

УДК 005.334

**Е. А. Панкратьева***Байкальский государственный университет,  
г. Иркутск, Российская Федерация***Е. И. Кельберг***Байкальский государственный университет,  
г. Иркутск, Российская Федерация*

## РИСК–МЕНЕДЖМЕНТ В КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

**АННОТАЦИЯ.** В данной статье рассматривается место менеджмента риска в системе управления стоимостью бизнеса. Риск рассматривается не только как событие неблагоприятное, но и с точки зрения возможностей бизнеса. Дана классификация рисков на специфические и рыночные. Исходя из данной классификации поставлена проблема учета тех рисков, которые не оказывают существенного влияния на стоимость бизнеса. Подробно рассмотрена взаимосвязь между риском и доходностью при применении доходного и сравнительного подхода в оценке бизнеса. Проанализирована необходимость идентификации направлений или активов бизнеса для более точной оценки и управления стоимостью. Рассмотрены проблемы выбора метода учета риска в модели дисконтирования денежных потоков и корректировки на уровень риска при использовании сравнительного подхода. В статье представлены основные модели учета риска и дохода, используемые при оценке бизнеса. Указаны преимущества и проблемные области применения данных моделей. Сделаны выводы о необходимости индивидуального учета риска в оценке бизнеса и об особенностях учета системы риск–менеджмента при управлении стоимостью бизнеса.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА.** Оценка бизнеса; управление стоимостью; риск–менеджмент; денежный поток; дисконтирование; управление рисками; модели риска и доходности.

**ИНФОРМАЦИЯ О СТАТЬЕ.** Дата поступления 01 сентября 2017 г.; дата принятия к печати 19 декабря 2017 г.; дата онлайн-размещения 29 декабря 2017 г.

**Ye. A. Pankratyeva***Baikal State University,  
Irkutsk, Russian Federation***Ye. I. Kelberg***Baikal State University,  
Irkutsk, Russian Federation*

## RISK MANAGEMENT IN THE CONCEPT OF BUSINESS COST MANAGEMENT

**ABSTRACT.** The article considers the place of the risk management in the system of business cost management. It regards the risk not only as a negative event, but also in terms of business opportunities. The author classifies the risk into the specific and the market ones. Based on this classification, the problem is set up for accounting those risks that do not have a significant impact on the business cost. The article particularly considers a relationship between the risk and the profitability when applying the profitable and comparative approaches to business evaluation. It analyzes the necessity to identify business directions or assets for more accurate evaluation and cost management. The article regards the problems of choosing the methods of considering the risk in a discounting model of money flow and adjusting the level of risk using a comparative approach. The article presents the main models of risk consideration and income used in business evaluation. It indicates the advantages and problem areas of using these models. The authors make the conclusion on the necessity of individual risk consideration in business evaluation and on the specifics of considering the risk management system in controlling the business cost.

© Е. А. Панкратьева, Е. И. Кельберг, 2017

**Baikal Research Journal**

электронный научный журнал Байкальского государственного университета

**KEYWORDS.** Business evaluation; cost management; risk management; money flow; dis-counting; management of risks; risk and income models.

**ARTICLE INFO.** Received September 01, 2017; accepted December 19, 2017; available online December 29, 2017.

Цель риск-менеджмента должна соответствовать цели деятельности организации. В рамках стоимостной концепции управления бизнесом целью является достижения максимально возможной стоимости бизнеса при допустимом уровне риска. Доход является одним из основных факторов создания стоимости. Соотношение риска и доходности лежит в основе принятия решения.

Наиболее распространено толкование риска как события негативного. Однако, более правильно под риском понимать любое отклонение от ожидаемого значения как в отрицательную, так и в положительную сторону. Таким образом, риском является не только вероятность получения ущерба, но и вероятность получения дополнительного дохода.

Собственники бизнеса, инвесторы, акционеры предполагают получение дохода исходя из своих ожиданий. Расхождение фактически полученного и ожидаемого дохода означает наличие риска. Дисперсия и стандартное отклонение являются мерой разброса уровня дохода вокруг средне ожидаемого значения. Отклонение фактической доходности в большую и меньшую сторону может быть неравномерным.

Очевидно, что при прочих равных условиях выбор будет сделан в пользу проекта или бизнеса с наименьшей величиной разброса. Если же ожидаемая доходность при выборе альтернативы не равна, то используется коэффициент вариации для расчета количества риска на единицу доходности.

Базой для расчета дисперсионных критериев традиционно считается ретроспективная информация. Если же управление стоимостью осуществляется в молодой или убыточной организации, то возможно использование прогнозных данных.

При реализации стоимостной концепции в управлении бизнесом необходимо учитывать весь спектр рисков, в том числе и не влияющих непосредственно на стоимость. Тема идентификации рисков в оценке бизнеса рассмотрена В. М. Рутгайзером [1]. Для целей идентификации все риски можно поделить на две группы: риски на уровне организации и риски на уровне рынка.

К первой группе рисков относится риск, связанный с неверным планированием и прогнозированием. Например, риск неверной оценки уровня спроса на рынке жилой недвижимости может привести к снижению цены на квадратные метры, неполучению ожидаемой прибыли строительной компанией, однако, вряд ли скажется на рынке жилой недвижимости в целом.

Конкурентный риск также относится к риску на уровне фирмы. Когда, к примеру, организация, проигрывает конкурс, то это отражается чаще всего только на ее деятельности и никак не затрагивает поставщиков.

Отраслевой риск в большинстве случаев отражается на деятельности нескольких фирм, поэтому также относится к рискам на уровне фирмы.

В свою очередь на все сферы деятельности бизнеса оказывает влияние рыночный риск. Яркими примерами рыночного риска является валютный риск, риск повышения процентных ставок по кредитам, действие которых негативно сказывается практически на любые инвестиции.

Данное деление носит условный характер и должно учитывать особенности бизнеса и отрасли.

Уровень специфического риска бизнеса связан с уровнем диверсификации. Специфический риск диверсифицированных инвестиций будет стремиться к

нулю. Математически данная особенность доказана Г. Марковицем в портфельной теории [2].

Наряду с принципом регрессии и полезности принцип диверсификации является основным в риск-менеджменте. Кроме того, диверсификация — наиболее часто применяемый и эффективный инструмент управления рисками.

Диверсификация может быть связанной и не связанной. Первый вид диверсификации часто относят к мнимой диверсификации, т. к. он позволяет снизить специфический риск бизнеса в меньшей степени, нежели не связанная диверсификация.

При осуществлении нескольких инвестиционных проектов, не связанных друг с другом показатель корреляции будет снижаться. Меньший уровень корреляции показывает большую степень не связанной диверсификации, следовательно, уровень риска будет снижаться.

Каждый из трех подходов в оценке бизнеса учитывает влияние риска на стоимость. В расчетной части уровень риска напрямую определяется при использовании доходного подхода. В дано случае ставка дисконтирования выступает мерой рискованности. Ставка дисконтирования учитывает три компонента: источники капитала, временная оценка денежной единицы и риск.

Являясь делителем, позволяющим определить текущую стоимость денежного потока, ставка дисконтирования выступает еще и в качестве нормы доходности на вложенный капитал, и показателем, определяющим стоимость привлечения капитала.

При определении уровня риска при расчете ставки дисконтирования не учитывается наличие, стоимость и качество менеджмента риска.

Остановимся подробнее на особенностях учета уровня риска при определении стоимости бизнеса сравнительным и доходным подходом.

Выбор величины дохода является сложнейшим этапом при расчете стоимости доходным подходом. В данной статье анализируется применение метода дисконтирования денежных потоков в связи с тем, что метод капитализации имеет достаточно много ограничений в применении.

В качестве дохода может быть выбрана одна из следующих величин: свободный денежный поток, денежный поток для всего инвестированного капитала, денежный поток для собственного капитала, дивиденды, прибыль до уплаты процентов и налогов и другие величины [3].

Процесс выбора дохода зависит от целей управления стоимостью и от целей оценки. Для акционеров и собственников бизнеса предпочтительным будет выбор свободного денежного потока. Данная величина рассчитывается по формуле (1).

$$FCF = (1 - T) \cdot EBIT + DA - CNWC - CAPEX \quad (1)$$

где  $T$  — налог на прибыль;  $EBIT$  — прибыль до уплаты процентов и налогов;  $DA$  — амортизация;  $CNWC$  — изменение чистого оборотного капитала;  $CAPEX$  — капитальные вложения.

Свободный денежный поток таким образом отражает ту величину дохода, которая остается в компании после осуществления всех необходимых капитальных затрат.

Стоимость бизнеса с применением метода дисконтирования свободных денежных потоков будет иметь вид (формула (2)):

$$V = \frac{\sum FCF_n}{(1+R)^n} + \frac{CF_{n+1}}{R-g} \quad (2)$$

где  $V$  — стоимость бизнеса;  $FCF_n$  — свободный денежный поток периода  $n$ ;  $R$  — ставка дисконтирования;  $g$  — долгосрочные темпы роста.

Основными компонентами стоимости в методе дисконтирования денежных потоков являются: денежный поток, сформированный на дату оценки, прогнозируемый рост, стоимость постпрогнозного периода (терминальная стоимость), ставка дисконтирования.

Денежный поток рассчитывается в практике оценки бизнеса на текущую дату, поэтому отражает те инвестиции, которые были осуществлены на текущий момент времени. В таком случае уровень риска рассчитывается исходя из тех действий менеджера, которые уже были осуществлены до момента оценки. Получается, что денежный поток и риск традиционно отражают прошлую деятельность организации.

Для того, чтобы спрогнозировать денежный поток мы используем историческую информацию или значения, характерные для конкретной отрасли. Вместо этого стоит задуматься об учете активных действий менеджера и их влияния на уровень риска и денежный поток в перспективе. Кроме того, будущие денежные потоки совсем не обязательно, что будут формироваться за счет существующих инвестиций и, значит стоимость денежного потока может оказаться значительно переоценена.

Методы ведения риск-менеджмента в организации оказывают значительное влияние на стоимость бизнеса, рассчитанную методом дисконтирования денежных потоков доходного подхода. Исходя из тесной связи между риском и доходностью можно сделать вывод о том, что не склонные к риску организации будут выбирать в основном методы уклонения от рисков и, следовательно, иметь меньшие денежные потоки и совсем не будут получать избыточный доход от инвестиций.

Денежный поток для инвестированного капитала рассчитывается по формуле (3) [4]:

$$CF_{10} = EBIT - T + DA \pm \downarrow \uparrow CNWC - \text{Расходы на содержание капитала} \quad (3)$$

Данная формула актуальна только для существующих инвестиций. В случае, если в течении прогнозного периода планируются дополнительные инвестиции, то их величину нужно учитывать отдельно.

Получается, что уровень риска бизнеса учитывается дважды. С одной стороны, риск влияет на формирование самого денежного потока, так как доход складывается под влиянием риск, с другой — мы учитываем риск в ставке дисконтирования. Так, применяя метод кумулятивного построения, при расчете ставки дисконтирования, к безрисковой ставке прибавляются следующие виды риска: риск, связанный с размером организации, риск инвестиций в данную организацию. При расчете ставки дисконтирования по модели оценки капитальных активов дополнительно учитывается систематический риск, отражающий характер связи доходности конкретного бизнеса по отношению к доходности отрасли или рынка в целом.

Еще одна проблемная область заключается в учете уровня риска для прогнозного периода. К примеру, если в организации существует система менеджмента риска, которая доказала свою эффективность в ретроспективном периоде, то уже наличие такой системы должно снизить уровень риска. В то же время, построение и поддержание такой системы требует определенных затрат, которые будут уменьшать денежный поток. Управление рисками должно стоить меньше, нежели реализация рискованного события — это является одним из показателей эффективности созданной системы.

Наличие системы риск-менеджмента позволяет строить наиболее вероятные и точные прогнозы деятельности организации. При определении величины дисконтированных денежных потоков, а также терминальной стоимости необходимо определить, какие риски будут непосредственно влиять на величину денежного потока.

В случае, если степень диверсификации бизнеса велика, то специфические риски организации не будут оказывать существенного влияния на стоимость, поэтому и не стоит учитывать при построении модели. Если снижение денежного потока связано с затратами на управление рисками или диверсификацию деятельности, то и ставка дисконтирования должна снижаться при построении прогноза.

Наличие и качество системы по управлению рисками в большей мере учитывается в разновидности метода дисконтирования денежных потоков — в опционном методе оценки бизнеса. Метод реальных опционов дополняет метод дисконтирования денежных потоков на стоимость предпринимательских возможностей, в которых учтены активные действия менеджера. Расчет величины дополнительного дохода осуществляется с учетом вероятностей и последствий наступления благоприятного или неблагоприятного события.

Сравнительный подход при оценке бизнеса основан на сопоставлении оцениваемой организации с организациями-аналогами. При этом аналогичными организации могут быть по финансовым показателям деятельности или же иметь отраслевое сходство.

Одним из этапов расчета стоимости бизнеса сравнительным подходом является выбор ценовых мультипликаторов. Наиболее распространенными являются: мультипликатор, отражающий зависимость цены (P) от прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ) и мультипликатор цена (P) к прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА). Связано это с тем, что организации применяют различные системы налогообложения, это может исказить оцениваемую стоимость бизнеса.

Выбор мультипликатора обусловлен и финансовым положением организации. Большое количество строительных организаций имеют отрицательную величину чистой прибыли и прибыли до налогообложения. По данным статистики<sup>1</sup> сальдированный финансовый результат по виду деятельности — строительство в 2016 г. составил 25 429 тыс. р. в Иркутской области. В то же время, количество убыточных предприятий достигло 39,5 %.

Если убыточная организация выбрана в качестве аналога, то применение мультипликаторов P/ЕБИТ и P/ЕБИТДА становится невозможным. В данной ситуации целесообразно применять такие мультипликаторы, как цена/выручка, цена/балансовая стоимость или специфические мультипликаторы, например, для строительной отрасли цена/количество квадратных метров.

Если организации имеют равные доходы и равные условия осуществления деятельности, то проблем, связанных с применением сравнительного подхода, не возникнет. Такая ситуация никогда не встречается в реалиях. При выявлении различий в организациях аналогах делаются корректировки. Корректировка на риск является одной из самых сложно определяемых величин.

При сопоставлении организаций с различной структурой капитала нужно сделать корректировку финансового риска. Однако, нужно учесть, что стоимость привлечения заемного капитала может оказаться ниже стоимости привлечения собственного капитала.

Распространенным является допущение о равновеликом уровне риска для всех организаций, осуществляющих деятельность в одной отрасли. Это утверждение,

<sup>1</sup> Территориальный орган Федеральной службы государственной статистики по Иркутской области / Иркутскстат. URL : <http://irkutskstat.gks.ru/>.

на наш взгляд, является не верным. Получается, что все компании отрасли при равном уровне риска вовсе не должны им управлять, так как управление риском не принесет им каких-либо конкурентных преимуществ.

В 1980 г. Эдвард Боуман провел исследование [5] о соотношении риска и дохода. В результате проведенного исследования выявлено, что связь риска и дохода не является безусловной и появилось понятие «парадокс Боумана». Исследование Боумана основано на том, 404 из 599 организаций показали, что связь между риском и доходом отсутствует.

Результаты исследования дали жизнь различным теориям, объясняющим отсутствие связи. Данные теории можно объединить в три группы: наличие/отсутствие связи между риском и доходом в зависимости от принимающего решение лица, в зависимости от стратегического управления и с позиции специфических особенностей бизнеса. Подробный анализ перечисленных групп теорий проведен Л. А. Раменской в статье [6].

Более поздние исследования Э. Боумана объяснили выявленный парадокс с позиции зависимости доходности организации от доходности отрасли. «Парадокс Боумана» получился из-за включения в выборку компаний, имеющих доходности ниже средней по отрасли. Такие организации, по мнению автора парадокса более склонны к необдуманному риску, нежели те, которые имеют более устойчивое положение в отрасли.

Ряд исследований, проведенных позже и опубликованных в Journal of Innovation & Knowledge, подтвердили выводы Э. Боумана [7]. Результаты этих исследований необходимо учитывать при управлении стоимостью бизнеса.

Учесть необходимые риски и наличие системы менеджмента риска можно при формировании денежного потока с помощью поправок к итоговому значению. Данная схема изображена на рисунке.

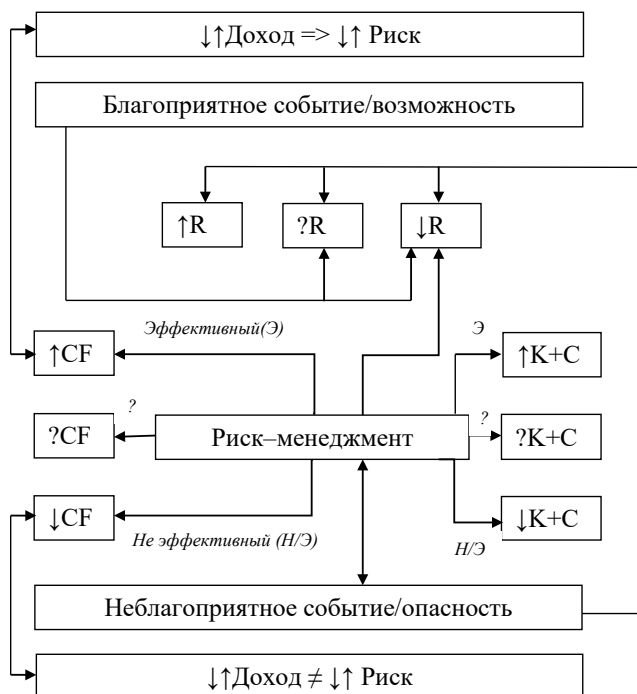


Рис. 1. Учет системы риск-менеджмента при определении денежных потоков

Из рисунка видно положительное влияние эффективной системы по управлению рисками на денежный поток.

Также в результате эффективного риск-менеджмента стоимость бизнеса будет расти в случае применения итоговой корректировки на наличие/отсутствие менеджмента рисков.

Управление рисками приводит к снижению ставки дисконтирования и к увеличению величины дисконтированного денежного потока. Однако, управление рисками включает не только расчет вероятности и последствий наступления неблагоприятного события, но учет возможностей бизнеса при наступлении рискованного события. Получается, что при наличии риска как возможности дисконтированный денежный поток все же снижается, что не верно.

Учитывать риски при определении стоимости бизнеса можно при определении денежного потока, при расчете ставки дисконтирования или комбинированным методом. Важно не допустить двойного учета риска при оценке бизнеса.

Существует несколько вариантов расчета текущей стоимости денежных потоков [1]. Первый вариант заключается в определении текущей стоимости денежного потока по ставке дисконтирования, которая включает безрисковую ставку и премии за риск. Использование данного варианта приведет к искажению результата для тех компаний, доход которых ниже среднеотраслевого уровня, так как связь между риском и доходом не устойчива. Второй вариант применяется, когда денежные потоки в прогнозный период носят гарантированный характер, например, договор строительного подряда уже заключен. Наличие договора является гарантией получения дохода в будущем. В данном случае дисконтирование денежных потоков возможно по безрисковой ставке.

Несмотря на явную зависимость ставки дисконтирования и стоимости бизнеса в формуле доходного подхода в оценке, все же их корреляция не является столь явной. Если высокий риск связан с высокими доходами, то не понятно, почему при увеличении ставки дисконтирования как меры риска стоимость бизнеса все же снижается.

При отрицательной величине денежного потока увеличение ставки дисконтирования приведет к тому, что отрицательный денежный поток будет стремиться к нулю. Поэтому в данном случае для расчета текущей стоимости денежного потока также лучше применять ставку безрисковую.

Денежные потоки в любом случае должны быть сопоставимы с безрисковой ставкой и ставкой дисконтирования, например, по учету инфляции, периода получения дохода и другим показателям.

Стоит сделать еще одно допущение: выявленные риски не всегда относятся к деятельности организации в целом. Поэтому, если возможно, разбиение бизнеса на несколько направлений, то расчет риска будет производиться для каждого из идентифицированных направлений. Совокупность всех направлений бизнеса можно рассматривать как инвестиционный портфель.

Остановимся более подробно на основных моделях, позволяющих учесть риск и доход для управления стоимостью бизнеса [8].

Модель оценки капитальных активов (САРМ). Данная модель имеет несколько вариаций. Традиционно ставки дохода на вложенный капитал рассчитывается по формуле (4):

$$R = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f), \quad (4)$$

где  $R$  — ставка дохода на вложенный капитал;  $R_m$  — среднерыночная доходность;  $\beta$  — коэффициент систематического риска.

В данной модели учтен только систематический риск через коэффициент  $\beta$ . Специфические риски организации не учитываются в модели оценки капитальных активов из расчета на то, что бизнес имеет высокую степень диверсификации, в результате которой данная группа рисков стремиться к нулю.

Для определения уровня систематического риска по модели CAPM нужно рассчитать коэффициент Бета (формула (5)):

$$\beta = \frac{cov_{ij}}{\sigma_j^2} \quad (5)$$

где  $cov_{ij}$  — ковариация  $i$ -го актива с портфелем  $j$ ;  $\sigma_j^2$  — дисперсия портфеля.

Ковариация показывает только тесноту связи между отдельным активом и портфелем активов бизнеса.

Данный показатель сравнивается с 1. Бета больше 1 означает высокий уровень систематического риска, меньше 1 — низкий, безрисковый актив будет иметь коэффициент систематического риска, равный 0.

В случае существенных отличий рассматриваемой компании от других компаний на рынке возможно применение безрычажной беты в предположении, что у оцениваемой компании нет долга. Подробно о данном методе расчета написано в учебном пособии по «Оценке бизнеса» [9].

В действительности не все организации пользуются таким инструментом как диверсификация. Для данных организаций целесообразно применение модифицированной модели оценки капитальных активов (формула (6)):

$$R = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (6)$$

где  $S_1$  — премия за риск инвестиций в малое предприятие;  $S_2$  — премия за риск инвестиций в конкретный бизнес;  $C$  — страновой риск.

С помощью модифицированной модели CAPM возможен учет как систематических, так и несистематических рисков бизнеса.

Измерить рыночный риск отдельного актива или направления деятельности возможно через показатель ковариации данного актива по отношению к рынку или портфелю активов организации. Если в результате измерения выявлено однонаправленное изменение доходности актива вслед за изменением доходности портфеля/рынка, то рыночный риск такого актива является высоким.

Специфический риск актива или направления деятельности можно измерить с помощью дисперсионных критериев оценки риска: математического ожидания, дисперсии, стандартного отклонения, коэффициента вариации [10]. Оценка риска происходит через сравнение дисперсионных критериев до включения актива (направления) в портфель и после.

В 1976 г. С. Россом была предложена модель арбитражной оценки (ARM) [12]. Данная модель основана на сравнении инвестиции с низким уровнем риска и высокой степенью диверсификации с пространственным арбитражем.

Модель арбитражной оценки имеет следующий вид (формула (7)):

$$R_{\text{факт}} = R + (\beta_1 \cdot F_1 + \beta_2 \cdot F_2 + \dots + \beta_n \cdot F_n) + \varepsilon, \quad (7)$$

где  $R_{\text{факт}}$  — доходность фактическая;  $R$  — среднеожидаемая доходность;  $\beta_n$  — чувствительность  $n$ -го актива к определенному фактору;  $F_n$  — численное измерения конкретного фактора;  $\varepsilon$  — фактор деятельности конкретного бизнеса.

В практической оценке и управлении стоимостью бизнеса данная модель крайне редко применяется по следующим причинам: сложность определения факторов



с тесной взаимозависимостью с доходностью и индивидуальность определения данных факторов для каждого бизнеса.

С помощью применения регрессионных моделей в 1992 г. Фама и Френч доказали зависимость между мультипликатором балансовая стоимость/цена и доходностью бизнеса. Выявленная зависимость отражена в прокси-модели (формула (8)) [11]:

$$R_i = 1,77 \% - 0,11 \ln(P) + 0,35 \ln \frac{BV}{P}, \quad (8)$$

где  $P$  — рыночная стоимость собственного капитала;  $\frac{BV}{P}$  — мультипликатор балансовая стоимость/цена.

Так или иначе, измерение риска строится на его отклонении от ожидаемого значения во всех моделях. Соответственно, при совпадении этих двух величин можно говорить о безрисковых инвестициях.

Основные проблемы рассмотренных моделей связаны с предположением о разумности действий лица, принимающего решение. Кроме того, во многих моделях, измеряющих риск и доходность есть предположение о нормальном распределении, что далеко от реальности.

Определение уровня риска единого на протяжении всего периода прогнозирования приводит к существенному искажению результатов оценки бизнеса. Риск является переменной величиной под влиянием внешних и внутренних факторов деятельности организации.

Проводимая политика по управлению рисками напрямую зависит от склонности к риску лица, принимающего решение. Если лицо, принимающее решение имеет высокий уровень риск – аппетита, то данный факт должен найти отражение в ставке дисконтирования. Напротив, при пассивном отношении к риску, дисконтировать денежные потоки можно по безрисковой ставке.

Нами были рассмотрены основные модели, отражающие соотношение риска и дохода. Выбор модели зависит от сложившейся ситуации на рынке, от специфики деятельности конкретной организации, уровня специфических и рыночных рисков, от видов осуществляемой деятельности, периода прогнозирования, особенностей формирования денежных потоков и прочих факторов, наличия системы риск-менеджмента, интересов лица, принимающего решения и т. д. Учет данных переменных позволит выбрать и выстроить модель, в наибольшей степени отражающую соотношение рискованности и доходности бизнеса.

#### Список использованной литературы

1. Рутгайзер В. М. Идентификация рисков при оценке стоимости бизнеса / В. М. Рутгайзер. — М. : Лаборатория книги, 2010. — 67 с.
2. Markowitz H. M. The Utility of Wealth / H. M. Markowitz // Journal of Political Economy. — 1952. — Vol. 60. — P. 151–158.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. — 5-е изд. — М. : Альпина Паблишер, 2016. — 1339 с.
4. Кеменов А. В. Управление денежными потоками : учеб. пособие / А. В. Кеменов. — М. : Юнити-Дана, 2015. — 167 с.
5. Bowman E. H. A Risk / Return paradox for strategic management / E. H. Bowman // Sloan Management Review. — 1980. — № 21. — P. 17–31.
6. Раменская Л. А. Парадокс отрицательной взаимосвязи доходности и риска («парадокс Боумана»): обзор теории и эмпирических исследований / Л. А. Раменская // Вестник Удмурдского университета. Сер. Экономика и право — 2016. — Т. 26, вып. 4. — С. 51–56.

7. Оценка организации (предприятия, бизнеса) : учебник / А. Н. Асаул [и др.] ; под ред. А. Н. Асаула. — М. : Проспект, 2016. — 383 с.
8. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / под ред. А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. — М. : Интерреклама. 2003. — 544 с.
9. Новиков А. И. Теория принятия решений и управление рисками в финансовой и налоговой сферах : учеб. пособие / А. И. Новиков, Т. И. Солодкая. — М. : Дашков и К°, 2017. — 285 с.
10. Ross St. The arbitrage theory of capital asset pricing / St. Ross // *Journal of Economic Theory*. — 1976. — № 13(3). — P. 341–360. — DOI:10.1016/0022-0531(76)90046-6.
11. Fama E. F. Size, value, and momentum in international stock returns / E. F. Fama, K. R. French // *Journal of Financial Economics*. — 2012. — № 105(3). — P. 457–472.

### References

1. Rutgaizer V. M. *Identifikatsiya riskov pri otsenke stoimosti biznesa* [Identification of risk in business evaluation]. Moscow, Laboratoriya knigi Publ., 2010. 67 p.
2. Markowitz H. M. The Utility of Wealth. *Journal of Political Economy*, 1952, vol. 60, pp. 151–158.
3. Damodaran A. *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York, John Wiley and Sons, Ltd, 2008. 1008 p. (Russ. ed.: Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka. Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov*. 5<sup>th</sup> ed. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2016. 1339 p.).
4. Kemenov A. V. *Upravlenie denezhnymi potokami* [Cash flow management]. Moscow, Yuniti-Dana Publ., 2015. 167 p.
5. Bowman E. H. A Risk/Return paradox for strategic management. *Sloan Management Review*, 1980, no. 21, pp. 17–31.
6. Ramenskaya L. A. The paradox of negative relationship between risk and return («bowman's paradox»): review of the theory and empirical research. *Vestnik Udmurtskogo universiteta. Seriya Ekonomika i pravo = Bulletin of Udmurt University. Series Economics and Law*, 2016, vol. 26, iss. 4, pp. 51–56. (In Russian).
7. Asaul A. N., Starinskii V. N., Asaul M. A., Grakhov V. P. *Otsenka organizatsii (predpriyatiya, biznesa)* [Evaluation of organization (enterprise, business)]. Moscow, Prospekt Publ., 2016. 383 p.
8. Gryaznov A. G., Fedotov M. A. (eds). *Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa)* [Estimating the cost of enterprise (business)]. Moscow, Interreklama Publ., 2003. 544 p.
9. Novikov A. I., Solodkaya T. I. *Teoriya prinyatiya reshenii i upravlenie riskami v finansovoi i nalogovoi sferakh* [Theory of decision-making and risk management in financial and tax spheres]. Moscow, Dashkov i K Publ., 2017. 285 p.
10. Ross St. The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 1976, no. 13(3), pp. 341–360. DOI:10.1016/0022-0531(76)90046-6.
11. Fama E. F., French K. R. Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 2012, no. 105 (3), pp. 457–472.

### Информация об авторах

*Панкратьева Елена Анатольевна* — кандидат экономических наук, доцент, кафедра экономики и управления инвестициями и недвижимостью, Байкальский государственный университет, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: hgv1950@mail.ru.

*Кельберг Елена Игоревна* — аспирант, кафедра экономики и управления инвестициями и недвижимостью, Байкальский государственный университет, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: 762113@gmail.com.

### Author

*Yelena A. Pankratyeva* — PhD in Economics, Associate Professor, Chair of Economics and Management of Investments and Real Estate, Baikal State University, 11 Lenin St., 664003, Irkutsk; e-mail: cpdo@bgu.ru

*Yelena I. Kelberg* — PhD Student, Chair of Economics and Management of Investments and Real Estate, Baikal State University, 11 Lenin St., 664003, Irkutsk; e-mail: 762113@gmail.com

#### Для цитирования

Панкратьева Е. А. Риск менеджмент в концепции управления стоимостью бизнеса / Е. А. Панкратьева, Е. И. Кельберг // *Baikal Research Journal*. — 2017. — Т. 8. — № 4. — DOI : [10.17150/2411-6262.2017.8\(4\)19](https://doi.org/10.17150/2411-6262.2017.8(4)19).

#### For Citation

Pankratyeva Ye. A., Kelberg Ye. I. Risk management in the concept of business cost management. *Baikal Research Journal*. 2017, vol. 8, no. 4. DOI : [10.17150/2411-6262.2017.8\(4\)19](https://doi.org/10.17150/2411-6262.2017.8(4)19). (In Russian).