

**Козлова Галина Сергеевна**  
Kozlova Galina Sergeevna  
Аспирант каф. ФК и БД  
postgraduate student of FK i BD department  
Московский, государственный университет,  
экономики, статистики и информатики  
Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics  
E-Mail: galina.kozlova@gmail.com

## **Повышение объективности результата оценки рыночной стоимости собственного капитала посредством выявления и определения величины риска снижения прибыли коммерческой организации**

The objectivity increase of result of equity market value by detection and calculation  
of value of the business profit reduction risk

**Аннотация:** Объективный результат оценки рыночной стоимости собственного капитала важен для владельцев коммерческой организации, которые ожидают получить доход от вложенного капитала с учетом компенсации за принятый риск. Величину риска необходимо уметь определять с целью формирования требований к капиталу, обеспечивающих надежность коммерческой организации в глазах собственников. Риск снижения прибыли коммерческой организации возникает из-за несогласованности некоторых гражданско-правовых положений формирования прибыли вследствие действий со стороны руководства организации, которое, пользуясь такой несогласованностью, в своих интересах занижает прибыль. Результатом является не формирование или снижение прибыли коммерческой организации по сравнению с ожидаемым собственниками уровнем, что, в конечном счете, приводит к искажению результата оценки, а именно снижению рыночной стоимости собственного капитала.

**The Abstract:** The objective result of equity market value is important for owners of the business who expect to get income from the invested capital with compensation for the risk assumed. The value of risk should be defined for the purpose of forming capital requirements to ensure the reliability of the business to the owners. The risk of business profit reduction arises due to the inconsistency of some civil law provisions of profit formation because of the business executive managers actions, which, taking advantage of such inconsistency, reduce profit for their own benefit. The result is a business profit reduction or non-forming compare to the owners expectations, that ultimately leads to a distortion of the evaluation result namely decrease in the market value of equity.

**Ключевые слова:** Собственный капитал, рыночная стоимость собственного капитала, риск снижения прибыли коммерческой организации.

**Keywords:** Equity, equity market value, business profit reduction risk.

\*\*\*

### **1. Введение**

Риск снижения прибыли коммерческой организации представляет собой опасность неполучения или получения в неполном объеме ожидаемого на уровне не ниже рыночного дохода собственником, когда его интересы ущемляются или не соблюдаются вовсе в противовес интересам самой коммерческой организации как самостоятельного субъекта предпринимательской деятельности. Экономические последствия указанного риска

обусловлены наряду с несовпадением интересов коммерческой организации в лице менеджмента и ее собственников, еще и несогласованностью некоторых гражданско-правовых положений формирования прибыли коммерческой организации, а также слабой развитостью экономических стимулов формировать прибыль. С точки зрения собственника капитала и с учетом того факта, что риск является неотъемлемым и неизбежным элементом предпринимательской деятельности, его наличие, в конечном счете, искажает, а именно снижает рыночную стоимость собственного капитала. Выявление и включение в расчет ставки дисконтирования величины риска снижения прибыли коммерческой организации позволяет повысить объективность результата оценки рыночной стоимости собственного капитала посредством совершенствования методологии оценочной деятельности.

## **2. Анализ факторов неопределенности, проявляющейся в форме риска снижения прибыли коммерческой организации**

При анализе риска снижения прибыли следует рассматривать его природу, имеющую экономическое и правовое происхождение. Наличие у коммерческой организации, т.е. самостоятельного субъекта предпринимательской деятельности, собственного экономического интереса, который может, как совпадать с интересами ее собственников, так и расходиться с ними, а также отсутствие должных экономических стимулов создания прибыли со стороны государства по отношению к коммерческим организациям в совокупности отражают экономический аспект природы риска. Наряду с этим имеет место правовой аспект природы риска снижения прибыли, который заключается в несогласованности некоторых гражданско-правовых положений формирования прибыли коммерческой организации. Таким образом, конфликт интересов коммерческой организации и ее собственников, когда первая в лице менеджмента, пользуясь несогласованностью некоторых гражданско-правовых положений формирования прибыли, не формирует или снижает прибыль, является основой для возникновения неопределенности, проявляющейся в форме риска снижения прибыли коммерческой организации. В случае наличия подобной неопределенности интересы собственников, связанные с получением дохода на уровне не ниже рыночного, будут ущемлены. В то же время у собственников имеются инструменты, позволяющие несмотря ни на что реализовать свои интересы. В связи с этим выявление риска снижения прибыли коммерческой организации и анализ его влияния на рыночную стоимость собственного капитала следует осуществлять с позиций двух типов факторов неопределенности – факторов, способствующих возникновению и увеличению влияния риска, а также факторов противодействия, снижающих величину риска и его влияние на рыночную стоимость собственного капитала посредством отражения меры значимости влияния факторов возникновения риска снижения прибыли

Детальный анализ факторов возникновения и увеличения влияния риска обусловлен тем, что при пофакторном методе во главу угла ставится задача как можно точнее оценить и отразить в величине риска отдельные виды элементов его составляющих (факторы риска)<sup>1</sup>.

Факторы, способствующие возникновению и увеличению влияния риска снижения прибыли коммерческой организации, следует объединить в группы:

- менеджмент;
- открытость и финансовая прозрачность;
- финансовое состояние.

<sup>1</sup> Смоляк С.А. О норме дисконта для оценки эффективности инвестиционных проектов в условиях риска

В силу того, что для риска снижения прибыли характерны факторы, способствующие возникновению и увеличению его влияния, т.е. имеются причины для появления указанного риска, а также факторы, которые способствуют снижению его воздействия – факторы противодействия, т.е. предполагающие возможность снижения влияния риска. На наш, взгляд данные группы факторов в рамках оценки рыночной стоимости собственного капитала следует рассматривать с позиции матрицы, которая может быть представлена в общем случае в следующем виде (таблица 1):

**Таблица 1**

**Матрица анализа факторов неопределенности**

<b>Факторы возникновения риска</b>	<b>Условия возникновения (факторы возникновения и увеличения влияния) риска присутствуют</b>	<b>Условия возникновения (факторы возникновения и увеличения влияния) риска отсутствуют</b>
<b>Факторы противодействия</b>		
<b>Факторы, снижающие воздействие риска, отсутствуют</b>	Высокий уровень риска	Риск отсутствует
<b>Факторы, снижающие воздействие риска, присутствуют</b>	Имеется возможность нивелировать влияние факторов возникновения и увеличения влияния риска	

Матрица анализа факторов неопределенности позволяет учитывать не только влияние факторов, способствующих возникновению и увеличению влияния риска, но и факторов противодействия, отражающих степень воздействия собственников коммерческой организации на факторы возникновения риска с целью снижения их влияния.

Риск снижения прибыли является формой проявления неопределенности, и его наличие негативно сказывается на получении доходов собственниками, что определяет необходимость выявления риска снижения прибыли и включения его величины в расчет ставки дисконтирования в процессе оценки рыночной стоимости собственного капитала. Для выявления риска и определения его величины, необходимо осуществить следующие действия в процессе оценки рыночной стоимости собственного капитала:

1. Проанализировать ретроспективную информацию о деятельности коммерческой организации за ряд предыдущих периодов с позиций качественного и количественного анализа, выделить основные показатели деятельности организации и сопоставить их со среднеотраслевыми значениями аналогичных показателей.
2. На основе анализа ретроспективной информации сделать выводы о прибыльности (убыточности) деятельности организации, ее финансовом состоянии, а также регулярности выплат доходов собственникам.
3. В случае выявления отклонений основных показателей деятельности организации от среднеотраслевых значений определить темпы роста его чистой прибыли, выручки от реализации.
4. В случае выявления негативных тенденций в деятельности следует проанализировать причины подобной ситуации, а также качество управления в организации.
5. По результатам анализа качества управления и компетентности менеджмента коммерческой организации следует оценить возможность наличия несовпадения

интересов менеджмента и собственников, а также наличие умысла со стороны руководящего звена и целенаправленных действий, преследующих цель уклониться от выплаты доходов собственникам.

6. С учетом сведений, полученных по результатам исследований на предыдущих этапах, проанализировать факторы, способствующие как увеличению, так и снижению влияния риска на рыночную стоимость собственного капитала по предложенному перечню с использованием разработанной матрицы анализа влияния факторов неопределенности.
7. Дать количественную оценку величины риска снижения прибыли на основе модифицированной методики расчета величины средневзвешенного значения параметра.
8. Полученное численное значение величины риска учесть при формировании ставки дисконтирования.

Особое внимание следует обратить на такие факторы возникновения риска, как совмещение статуса собственника контрольного пакета акций (контрольной доли, пая) с должностью топ-менеджера коммерческой организации, в которую вложен капитал, а также наличие независимых собственников, владеющих контрольным пакетом акций (контрольной долей, паем). Данное предположение подтверждается учеными Гленном М. Десмондом и Ричардом Э. Келли, которые в своей книге «Руководство по оценке бизнеса» акцентируют внимание на том факте, что для целей оценки более важным фактором является степень участия в управлении бизнесом его владельца (или владельцев), а не то, насколько мала или велика сама коммерческая организация.

### **3. Расчет величины риска снижения прибыли коммерческой организации с использованием матрицы анализа факторов неопределенности**

Существует множество методик расчета величины риска. Наиболее удобной с точки зрения применения является методика расчета средневзвешенного значения параметра, поскольку в условиях отсутствия аналитических зависимостей зачастую приходится использовать экспертные методы. Данная методика заключается в следующем: параметр разбивается на ряд факторов, которые при этом могут быть объединены в группы по тому или иному признаку. Каждый фактор анализируется и оценивается по шкале от 1 до n баллов в зависимости от степени влияния. Затем для каждого значения балльной оценки факторов подсчитывается количество наблюдений. На следующем этапе осуществляется вычисление взвешенного по уровню (рангу) риска значения анализируемого фактора с учетом количества наблюдений. Далее рассчитывается средняя арифметическая на основе суммы взвешенных значений уровней факторов риска и количества наблюдений. Итогом расчетов является средневзвешенное значение величины риска. Нами с целью повышения объективности результата оценки модифицирована описанная методика расчета средневзвешенного значения параметра на основе факторов неопределенности. Модифицированную методику следует использовать для целей расчета величины риска снижения прибыли коммерческой организации.

Факторы возникновения риска берутся за основу анализа и косвенно или прямо свидетельствуют об отсутствии интереса коммерческой организации в создании прибыли, а факторы противодействия рассматриваются как мера снижения влияния факторов возникновения, т.е. в руках собственников имеются инструменты, позволяющие снизить влияние факторов возникновения риска. В связи с этим предлагается каждое значение уровня риска для соответствующего фактора возникновения умножать на коэффициент, отражающий взаимодействие факторов неопределенности, который, в свою очередь, рассчитывается с

учетом весового коэффициента – меры значимости фактора возникновения, оцениваемой по шкале от 0 до 1 в зависимости от наличия факторов противодействия.

Модифицированная методика представлена в виде следующей формулы:

$$R = \frac{\sum_{i=1}^n (k_i * r_i)}{n},$$

где R – средневзвешенное значение уровня риска;

n – количество наблюдений;

$k_i$  – коэффициент, отражающий взаимодействие факторов неопределенности;

$r_i$  – уровень (ранг) риска, соответствующий рассматриваемому фактору возникновения и увеличения влияния риска.

При этом коэффициент, отражающий взаимодействие факторов неопределенности, рассчитывается следующим образом:

$$k_i = X * K_i,$$

где X – отражает наличие (присваивается значение «1») или отсутствие (присваивается значение «0») фактора возникновения риска;

$K_i$  – весовой коэффициент, отражающий меру значимости анализируемого фактора возникновения и увеличения влияния риска.

Нами предлагается использовать следующую шкалу весовых коэффициентов:

- 1 – воздействие на факторы возникновения риска невозможно, весь контроль находится в руках единоличного управляющего органа;
- 0,75 – возможно блокирование факторов возникновения риска при условии консолидированного голосования миноритариев;
- 0,5 – возможно блокирование ограниченного перечня факторов возникновения риска;
- 0,25 – возможно блокирование важнейших факторов возникновения риска;
- 0 – возможно полное блокирование по любым факторам возникновения и увеличения влияния риска, весь находится контроль в руках Общего собрания.

Указанная шкала должна применяться по отношению к каждому фактору неопределенности, увеличивающему влияние риска снижения прибыли, в каждом отдельном случае на основе анализа положений устава и структуры уставного капитала (распределения пакетов акций/долей между участниками) коммерческой организации, в которую вложен оцениваемый по рыночной стоимости собственный капитал.

Алгоритм расчета величины риска на основе модифицированной методики расчета средневзвешенного значения параметра:

1. Проанализировать факторы возникновения и увеличения влияния риска снижения прибыли по предложенному перечню.
2. В случае выявления наличия фактора возникновения присвоить ему ранг от 1 до n в зависимости от степени влияния.
3. Проанализировать факторы противодействия, т.е. сформировать мнение о том, имеются ли инструменты, которые позволяют собственникам снизить влияние соответствующих факторов возникновения риска, и присвоить весовые коэффициенты, отражающие меру значимости влияния первых, проставив их в соответствующие ячейки таблицы модифицированной методики.

4. Посчитать количество наблюдений.
5. Рассчитать средневзвешенное значение уровня риска с применением формулы модифицированной методики.

Модифицированная методика рекомендуется к использованию для целей определения величины риска снижения прибыли коммерческой организации, учитывая факторы неопределенности на основе описанной выше матрицы и с учетом введенного коэффициента взаимодействия факторов неопределенности. Введение в расчет ставки дисконтирования величины риска снижения прибыли коммерческой организации, полученной на основе описанной выше модифицированной методики, позволяет повысить объективность результата оценки.

#### **4. Заключение**

Объективная оценка стоимости играет важную роль в управлении собственным капиталом и является основой для принятия решения собственниками относительно дальнейшего его использования. Объективная рыночная стоимость собственного капитала служит основой его диверсификации, подготовке к более эффективному использованию и дает реалистичное представление о перспективах существования собственного капитала. Ценность итогов применения объективных результатов оценки рыночной стоимости собственного капитала весьма актуальна как для самих собственников, так и для потенциальных инвесторов. В связи с этим повышение объективности результата оценки рыночной стоимости собственного капитала является актуальным в сложившихся экономических условиях вопросом, который может быть решен том числе на основе выявления и введения в расчет ставки дисконтирования величины риска снижения прибыли коммерческой организации.

### **ЛИТЕРАТУРА**

1. Федеральный закон от 29.07.1998г. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ
2. Десмонд Гленн М., Келли Ричард Э. Руководство по оценке бизнеса / Гленн М. Десмонд, Ричард Э. Келли. - М.: РОО, 2006. – 458с.
3. Смоляк С.А. О норме дисконта для оценки эффективности инвестиционных проектов в условиях риска / С.А. Смоляк // Аудит и финансовый анализ. – 2000. - № 2

### **REFERENCES**

1. The Federal Law dated 29.07.1998 “On Appraisal Activity in the Russian Federation № 135-FZ
2. Desmond Glenn M., Kelley Richard E. Handbook of Small Business Valuation Formulas and Rules of Thumb / Glenn M. Desmond, Richard E. Kelley. – М.: ROO, 2006.- 458p.
3. Smolyak S.A. About the discount rate for the purpose of the valuation of effectiveness of investments projects at risk / S.A. Smolyak // Auditing and Financial Analysis. - 2000. - № 2

**Рецензент:** Кичигин Ю.А., к.т.н., индивидуальный предприниматель – оценщик.