограниченных ресурсов, возникающая вследствие принятия решения о направлении указанных ресурсов» [1].

На сегодняшний день в современной практике оценки стоимости бизнеса мало исследований описывающих особенности учёта специфических рисков в ставке дисконтирования. Тогда целью научной работы является изучение природы данных рисков и выявления достоинств и недостатков различных методов их оценки.

### ***Методы и материалы***

Определение основных факторов, приводящих к реализации специфических рисков, в компании является важным шагом для разработки более объективного метода оценки премии за эти риски. Это в свою очередь позволит получить более адекватную оценку стоимости бизнеса, которая учтёт риски, характерные для данного вида деятельности.

Специфические риски компании формируются исходя из внутренних рисков.

Внутренние риски – это риски, которые зависят непосредственно от деятельности предприятия, те, на которые оно может воздействовать.

Анализ работ авторов [4, 5] показал различные подходы к классификации внутренних рисков и, как следствие, выделение различных групп.

Классификация рисков, предложенная профессором Максимцевым, систематизирует большую часть предпринимательских рисков. Однако большая разветвленность усложняет определение конкретных видов риска и их оценку в управленческой деятельности компании.

Более упорядоченной является классификация рисков, предложенная профессорами Б. Мильнером и Ф. Лиисом. В данной классификации внутренние риски делятся на: производственные, инвестиционные и коммерческие.

В связи с чем предлагается систематизировать рассмотренные подходы в виде схемы (рис. 1).

Данные риски можно измерить с помощью соответствующей базы финансовых показателей, а также по предоставлению полной прозрачной информации о компании. Такие сведения считаются ключевыми для принятия стратегических и операционных решений.

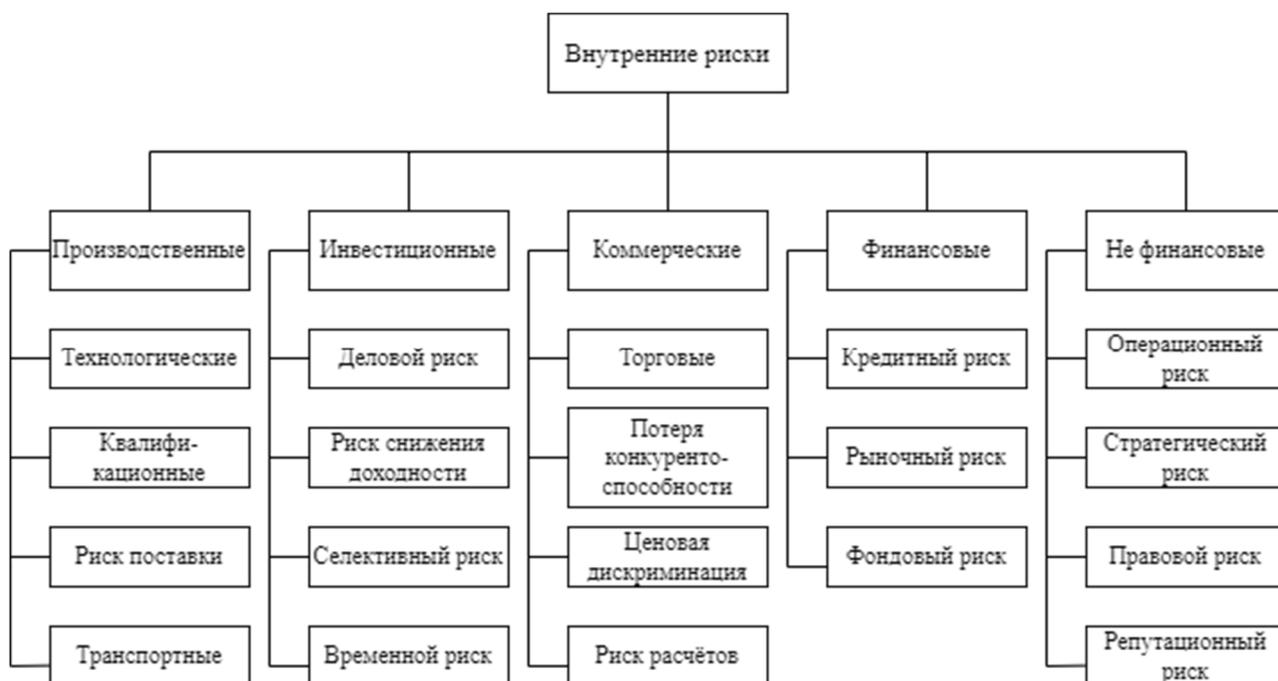


Рис. 1. Классификация внутренних рисков

Данные риски можно измерить с помощью соответствующей базы финансовых показателей, а также по предоставлению полной прозрачной информации о компании. Такие сведения считаются ключевыми для принятия стратегических и операционных решений.

Большинство уже известных нам методов учёта специфических рисков в оценке, представлены в работах исследователей развитых стран. Условно, в данных работах, подходы разделяются на 2 направления: количественные и качественные.

Качественный подход к оценке специфических рисков часто используется в современной практике оценки стоимости бизнеса, так как наиболее прост в использовании. Оценщик, основываясь на своём профессиональном опыте, выбирает наиболее значимые факторы риска оцениваемого бизнеса и присваивает им соответствующее значение в процентах из выбранного интервала значений. В итоге, полученные величины суммируются, и мы получаем премию за специфический риск.

Примерами данного метода можно считать работы таких учёных как Мерсер и Ф. Эванс. Так же метод качественной оценки применяется в таких аналитических компаниях как «Альт-Инвест», «Duff&Phelps» и «Deloitte&Touche».

Проведём обзор методов качественного подхода с его достоинствами и недостатками (таб.1).

Количественный же подход основан на использовании математических моделей и статистических данных для оценки рисков компании. В рамках этого подхода производится количественная оценка вероятности наступления рискованных событий и их влияния на финансовые показатели и цели компании.

## Характеристика методов качественного подхода учёта специфических рисков

Наименование	Содержание	Достоинства	Недостатки
Метод Мерсера	Премия вычисляется на основе 6 факторов специфических рисков: 1) ключевые фигуры бизнеса и менеджмент компании; 2) размер компании; 3) финансовая структура; 4) продуктовая и географическая диверсификация; 5) диверсификация покупателей; 6) стабильность маржи Оценщик присваивает каждому фактору значение от 0 до 5%. Сложив данные премии за каждый риск, получаем итоговое значение премии за специфические риски.	Простая методика применения	Все методы субъективны, так как они не опираются на объективные данные. Базой таких методов, для оценки рисков, служит профессиональный опыт оценщика
Метод Ф. Эванс	Данный метод аналогичен методу Мерсера, с той разницей, что список факторов расширен до 12, что уменьшит итоговую премию за специфические риски и тем самым ставку дисконта. Факторы выбираются на основе профессионального опыта оценщика.	Метод является более обширным, так как учитывает большее количество рисков, что делает результат расчёта более точным	
Метод компании «Deloitte & Touche»	Используется балльный подход на основе 8 факторов специфических рисков: 1) уровень цен; 2) зависимость от ключевых сотрудников; 3) качество управления; 4) зависимость от ключевых потребителей; 5) зависимость от ключевых поставщиков; 6) перспективы развития бизнеса; 7) состояние основных фондов; 8) финансового состояния бизнеса. Каждому фактору присваивается балл – от 1 до 3. Потом делается расчёт среднего арифметического значения, полученных значений. Получившееся число соотносится с таблицей оценок премии, которую и разработала сама компания.	Простая методика применения. Своя таблица оценок премии за специфические риски, разработанная на основе многолетних исследований	

Наименование	Содержание	Достоинства	Недостатки
Метод компании «Duff & Phelps»	Делается надбавка за специфические риски на основе профессионального опыта оценщика, с помощью следующих показателей риска, как: операционная маржа, коэффициент вариации операционной маржи и коэффициент вариации доходности на собственный капитал.	Простая методика применения	
Метод компании «Альт-Инвест»	Метод используется с учётом следующей шкалы значений специфических рисков с помощью расчёта средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Шкала специфических рисков: 1) поддержание уже существующего производства/бизнеса – 0%; 2) расширение производства/бизнеса продукции – 3%; 3) расширение рынков сбыта продукции – 6%; 4) разработка нового продукта – 9%; 5) новые отрасли – 12%.	Простая методика применения	

Многофакторная модель оценки актива компании была предложена рядом учёных: П. Брокман, Тао Го, Уэйн Ю. Они полагали, что рынки капитала могут оценить доходность за специфические риски. Чтобы провести количественную оценку рисков нужно провести диверсификацию инвестиций на рынке капитала: «...чем менее диверсифицирован портфель инвестиций, тем выше пропорция уникального риска, отражающегося в их ожидаемых доходностях» [1].

Исследование данной доходности осуществлялись по формуле:

$$TCOE = R_f + \beta_1 \times R_{p_m} + \beta_2 \times R_{p_s} + \beta_3 \times R_{p_{BM}} + R_{p_u}, \quad (1)$$

где TCOE – доходность оцениваемого актива;  $R_f$  – доходность безрисковой ставки;  $R_{p_m}$  – премия за рыночный риск;  $R_{p_s}$  – премия за размер компании;  $R_{p_{BM}}$  – премия «балансовая стоимость компании к рыночной стоимости»;  $\beta_i$  – коэффициенты бета при соответствующем факторе риска компании;  $R_{p_u}$  – премия за специфические риски.

Таким образом, дополнительная доходность за специфические риски существует и её источником является неполная диверсификация портфеля инвестиций.

Следующая модель, которая учитывает специфические риски в ставке доходности – это модель П. Батлера и К. Пинкертона. Модель ВРМ опирается на

совокупность коэффициента  $\beta$  ( $T\beta$ ). Данный коэффициент показывает уровень общего риска компании и рассчитывается как отношение стандартного отклонения акций к стандартному отклонению рынка.

Учёные утверждали, что несистематические риски компании состоят из специфических рисков и рисков, связанных с эффектом размера компании. Тогда они и выявили формулу расчета премии за специфические риски компании ( $Rp_u$ ):

$$Rp_u = (T\beta - \beta) \times Rp_m - Rp_s \quad (2)$$

Тогда ставка доходности активов с учетом премии за специфические риски ( $TCOE$ ), будет рассчитываться по следующей формуле:

$$TCOE = Rf + \beta \times RP_m + RP_s + RP_u \quad (3)$$

Таким образом, модель ВРМ позволяет оценить премию за специфические риски компании и учесть её в ставке доходности компании.

Рассмотрим достоинства и недостатки методов количественного подхода (таб. 2).

Таблица 2

Характеристика методов количественного подхода учёта специфических рисков

Наименование	Достоинства	Недостатки
Многофакторная модель оценки актива компании	Метод опираются на фактические рыночные данные компаний.	Сама премия за специфический риск рассчитывается по одному из методов качественного подхода
Модель П. Батлера и К. Пинкертона	Метод опираются на фактические рыночные данные компаний. Премия за специфические риски используется с учётом эффекта размера компании, что делает расчёты более точными	Из-за отсутствия рыночных статистических данных, нельзя объективно оценить премию за специфические риски для закрытой компании; Модель ВРМ ограничена, если $T\beta$ больше 20, тогда рассчитанная премия оказывается бесконечно высокой, что говорит о невозможности применения премии за специфические риски в расчётах.

Поскольку оценка стоимости любого объекта производится на основании цели оценки (для продажи, залога, страхования и т.д.), в рамках которой устанавливается вид определяемой стоимости, а условия проведения оценочных мероприятий будут накладывать ограничения на получаемые результаты, выражаемые в весах каждого из подходов, при согласовании результатов оценки – использование одного метода оценки рисков в различных условиях приведет к некорректным результатам. В связи с чем, необходимо учитывать особенности раз-

личных методов учета рисков, принимая во внимание их сильные и слабые стороны, для корректного использования в различных условиях.

### *Заключение*

Таким образом, учет специфических рисков в оценке стоимости бизнеса при определении стоимости бизнеса является сложной задачей, требующей использования различных методов и моделей.

Качественные методы учёта специфических рисков просты и удобны в применении, но они не дают полностью достоверные и объективные результаты, так как опираются на профессиональный опыт оценщика. В таких случаях субъективность методов может привести к манипуляциям и искажению результатов.

Однако существуют количественные методы, которые являются более объективными, так как базируются на фактических рыночных данных компаний. Они учитывают реальные показатели и тенденции рынка, что делает их более надежными в сравнении с субъективными методами.

Тем не менее, количественные методы также имеют свои ограничения. Например, технические ошибки аналитиков могут привести к завышенным оценкам, особенно если публичные компании имеют слабую корреляцию с рынком. Кроме того, оценка премии может стать проблемой в случае отсутствия достаточных данных о компании, особенно при оценке закрытых компаний.

В свете этих ограничений, важно применять сбалансированный подход к оценке премии, комбинируя методы как качественного, так и количественного подходов. Это позволит учесть различные факторы и получить более точную оценку премии, учитывая особенности каждой компании и рыночные условия.

### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Brockman P., Wayne Y., Tao G. Is Idiosyncratic Risk Priced? The International Evidence // National Bureau of Economic Research. Working Paper 1364530. – 2009.
2. Butler P., Pinkerton K. The Butler Pinkerton Model: Empirical Support for Company-specific Risk: A PROFESSIONAL DEVELOPMENT JOURNAL for the CONSULTING DISCIPLINES BUSINESS VALUATION. – 2008. – № 25. – С. 32 – 39.
3. Лукашов В. Н., Лукашов Н. В. Определение величины ставки дисконтирования для инвестиционного проектирования и оценки бизнеса: о различии подходов к исчислению и применению // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2019. – Т. 35. – С. 83–112.
4. Максимцов М. М., Игнатъева А. В., Комаров М. А. Менеджмент: Учебник для вузов – М.: Банки и биржи; ЮНИТИ, 1998. – С. 213 – 218.
5. Мильнер Б. З., Лиис Ф. Управление современной компанией: Учебник для студентов вузов, обучающихся по направлению и специальностям менеджмента / Под ред. Б. Мильнера и Ф. Лииса. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 350 с.

© О. И. Болкунова, 2024