

VERTINIMO, KOREGUOTO PAGAL RIZIKĄ, KONCEPCIJA

Audrius Dzikevičius

Vilniaus Gedimino technikos universiteto doktorantas, Įmonių ekonomikos ir vadybos katedra

Šiandieninėse finansinėse institucijose matomas aiškus poreikis pasiektus finansinius rezultatus vertinti lyginant juos su prisiimta rizika. Tai verčia daryti ne tik aštrėjanti konkurencija, bet ir akcininkų noras pereiti nuo pasyvaus rizikos vertinimo ar limitų nustatymo prie aktyvaus rizikos valdymo, t.y. finansinės institucijos privalo pagerinti savo veiklą, optimizuodami sąryšį tarp pasiektų finansinių rezultatų ir prisiimtos rizikos.

Vertinimas, koreguotas pagal riziką, ir yra naudojamas šiam sąryšiui nustatyti ir valdyti. Vertinimo, koreguoto pagal riziką, metodikos bando rasti bendrą matą, kuris leistų palyginti atskirų finansinių priemonių portfelių, struktūrinių padalinių ar net kompanijų pasiektus finansinius rezultatus ir prisimtą riziką. Šios metodikos gali padėti išspręsti daug praktinių problemų tokių kaip [1]:

- verslo vertės nustatymas,
- finansinių rezultatų tikslų nustatymas ir jų pasiekimo laipsnio vertinimas,
- atlyginimo ir motyvavimo sistemų kūrimas ir įgyvendinimas,
- kapitalo paskirstymo sprendimų priėmimas ir kt.

Yra žinomos ir praktinėje veikloje naudojamos kelios skirtingos vertinimo, koreguoto pagal riziką, metodikos, tačiau nėra vieningai apsispręsta dėl jų tinkamumo šiandieninėms problemoms spręsti. Be to, literatūroje nėra nusistovėjusios ir visų bendrai traktuojamos terminologijos: tuo pačiu vardu yra vadinamos skirtingos metodikos arba skirtingi autoriai tą pačią metodiką vadina skirtingais pavadinimais, vienok, visos jos lygina pasiektus finansinius rezultatus su prisimta rizika.

Reikia pasakyti, kad vertinimo, koreguoto pagal riziką, tema nebuvo mokslininkų plačiai nagrinėjama. Šios tyrimų krypties pionieriais yra laikomi J. L. Treynor [2], W. F. Sharpe [3] bei M. Jensen [4]. Klasikines metodikas apibendrina F. K. Reilly ir K. C. Brown [5], nemažai šiai tyrimų sričiai dėmesio skyrė K. Dowd [6, 7].

RAROC metodiką nagrinėjo Ch. Matten [8], M. Crouhy, D. Galai ir R. Mark [9] bei Ph. Jorion [10].

Šio straipsnio tikslas – pristatyti vertinimo, koreguoto pagal riziką, koncepciją, bei atskleisti jos praktinio taikymo kryptis.

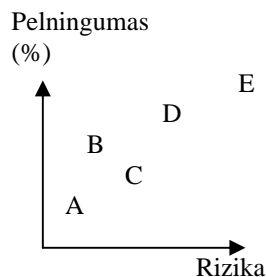
Finansinių institucijų vadovybė bei jų akcininkai siekia matyti realius planuojamų pasiekti ar jau pasiektų finansinių rezultatų vertinimus, kadangi yra svarbu, kokią riziką prisiimant bus arba buvo pasiekti vienokie ar kitokie rezultatai. Finansinius rezultatus ir prisiimamą riziką bando susieti vertinimo, koreguoto pagal riziką, koncepcija.

Vertinimas, koreguotas pagal riziką, gali turėti du aspektus [6]:

1. Alternatyvių investavimo galimybių vertinimas prieš sprendimų investuoti priėmimą. Koku būdu ir ką investicijų portfelio valdytojas pasirenka – ar investiciją, kurios laikomas pelningumas yra didelis, bet tuo pačiu ir prisiimama rizika yra aukšta, ar investiciją, kurios laukiamas pelningumas nėra didelis, tačiau ši investicija yra palyginti saugi? Atsakymą į šį klausimą gali rasti tiksliai rodikliai, susiejantys laukiamą pelningumą su prisiimama rizika.
2. Atliktų investicijų pelningumo vertinimas po sprendimų investuoti priėmimo, kuomet jau yra aiškūs šių sprendimų padariniai. Šiuo atveju reikėtų palyginti, pavyzdžiui, du skirtingus valiutų dilerius, kurių pirmasis pasiekė didelį pelningumo rodiklį, tačiau taip pat prisiimė ir didelę riziką, kai tuo tarpu antrasis dileris pasiekė nedidelį investicijų pelningumą, tačiau praktiškai nerizikavo finansinės institucijos ištekliams. Taip pat gali kilti poreikis įvertinti ne tik skirtingus dilerius, bet ir tam tikro struktūrinio padalinio padarytas atskiras investicijas ar valdomus skirtingus investicijų portfelius.

Taigi iš aukščiau pasakyto aiškėja, kad vertinimas, koreguotas pagal riziką, gali turėti visą eilę skirtingų naudingų pritaikymo galimybių, pradedant nuo alternatyvių ar jau atliktų investicijų ar net verslo vertinimo, finansinių rezultatų tikslų nustatymo ir jų pasiekimo laipsnio vertinimo, atlyginimo ir motyvavimo sistemų kūrimo ir įgyvendinimo, sprendimų dėl kapitalo paskirstymo priėmimo ir kt.

Vertinimo, koreguoto pagal riziką, koncepcija iliustruojama grafiškai 1. pav.



1. pav. Vertinimo, koreguoto pagal riziką, koncepcijos iliustracija

Tegu finansinė institucija turi penkis skirtingus valiutų dilerius, pažymėtus raidėmis nuo A iki E. Dileriai generuoja rizikos ir pelningumo kombinacijas, parodytas žemiau esančiame 1. pav. Dileris E uždirba daugiausiai pelno, tačiau tuo pačiu prisiima daugiau rizikos nei kiti dileriai. Iš kitos pusės, dilerio A pelningumas yra mažiausias, tačiau jis tuo pačiu prisiima mažiau rizikos nei kiti dileriai. Jeigu lygintume dilerius tiksliai pagal jų pasiekiamus pelningumo rodiklius, tuomet

pirmą vietą suteiktume dileriai E, po jo išsirikiuotų dileriai D, B, C ir A. Jeigu dilerius vertintume tikrai pagal jų prisiimamą riziką, pirmą vietą suteiktume dileriai A, o po jo išsirikiuotų dileriai B, C, D ir E. Taigi pagal šiuos du skirtingus kriterijus gaunami labai skirtingi vertinimai. Pirmajame vertinime pernelyg akcentuojamas pelningumas, o antrame – prisiimta rizika. Jei norėtume viename vertinime atsižvelgti tiek į pelną, tiek į prisiimamą riziką, pirmą vietą suteiktume dileriai B, po jo išsirikiuotų dileriai D, E, C ir, galiausiai, A. Taigi dileris B pasiekė geriausių rezultatų atsižvelgiant į koreguotą pagal riziką pelningumą, o dileris A pasiekė prasčiausių rezultatų (žr. 1. lentelę).

1. lentelė. Dilerių rangavimas pagal skirtingus kriterijus

Pagal pelningumą	Pagal riziką	Pagal pelningumą, koreguotą pagal riziką
E	A	B
D	B	D
B	C	E
C	D	C
A	E	A

Vertinimas, koreguotas pagal riziką, gali būti atliktas įvairiomis skirtingomis metodikomis. Visas vertinimo, koreguoto pagal riziką, metodikas galima suskirstyti į dvi grupes:

- metodikos, besiremiančios Kapitalo aktyvų įvertinimo modeliu, bei
- RAROC metodikos.

Kiekvienai iš aukščiau paminėtų grupių metodikų yra būdingi tam tikri trūkumai bei privalumai, kiekviena jų turi tam tikras specifines praktinio taikymo galimybes bei ypatumus, kuriuos yra svarbu žinoti siekiant tinkamai panaudoti vertinimo, koreguoto pagal riziką, koncepciją praktikoje.

Išvados

Vertinant alternatyvias investicijas arba jau atliktas investicijas yra svarbu atsižvelgti ne tik į tikėtiną ar pasiektą pelningumą, bet ir į numatomą prisiimti ar prisiimtą rizikos lygį. Tokio pobūdžio analizę padeda atlikti vertinimo, koreguoto pagal riziką, metodikos.

Vertinimo, koreguoto pagal riziką, koncepcija gali būti panaudota įmonės ar finansinės institucijos plačiam spektrui praktinių problemų, tokių kaip alternatyvių ar jau atliktų investicijų ar net verslo vertinimas, finansinių rezultatų tikslų nustatymas ir jų pasiekimo laipsnio vertinimas, atlyginimo ir motyvavimo sistemų kūrimas ir įgyvendinimas, sprendimų dėl kapitalo paskirstymo priėmimas ir kt., sprendimams.

Literatūra

1. Studer, G. Maximum Loss for Measurement of Market Risk, Doctoral Dissertation, Swiss Federal Institute of Technology Zurich, 1997.
2. Treynor J. L. How to Rate Management of Investment Funds // Harvard Business Review 43, no. 1, 1965, p. 63-75.
3. Sharpe, W. F. Mutual Fund Performance // Journal of Business 39, Supplement on Security Prices, 1966, p. 119-138.
4. Jensen, M. The performance of mutual funds in the period 1945-1964 // Journal of Finance 23, no. 2, 1968, p. 389-416.
5. Reilly, F. K. and Brown K. C. Investment Analysis and Portfolio Management, 6th ed., 1999.
6. Dowd, K. Beyond Value at Risk: The New Science of Risk Management, John Wiley & Sons, Chichester, 1999.
7. Dowd, K. Adjusting for risk: an improved Sharpe ratio // International Review of Economics & Finance 9, 2000, p. 209-222.
8. Matten C. Managing Bank Capital, John Wiley & Sons, New York, 1996.
9. Crouhy, M., Galai, D. and Mark, R. Risk Management, McGraw-Hill, New York, 2000.
10. Jorion, Ph. Financial Risk Manager Handbook 2001-2002, John Wiley & Sons, New York, 2001.

CONCEPTION OF RISK ADJUSTMENT

Summary

Risk adjustment of returns and performance measurement is one of the most popular topics at financial institutions around the world today. For the management board of a certain financial institution it is very important to know what risks it is bearing while achieving a certain level of returns.

This risk-adjusted approach revolves around the creation of shareholder value.

Risk adjustment and performance evaluation criteria are very important because of the number of different uses. Risk adjustment procedures are the core elements for tackling various practical problems such as valuation of alternative investments or even companies, financial governance, performance related compensation and incentive schemes, allocation of capital, etc.