

УДК 303.4; 65.012.1; 303.7

АНАЛИЗ ОСОБЕННОСТЕЙ НЕПУБЛИЧНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

Агаев А.Р.,

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

Аннотация. В статье рассматриваются вопросы особенностей непубличных организаций, которые представляют риски для инвесторов и могут не учитываться при использовании общепринятых инструментов анализа для принятия инвестиционного решения. Целью исследования является разработка рекомендаций для применения дополнительных аналитических мер, которые помогают учесть особенности непубличных организаций, связанные с информационной непрозрачностью, недостатками в системе менеджмента, а также жесткими условиями заемного финансирования. Для разработки аналитических мер используются исследования зарубежных и отечественных исследователей в области анализа коммерческих организаций, в том числе среднего и малого бизнеса, а также практические рекомендации и наблюдения консалтинговых компаний.

Ключевые слова: прямые инвестиции, особенности непубличных организаций, финансовый анализ, инвестиционный анализ, анализ финансовой отчетности, анализ нефинансовых факторов.

ANALYSIS OF PRIVATE COMPANIES RISKS AND FEATURES

Agayev A.R.,

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

Abstract. This study examines the features of private companies that pose risks to investors and may not be considered when using generally accepted analysis tools to make an investment decision. The purpose of the study is to develop recommendations for additional analytical measures that help to consider the features of non-public organizations associated with information opacity, deficiencies in the management system, as well as underfinancing. To develop analytical measures, there were used the research of foreign and domestic researchers in the field of analysis of commercial organizations, including medium and small businesses, as well as practical recommendations and observations of consulting companies.

Keywords: private equity, non-public organizations, financial analysis, investment analysis, analysis of financial statements, analysis of non-financial factors

Статья подготовлена под научным руководством Никифоровой Натальи Александровны — к.э.н., профессора Департамента бизнес-аналитики, Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа ФГБОУ ВО «Финансовый университет при правительстве Российской Федерации» (Финуниверситет), Москва, email: nanikiforova@fa.ru.

Анализ особенностей непубличных организаций тесно связан с анализом данных организаций в качестве объекта для инвестиций в виде портфельного актива. В настоящее время финансовые рынки переживают исторически высокий уровень волатильности цен на финансовые активы. В ситуации высокой

неопределенности инвесторы стараются найти различные способы для диверсификации и защиты от финансовых рисков. Одним из инструментов для диверсификации становятся альтернативные инвестиционные активы, в том числе, инвестиции в непубличные организации. Вложения в капитал частных организаций демонстрируют не только рост объема инвестированных средств, но и увеличение средней доходности за последние несколько лет. Инвестиции в непубличные организации также обладают разнообразными типами и структурами сделок, что дает возможность участия инвесторам с самыми разными требованиями к риску и доходности. С другой стороны, именно частный сектор бизнеса в лице непубличных организаций выступает одним из основных драйверов для восстановления и возобновления экономического роста в условиях кризиса в экономике. Таким образом, рост и развитие финансирования и инвестиций в непубличные организации может выступать как в качестве инструмента для диверсификации инвестиций на финансовом рынке, так и для стимулирования общего экономического роста в настоящее время.

Анализ факторов, влияющих на выбор объектов инвестирования — очень важный этап инвестиционной политики. Финансирование и инвестиции в непубличные организации, в свою очередь, зависят от риска и доходности данных сделок для кредиторов и инвесторов. Стоит отметить, что кредиторы и инвесторы принимают решение на основе результатов анализа и применения соответствующих моделей. Эффективность применения аналитических инструментов обладает важным значением для кредитования и инвестиций в частный сектор бизнеса. Для повышения эффективности применения аналитических инструментов в отношении непубличных организаций необходимо учитывать следующий фактор — непубличные организации обладают особенностями и рисками по сравнению с публичными аналогами. Однако существующие аналитические инструменты, используемые аналитиками в ходе подготовки к сделкам, могут не учитывать указанные особенности, что может приводить к неполным результатам анализа и некорректным выводам при принятии решений о финансировании и инвестициях в капитал непубличных организаций.

Анализ особенностей и разработка дополнительных аналитических инструментов могут стать способом для повышения эффективности решений инвесторов и кредиторов в отношении непубличных организаций. В настоящей работе представлены результаты анализа особенностей непубличных организаций и предлагаются меры для разработки дополнительных аналитических показателей. Полученные результаты обладают практической значимостью для инвесторов и кредиторов, так как они могут повысить эффективность решений, принимаемых в отношении непубличных организаций. Настоящее исследование также обладает теоретической значимостью, которая представляет собой расширение существующих сведений об особенностях непубличных организаций, а также о способах анализа данных особенностей для целей принятия управленческих решений.

Цель исследования

Целью исследования является исследование особенностей, характерных для непубличных организаций, с целью повышения качества анализа на стадии принятия инвестиционных решений.

Материалы и методы исследования

В настоящей статье в качестве источников были использованы научные работы зарубежных и отечественных ученых по теме финансового анализа непубличных коммерческих организаций, а также их особенностей по сравнению с публичными организациями. Также использовались различные открытые базы данных с показателями деятельности реальных непубличных организаций. Для решения задач исследования были использованы сравнительный анализ, синтез и дедукция в отношении особенностей непубличных организаций.

Результаты исследования

Отечественные ученые отмечают важность развития инструментов финансового анализа для повышения эффективности принятия решений коммерческими организациями, что влияет на экономический рост и инновационное развитие. [1], [2]. Российские исследователи также отмечают ключевую роль анализа деятельности коммерческой организации для ее инновационного развития и повышения ее инвестиционной привлекательности [5], [6].

Аспекты анализа, связанные с кредитоспособностью и финансовой устойчивостью в отношении малого частного бизнеса, активно изучались Чернышевой М.В., Ермаковой Е.А. и Исаевым Е.И., которые пришли к выводу о том, что у непубличных организаций существуют специфические риски и особенности, которые предполагают использование дополнительных аналитических инструментов [7], [3], [4].

В дополнении к перечисленному Brown L.D. и Harjoto M.A. в своих исследованиях отмечают проблемы, возникающие у инвестиционных аналитиков в процессе оценки стоимости непубличных активов и анализа их финансового положения с использованием традиционных аналитических инструментов [9], [11]. Вместе с тем Berger A.N. отмечает проблему информационной непрозрачности и необходимость ее преодоления в рамках проведения анализа непубличных активов. [8], [10].

В результате можно сделать вывод о том, что тема развития аналитических инструментов в отношении непубличных организаций является объектом активного обсуждения в научном сообществе и является актуальной для исследования.

Для непосредственного анализа особенностей непубличных организаций необходимо начать с основных отличий таких организаций от их публичных аналогов, что позволит обосновать использование дополнительные аналитические механизмы.

В первую очередь, характерным отличием непубличных организаций является информационная непрозрачность и отсутствие требований к публичному раскрытию финансовых результатов. Зачастую, непубличные организации малого размера обладают крайне ограниченными требованиями к подготовке финансовой отчетности, которые, главным образом, направлены на осуществления контроля за уплатой налогов и соблюдения законодательства. Более крупные непубличные организации крупного бизнеса в обязательном порядке готовят более полный набор отчетности, однако сохраняется ее ограниченный характер без детального раскрытия и комментариев. Таким образом, внешние инвесторы и кредиторы в рамках собственных сделок, главным образом, опираются на информацию, полученную от анализируемой организации в процессе обсуждения и самостоятельного запроса.

Последствием информационной непрозрачности непубличных организаций является проявление следующих рисков и особенностей:

– Риски применения необоснованных учетных политик, что может привести к некорректному отражению оценки основных элементов финансовой отчетности, таких как доходы, расходы организации, ее активы, капитал и обязательства. Данная особенность связана со всеми аспектами проведения финансового анализа и построения модели оценки стоимости;

– Риски манипуляции финансовыми показателями и, как результат, некорректные выводы по итогам анализа со стороны инвесторов и кредиторов в отношении финансового положения и прогнозных показателей непубличной организации. В ситуации, когда отсутствует внешний контроль в лице аудиторов или надзорных органов, инвесторы и кредиторы могут столкнуться с необходимостью дополнительных временных и денежных затрат для детальной проверки финансовой отчетности

– Наличие таких негативных факторов, как забалансовые обязательства, которые не учтены в расчете аналитических показателей со стороны потенциальных инвесторов.

В совокупности описанные последствия могут привести к нерепрезентативным результатам расчетов аналитических показателей и моделей оценки стоимости и, как следствие, к возникновению убытков у инвесторов впоследствии при обнаружении несоответствий в отчетности. Указанные убытки могут возникать при пересмотре оценки стоимости и результатов финансового анализа, а также при невыполнении построенных прогнозов.

Во-вторых, значительная часть непубличных организаций не обладает независимым квалифицированным менеджментом, а роли собственника и управляющего организацией зачастую совмещаются. Описанная особенность приведет к возникновению агентского конфликта между акционерами и кредиторами. Данный вид агентской проблемы связан с тем, что акционер, являясь также и основным управляющим организации, может быть склонен к одобрению более рискованных проектов при росте долговой нагрузки, что негативно сказывается на уровне кредитного риска и может приводить к убыткам для кредиторов.

Совмещение функций управляющего и владельца может приводить к отсутствию внешнего контроля над действиями владельца, которые могут быть направлены на вывод ресурсов и средств за периметр анализируемого актива. Эта особенность является следствием агентского конфликта – владелец и менеджер организации, как правило, нацелен на получение личных выгод от деятельности организации, а не инвестированием больших средств в ее развитие. Такой агентский конфликт, как правило, решается наличием отдельного управляющего, деятельность которого направлена на сохранение ресурсов для развития непубличной организации. В то же время, большинство непубличных организаций малого и среднего бизнеса не обладают достаточными ресурсами для найма внешнего менеджмента с необходимой квалификацией. В дополнении к этому непубличные организации малого бизнеса представляют собой проекты, основатели которых в силу ключевой роли в операционной деятельности остаются под их управлением. Найм внешнего управляющего персонала, как правило происходит с ростом масштабов бизнеса. По этой причине описанная особенность становится менее острой для более крупного бизнеса в рамках инвестиций в непубличные организации.

В-третьих, стоит отметить, что долговое финансирование является основой для развития и роста частного бизнеса. Однако для непубличных организаций существуют трудности получения заемного финансирования. Указанные трудности связаны с неготовностью банков предоставлять финансирование без жестких условий

по наличию обеспечения или установления финансовых ковенант. Эти ограничения связаны с информационной непрозрачностью непубличных финансовых организаций, которая отмечалась ранее, что не позволяет банкам в полной мере провести анализ и оценку кредитных рисков по данным верифицированной отчетности. Установление жестких финансовых ковенант, а также условия по наличию залогов и другого вида обеспечения от основного владельца компании-заемщика рассматривается банками в качестве меры для преодоления информационной непрозрачности.

Следствием особенности, связанной с заемным финансированием, является активное использование непубличными организациями торгового кредитования на условиях краткосрочного заимствования и высокой стоимости. С учетом информационной непрозрачности частных организаций торговое кредитование может предоставляться в различной форме, что создает риски сокрытия реального размера долговой нагрузки при проведении анализа внешними кредиторами и инвесторами. Результатом может стать некорректная оценка кредитного риска и, как следствие, повышение риска банкротства заемщика и роста убытков для кредитора.

Вследствие выделенных особенностей непубличных организаций возникают риски, которые не учитываются в рамках общепринятых существующих аналитических показателей. Соответственно, в отношении каждой из выделенных особенностей и соответствующих рисков необходимо применение дополнительных аналитических механизмов, позволяющих учесть дополнительные факторы в рамках анализа непубличной организации. Далее будут рассмотрены возможные подходы к разработке таких механизмов.

1. Аналитические меры в отношении информационной непрозрачности

С точки зрения информационной непрозрачности меры основаны как на анализе дополнительной информации из открытых источников данных, так и на проверке качества отчетности доступной по непубличной организации и предоставляемой в ходе первичного анализа.

В качестве открытых источников данных возможно использование следующих государственных ресурсов: данные Федеральной налоговой службы (ЕГРЮЛ), Единая информационная система в сфере закупок, Федресурс, данные Арбитражного суда РФ, Реестр недобросовестных плательщиков ФАС, данные Федеральной службы государственной статистики, бюро кредитных историй Центрального банка Российской Федерации.

При использовании открытых источников данных необходимо проводить дополнительный анализ по определенным аналитическим критериям, в числе которых могут быть первичные риски, связанные с налоговыми претензиями, судебными требованиями и разбирательствами, нарушениями по уплате налогов и сборов, а также нарушения по погашению кредитных обязательств. В совокупности перечисленные критерии могут служить дополнением в рамках первичной проверки и помогать в принятии инвестиционных решений.

Дополнительно к использованию государственных источников данных также возможно получение данных из открытых источников, в которых содержатся агрегированные данные по коммерческим организациям таких, как СПАРК-Интерфакс, а также RusBase, Rusprofile, 1С: Контрагент, РБК Компании. Перечисленные источники данных содержат как агрегированные показатели по финансовому состоянию и отчетности, так и дополнительные сведения о рисках, требованиях контрагентов и государственных органов.

Таблица 1

Аналитические механизмы оценки особенностей непубличных организаций

Особенности непубличных организаций	Влияние на финансовые показатели	Аналитические механизмы для выявления и оценки особенностей
Информационная непрозрачность	Некорректные значения основных показателей финансовой отчетности, что не позволяет получить выводы о реальном положении и прогнозных показателях организации	Использование дополнительных информационных ресурсов в виде открытых государственных реестров, а также баз данных по непубличным организациям
Исполнение основными владельцами функций менеджмента непубличной организации	Риски отсутствия контроля за действиями владельца организации, который выступает и как менеджмент	Проверка на совпадение собственника и менеджмента, а также на аффилированность менеджмента и собственника Проверка компетенций действующего менеджмента Проверка опыта менеджмента, а также негативных факторов в деятельности компаний, которым управлял менеджмент организации в прошлом
Ограничения финансирования из заемных источников	Ограничения, жесткие требования к обеспечению и финансовым ковенантам со стороны кредиторов. Использование торгового кредитования и, соответственно, риски наличия забалансовых долговых обязательств, которые могут быть не учтены в рамках анализа.	Проверка наличия обременения на основные активы компании путем (1) проверки по государственным реестрам и (2) проверки по открытым базам данных на наличие залога Анализ средней стоимости заемных источников финансирования

Источник: составлено автором

2. Аналитические меры в отношении системы менеджмента

Дополнительный анализ менеджмента организации представляет собой проверку фактического выполнения владельцем роли основного управляющего организации или наличие косвенного контроля со стороны владельца над организацией.

Признаками косвенного контроля со стороны владельца организации могут быть следующие условия:

- отсутствие у генерального директора опыта, экспертизы и образования в сфере деятельности организации;
- совмещение многочисленных аналогичных должностей в нескольких организациях;
- негативные факты и ухудшение финансового состояния предприятий, в которых менеджмент ранее занимал руководящие должности.

Перечисленные факторы, в совокупности, могут говорить о том, что руководитель организации исполняет номинальную функцию и не занимается реальным операционным управлением организацией. В таком случае собственник непубличной организации может также осуществлять операционное управление и, как следствие, могут проявляться описанные ранее риски.

3. Аналитические меры в отношении условий заемного финансирования

Для анализа ограничений заемного финансирования непубличной организации необходимо выделить параметры и финансовые показатели, которые могут сви-

детельствовать о наличии таких ограничений. В первую очередь, в качестве параметра условий финансирования может выступать наличие обеспечения в виде залогов активов организации-заемщика. Соответственно, в качестве аналитических источников в отношении рисков, связанных с условиями финансирования можно предложить использовать данные о наличии залога в сделках заемного финансирования, которые существуют в открытых источниках. Во-вторых, может быть рассчитана средняя стоимость долгового заимствования как сумма затрат на выплату процентов по займам к размеру финансовой задолженности по балансу непубличной организации. Однако, существуют определенные ограничения такого подхода в случае, если у анализируемой организации существуют забалансовые обязательства, которые не отражаются в раскрываемых формах отчетности. Записи в ЕГРЮЛ в отношении залога долей обществ, входящих в группу компаний заемщика, сведения из системы СПАРК, в которой отмечается наличие залога без указания детальных сведений о нем.

В результате описанных выше особенностей можно сформулировать следующие выводы, представленные в таблице 1.

Выводы

Непубличные организации относятся к важнейшему сегменту малого и среднего бизнеса, от развития которых, по словам исследователей и представителей государственных властей, зависит будущий экономический рост. В то же время эти организации представляют собой широкий класс альтернативных инвестиционных активов, которые могут стать возможностью для диверсификации и защиты от рисков падения финансовых рынков, а также способом для получения дополнительной доходности. Таким образом, анализ непубличных организаций представляет практическую значимость и актуальность в условиях экономического кризиса. В результате проведенного исследования было продемонстрировано, что непубличные организации обладают рядом особенностей, которые могут привести к рискам появления убытков у инвесторов и кредиторов. Среди таких рисков были выделены риски, связанные с информационной непрозрачностью, недостатками системы управления в форме осуществления владельцем организации управленческих функций, а также более жесткими условиями заемного финансирования, которые могут приводить к активному использованию торгового кредитования и появлению забалансовых обязательств. В качестве аналитических механизмов предлагается использование дополнительных информационных источников, а также проверка общего уровня подготовки финансовой отчетности со стороны непубличной организации на этапе ее первоначального анализа инвесторами и кредиторами. Для анализа особенностей, связанных с менеджментом организации, был предложен анализ опыта и профессиональной истории управляющего персонала организации с целью выявления номинальной роли и отсутствия реальных управленческих функций. Были представлены возможные меры, направленные на анализ условий заемного финансирования, в том числе наличия залогов или иных видов обременения активов. Предложенные аналитические меры в совокупности могут быть использованы для разработки практических показателей, а также процедур в рамках анализа непубличных организаций кредиторами и инвесторами. Результаты исследования также могут быть использованы в качестве теоретической основы для развития исследований на тему анализа непубличных организаций, описания их особенностей и обоснования причин возникновения данных особенностей, что может, в свою очередь, найти отражение в разработке мер стимулирования для развития малого и среднего бизнеса и устранения рисков для широкого круга заинтересованных лиц.

Литература

1. Бариленко В.И. Бизнес-анализ как инструмент обеспечения устойчивого развития хозяйствующих субъектов // Учет. Анализ. Аудит. 2014. № 1.
2. Бариленко В.И. Роль бизнес-анализа в обосновании направлений инновационного развития // Инновационное развитие экономики. 2012. № 2 (8). С. 124-131.
3. Ермакова Е.А. Синичкин Павел Васильевич Факторы, влияющие на стоимость непубличных компаний // Universum: экономика и юриспруденция. 2015. № 7 (18).
4. Исаев Е.И., Борисов И.Р. Проблема оценки стоимости непубличных компаний на развивающихся рынках // Наука, техника и образование. 2014. № 2 (2).
5. Никифорова Н.А. Анализ оптимизации источников финансирования и инвестиционная привлекательность компании // Финансовый менеджмент. 2019. № 3. С. 3-12.
6. Никифорова Н.А. Инновационные процессы и стратегический анализ // Инновационное развитие экономики. 2014. № 4. С. 91-93.
7. Чернышева М.В. Проблемы кредитования малого и среднего бизнеса в России // Juvenis scientia. 2016. № 2.
8. Berger A.N., Udell G.F. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle // Journal of banking & finance. 1998. V. 22. № 6-8. P. 613-673.
9. Brown L.D. et al. Inside the "black box" of sell-side financial analysts // Journal of Accounting Research. 2015. V. 53. № 1. P. 1-47.
10. Chen F. et al. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets // The accounting review. 2011. V. 86. № 4. P. 1255-1288.
11. Harjoto M.A., Paglia J.K. The Discount for Lack of Marketability in Privately Owned Companies: A Multiples Approach // Journal of Business Valuation and Economics Loss Analysis. 2010. V. 5. № 1.