

УДК 336.6

A.P. Agaev

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, email: aslanagaev11@gmail.com

ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА НЕПУБЛИЧНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

Ключевые слова: внешние факторы инвестиционного анализа, инвестиционный анализ, аналитические показатели, заинтересованные стороны инвестиционной сделки, прямые инвестиции.

В работе приводится анализ внешних факторов, связанных с деятельностью непубличной организации, направленный на повышение эффективности инвестиционного анализа. Описаны результаты анализа таких внешних факторов, как влияние заинтересованных сторон и макроэкономических факторов, которые в совокупности приводят к возникновению рисков непубличных организаций. Проведенный анализ позволяет предложить аналитические методы, которые могут использоваться инвесторами для отбора непубличных организаций с учетом их особенностей и рисков, связанных с внешними факторами. Результаты исследования могут помочь предложить аналитические инструменты для более эффективного отбора инвесторами портфельных активов, снизить риски и повысить доходность принимаемых инвестиционных решений.

A.R. Agaev

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
email: aslanagaev11@gmail.com

EXTERANL FACTORS FOR INVESTMENT ANBALYSIS OF PRIVATE COMPANIES

Keywords: external factors of investment analysis, investment analysis, analytical instruments, stakeholders of an investment transaction, private equity.

The article provides an analysis of external factors related to the activities of a private companies to improve investment analysis. The results show the analysis of external factors such as external parties influence and macroeconomic factors, which are linked with risks of private companies. The analysis allows us to propose analytical methods that can be used by investors to select private companies, considering their characteristics and risks associated with external factors. The results of the study can help to offer analytical tools for more effective selection of portfolio assets by investors, reduce risks and increase the profitability of investment decisions.

За последние несколько лет финансовые рынки продемонстрировали исторически высокую волатильность и, как следствие, рост рисков для инвесторов [7]. В поисках способов диверсификации, снижения риска и повышения доходности вложений инвесторы увеличили активность в сфере прямых инвестиций в непубличные организации в качестве альтернативы классическим видам активов. Непубличные организации, в свою очередь, обладают не только привлекательными показателями доходности, но и специфическими рисками, которые необходимо учитывать инвесторам в процессе анализа и отбора потенциальных портфельных активов. Данные риски зависят от широкого спектра различных факторов, в том чис-

ле от влияния внешних факторов в лице контрагентов, регулирующих органов, кредиторов и других заинтересованных лиц, а также от влияния макроэкономических факторов. В настоящем исследовании представлен анализ особенностей непубличных организаций, связанных с внешними факторами, а также обзор возможных аналитических подходов к учету данных особенностей в процессе инвестиционного анализа. В то же время, в рамках данного исследования сделан акцент на анализе непубличных организаций, действующих в развивающихся странах, так как именно в этих регионах активность инвесторов в сделках по приобретению акционерного участия в непубличных организациях наиболее высока [10]. Развивающиеся страны

представляют наиболее быстрорастущий сегмент прямых инвестиций, что подтверждает необходимость дополнительного анализа [5].

Цель исследования – провести анализ и выявить особенности непубличных организаций, связанные с влиянием внешних факторов, и предложить методы для учета данных особенностей в рамках инвестиционного анализа.

Результаты настоящего исследования могут применяться инвесторами в процессе инвестиционного анализа в сделках с непубличными организациями, где могут применяться дополнительные аналитические показатели.

Материал и методы исследования

В качестве источников для настоящего исследования по теме анализа внешних факторов инвестиционного анализа непубличных организаций выступают научные труды отечественных и зарубежных исследователей. Для получения выводов исследования были использованы следующие научные методы: синтез, абстракция, сравнительный анализ внешних факторов деятельности непубличных организаций, индукция с использованием выводов о внешних особенностях непубличных организаций и дедукция в отношении видов аналитических показателей внешних особенностей.

Результаты исследования

В настоящем исследовании представлен анализ факторов внешней среды, влияющих на деятельность непубличных организаций и создающих риски для инвесторов. Российские исследователи отмечают значительную роль внешних факторов в рамках финансового анализа деятельности коммерческих организаций, что применимо в рамках анализа непубличных организаций [1]. На фоне развития последствий глобального финансового кризиса также отмечается повышение роли анализа влияния внешних факторов. В работах по вопросам кредитного анализа также подчеркивается значительное влияние внешних контрагентов в лице кредиторов, конкурентов и регулирующих органов на финансовое состояние коммерческой организации [4], [2].

Зарубежные исследователи также отмечают, что в рамках анализа портфельных активов инвесторы уделяют особое внимание вопросам анализа внешней среды, состоянию внешних факторов: экономики региона и сектора, в котором действует непубличная организация [14]. Упомянутые исследователи также выделяют схожий перечень внешних факторов, влияющих на деятельность и финансовое положение непубличной организации [11]. Также, в работах исследователей отмечается роль заинтересованных сторон внешней среды, что подразумевает наличие групп заинтересованных лиц, взаимодействие с которыми оказывает влияние на деятельность непубличных организаций. Указанное влияние может выражаться как в прямом виде, так и опосредованно следующим образом:

• Прямое влияние

Влияние на доходы, связанные со спросом конечных потребителей, влияние на расходы исходя из условий взаимоотношений с поставщиками и контрагентами в целом, а также возникновение прочих расходов и начислений в виде штрафов, обязательных платежей и других обязательств со стороны государственных органов и вследствие решения суда. В данную группу последствий также входит непосредственное снижение рыночной оценки из-за снижения спроса со стороны инвесторов или возникновения предложений о продаже непубличной организации с их стороны, а также рост стоимости кредитования со стороны кредиторов.

• Косвенное влияние

Ухудшение условий реализации товаров и услуг (рост доли продаж с отложенным платежом), а также дополнительные требования со стороны клиентов. Дополнительным косвенным последствием может стать и ухудшение условий закупок необходимых ресурсов для производства, которое выражается в ужесточении требований к оплате со стороны поставщиков и контрагентов. Ужесточение ковенант со стороны кредиторов и повышение требований со стороны потенциальных инвесторов также может стать косвенным последствием влияния внешних заинтересованных сторон на деятельность непубличной организации.



Рис. 1. Группы внешних заинтересованных сторон для непубличной организации

Дальнейший анализ внешних факторов на деятельность непубличной организации осуществляется как по группам внешних контрагентов, так и по различным макроэкономическим факторам, которые в совокупности формируют внешнюю бизнес-среду непубличной организации.

В области анализа влияния внешних контрагентов исследователи выделяют следующие группы лиц: (1) кредиторы; (2) клиенты; (3) государственные регулирующие органы; (4) потенциальные инвесторы и партнеры; (5) контрагенты и поставщики и (6) население и общественные объединения. Схематично перечисленные группы заинтересованных лиц можно представить следующим образом – см. рис. 1.

Каждая из вышеописанных групп внешних заинтересованных сторон может оказывать следующее влияние на деятельность непубличной организации:

- Кредиторы в лице финансовых организаций и контрагентов, предоставляющих финансирование. Особенностью взаимодействия кредиторов с непубличными организациями является более ограниченный доступ к заемному финансированию, из-за чего значительную роль приобретают условия финансирования, связанные с ковенантами и обременением в виде залогов основных активов непубличной организации [13]. Также важное значение приобретают альтернативные виды финансирования, в том числе торговое финансирование, а также использование забалансовых обязательств.

- Клиенты и потребители, чье влияние выражается в динамике спроса и формировании доходов непубличной организации. В случае с непубличными организациями важное значение приобретают условия реализации, которые, могут содержать нерыночные условия и признаки трансфертного ценообразования. Непубличные организации в развивающихся странах также сильнее подвержены изменению спроса локальных клиентов, так как у данных организаций, как правило, отсутствует выход на международные рынки [6].

- Государственные надзорные и регулирующие органы, в том числе и налоговые органы. Для непубличной организации исследователи подчеркивают более высокие риски нарушения интересов и прав представителей коммерческих организаций из-за отсутствия полноценных возможностей судебной защиты интересов [12]. Государственные органы могут проводить проверки и вносить изменения в законодательство в части налогового и тарифного регулирования, что может повлиять на финансовые показатели организации в части ее обязательств по уплате налогов и обязательных платежей.

- Потенциальные инвесторы и партнеры, которые занимаются внешним анализом результатов организации. При анализе непубличных организаций ограничены только основными формами финансовой отчетности и не обладают доступом к более детальной информации [8]. Таким образом, потенциальные инвесторы могут применять определенные дисконты к стоимости непубличных организаций из-за большей непрозрачности их финансовых результатов.

- Поставщики и контрагенты, обеспечивающие необходимые организации ресурсы для производства и оказания услуг. Условия коммерческих контрактов непубличных организаций могут заключаться на нерыночных условиях из-за более низких требований к регулированию деятельности и надзору со стороны государственных органов, по сравнению с публичными организациями [5].

- Население, в отношении которого организация может обладать рядом социальных обязательств. Среди непубличных организаций нет устойчивых требований к объему социальной поддержки, что ведет к необходимости дополнительного анализа требований населения [12].

Таблица 1

Аналитические показатели для учета особенностей непубличных организаций

Аналитические показатели	Описание
Качественные показатели	Анализ рисков, связанных с требованиями регулирующих и надзорных органов, а также судебных исков. Данные показатели также могут отражать условия финансирования и наличие обременения по кредитным сделкам в отношении активов компании. Качественные показатели могут отражаться путем присвоения балльных оценок на основе оценки степени данного риска по историческим данным в регионе, где непубличная организация ведет коммерческую деятельность. Данные показатели также могут иметь бинарное значение в зависимости от наличия или отсутствия анализируемых особенностей. Качественные показатели, в основном, могут применяться в отношении особенностей непубличных организаций, связанных с внешними заинтересованными лицами, а также региональными особенностями непубличных организаций в развивающихся странах.
Резервы и корректировки	Применение резервов к финансовым показателям, отражающим доходы непубличной организации, связанные с такими макроэкономическими факторами, как динамика валютных курсов и процентных ставок. Расчет резервов производится на основе оценки прогнозируемой волатильности валютных курсов и процентных ставок, которые отражаются в дополнительных доходах и расходах непубличной организации. Соответственно размер резервов может отражать потенциальные потери организации в случае негативной динамики валютных курсов и процентных ставок. Данные показатели могут применяться непосредственно к статьям финансовой отчетности в части доходов и расходов непубличной организации, а также к стоимости активов на балансе.
Дисконты к стоимости	Применение дисконтов, рассчитываемых по публичным аналогам в зависимости от Качественных показателей. Для различных уровней Качественных показателей могут применяться соответствующие дисконты, рассчитываемые как разница между стоимостью публичных организаций, не обладающих анализируемыми особенностями и стоимостью непубличных аналогов. Дисконты к стоимости могут использоваться на этапе расчета инвестиционной стоимости непубличной организации.

Источник: Составлено автором по данным [3], [4]

В качестве макроэкономического фактора в рамках анализа влияния внешних факторов исследователи выделяют факторы, связанные с экономическим состоянием региона или страны, в которой действует организация. Влияние указанных факторов может выражаться в следующем: (1) спрос на продукцию и услуги, (2) изменение стоимости кредитования в зависимости от динамики ключевой ставки, (3) темпы роста цен на основные ресурсы в зависимости от инфляционной динамики. Также отмечается существенная роль экономических показателей для построения прогнозных показателей, что критично на этапе расчета рыночной стоимости [7].

Для непубличных организаций в развивающихся странах характерен ряд особенностей регионального характера, что создает риски для осуществления операционной деятельности. Данные риски напрямую находят отражение в снижении инвестиционной стоимости и убытках для инвесторов. Необходимо отдельно выделить особенности, связанные с внешними факторами, общими для коммерческих организаций.

В результате взаимодействия с внешними контрагентами исследователи выделяют следующие региональные особенности, характерные для непубличных организаций:

(1) Валютные и процентные риски и отсутствие инструментов хеджиро-

вания. Для непубличных организаций чья деятельность вовлекает импортные ресурсы, экспортную продукцию и активное долговое заимствование затрагивают валютные и процентные риски. Из-за отсутствия доступа к деривативным инструментам на финансовом рынке показатели непубличных организаций могут быть крайне волатильными в периоды нестабильности валютного курса или изменения процентных ставок [5].

(2) Налоговое и тарифное регулирование. Возможности непубличных организаций в сфере налоговой оптимизации и получения более выгодных тарифных льгот для международной торговли или закупки ресурсов ограничены из-за отсутствия профессиональной поддержки и сопровождения по консультированию в данных вопросах. Данная проблема также может привести к риску появления требований со стороны государственных органов в процессе проверок и наблюдения [11].

(3) Ограниченные возможности судебной защиты интересов. Данная особенность актуальна для организаций, действующих в развивающихся странах из-за нестабильности судебной системы. Следствием являются повышенные риски появления необоснованных требований со стороны контрагентов и конкурентов, что отражается на стоимости непубличной организации в качестве портфельного актива для инвесторов [9].

Перечисленные особенности создают риски для инвесторов, что предусматривает применения дополнительных аналитических инструментов. Наравне с применением классических финансовых показателей возможно применение дополнительных аналитических инструментов различных видов. Описание соответствующих аналитических инструментов приведено в Таблице.

Описанные аналитические подходы, которые могут применяться к учету особенностей непубличных организаций, могут стать основой для разработки инструментов, применяемых как на этапе первичного инвестиционного анализа, так и на этапе расчета инвестиционной стоимости непубличной организации. В частности, качественные показатели могут быть использованы при формировании первичной выборки непубличных организаций для последующего скри-

нинга и ранжирования. Применение резервов и корректировок может найти отражение на этапе расчета стоимости непубличной организации.

Таким образом, в отношении различных особенностей непубличных организаций, связанных как с группами внешних заинтересованных лиц и региональными особенностями развивающихся стран, так и с макроэкономическими факторами.

Выводы

Непубличные организации могут обладать потенциалом и перспективами для инвесторов, однако, как было описано, данные организации обладают специфическими рисками. В процессе анализа внешних факторов, в числе которых выделяются не только различные контрагенты, но и экономические и социальные факторы – влияние данных факторов может быть различным как для публичных организаций, предоставляющих подробную информацию о своей деятельности, так и для непубличных организаций.

По причине того, что непубличные организации, как правило, не раскрывают подробную информацию об операционной деятельности для внешних контрагентов и обладают определенными особенностями, необходимо применение дополнительных аналитических показателей. В настоящей работе были предложены различные виды аналитических показателей, которые могут помочь инвесторам учесть влияния существенных рисков и получить корректные выводы о перспективах развития непубличной организации. В дальнейшем планируется продолжить развитие и изучение новых подходов для разработки аналитических показателей, призванных учесть особенности и риски непубличных организаций.

Научное руководство в рамках работы над статьей осуществлялось научным руководителем – Никифоровой Натальей Александровной (профессор Департамента бизнес-аналитики, Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа, кандидат экономических наук, доцент ФГБОУ ВО «Финансовый университет при правительстве Российской Федерации» (Финуниверситет), Москва, e-mail: nanikiforova@fa.ru).

Библиографический список

1. Бариленко В.И. Анализ проблем бизнеса // Анализ и современные информационные технологии в обеспечении экономической безопасности бизнеса и государства: Сборник научных трудов и результатов совместных научно-исследовательских проектов / РЭУ им. Г.В. Плеханова. Москва: Издательство «Аудитор», 2016. С. 39-45.
2. Герасимова Е.Б. Комплексный анализ кредитоспособности заемщика // Финансы и кредит. 2005. № 4(172). С. 21-29.
3. Никифорова Н.А., Донцова Л.В. Риски: аналитический аспект // Вестник Брянского государственного университета. 2014. № 3. С. 263-269.
4. Пласкова Н.С. Совершенствование методики анализа и прогнозирования кредитоспособности организации-заемщика // Аудиторские ведомости. 2015. № 4. С. 57– 65.
5. Aizenman J. Macroeconomic Challenges and the Resilience of Emerging Market Economies in the 21st Century // ADBI Working Paper Series. 2020. P. 1– 27.
6. Aslam M.M.H., Azhar S.M. Globalisation and development: Challenges for developing countries // International Journal of Economic Policy in Emerging Economies. 2013. P. 158-167.
7. Baan W. In search of alpha: Updating the playbook for private equity in China // McKinsey & Company. 2020.
8. Chen F., Hope O.K., Li Q., Wang X. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets // The accounting review. 2011. № 86(4). P. 1255-1288.
9. Klapper L.F., Love I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets // Journal of corporate Finance. 2004. № 10(5). P. 703-728.
10. Klonowski D. Private equity in emerging markets: Stacking up the BRICs // Journal of Private Equity, 2011. P. 24-37.
11. Meyer K.E. et al. Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies // Strategic management journal. 2009. P. 61-80.
12. Puffer S.M., McCarthy D.J. Economic Growth, Institutions, and Corruption in Emerging Economies // Springer International Publishing. 2020.
13. Tripathi S. Analysis of investment strategies of VC/PE funds in the Indian infrastructure sector // Journal of Private Equity. 2016. № 4 (19). P. 35-45.
14. Yang K., Krishnan S., Dessard J. Asia-Pacific Private Equity Report 2020 // Bain & Company. 2022.