

АНЗІНА

Ганна Вікторівна
anna.anzina@gmail.com

УДК 336

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВИЗНАЧЕННЯ СПРАВЕДЛИВОЇ ВАРТОСТІ
ХОЛДИНГОВИХ КОМПАНІЙTHEORETICAL ASPECTS OF THE HOLDING COMPANY'S INTRINSIC
VALUE ESTIMATIONаспірант кафедри фінансів,
Київський національний
університет імені Тараса
Шевченка

Стаття присвячена проблемі визначення змісту, сутності та особливостей оцінки справедливої вартості холдингових компаній. Визначено ключові фактори впливу на справедливую вартість холдингових компаній.

Статья посвящена проблеме определения содержания, сути и особенностей оценки справедливой стоимости холдинговых компаний. Определены ключевые факторы влияния на справедливую стоимость холдинговых компаний

The article presents the problem of essence and peculiarities of holding company's intrinsic value estimation. Key drivers of the holding company's intrinsic value were defined.

Ключові слова: справедлива вартість, холдингова компанія, дочірня компанія, асоційована компанія, системний ризик, оцінка вартості компанії

Ключевые слова: справедливая стоимость, холдинговая компания, дочерняя компания, ассоциированная компания, системный риск, оценка стоимости компании

Keywords: intrinsic value, holding company, subsidiary company, associated company, systemic risk, value estimation

ВСТУП

З огляду на особливості українського фондового ринку: високу волатильність, системний ризик, низькі ліквідність та капіталізацію, визначення справедливої вартості компанії набуває все більшого значення. Особливої актуальності набуває дослідження особливостей оцінки вартості холдингових компаній, які мають активи в Україні. Актуальність даної теми дослідження обумовлена необхідністю розробки методики оцінки справедливої вартості холдингової компанії, яка здійснює операційну діяльність в умовах українського ринку та знаходяться під впливом системних ризиків країни.

У контексті фінансової глобалізації змінюються стратегічні цілі діяльності будь-якого суб'єкта господарювання з концепції отримання прибутку та вартісно-орієнтований менеджмент. Сучасна концепція вартісно-орієнтованого управління компанією покликана керувати саме справедливою вартістю, а вже через очікування – і ринковою. Зовнішнім проявом результату діяльності компанії є зростання її вартості компанії, тобто можливість інвесторів отримати дивіденди чи зростання ринкового курсу корпоративних прав.

Поняття вартості може бути застосоване до будь-якого суб'єкта господарювання як вираження його цінності для економіки. Окремої, більш прискіпливої, уваги потребують саме публічні компанії, тобто ті, що мають певну частку своїх акцій у вільному обігу на біржі, оскільки саме такі компанії дають

можливість порівняння ринкової ціни із справедливою вартістю. Але, враховуючи складність українського законодавства, та вплив на суб'єктів ринку системного ризику, більшість публічних компаній України реєструють холдингові компанії за межами України. Реєстрація холдингової компанії за межами України дає можливість виходу на міжнародні ринки капіталу та управління компанією згідно законодавства країни-реєстрації, підвищує репутацію емітента.

Різними аспектами проблем оцінки вартості компанії займалися та зарубіжні та вітчизняні фахівці: Ю. Брігхем, Л. Гапенські, С. Росс, Т. Коупленд, Т. Коллер., Дж. Муррін, В.Д. Базилевич, І.О. Лютий, В.М. Шелудько, О.В. Любка, Ю.В. Петренко, О.О. Терещенко, О.В. Мертенс та ін.

Незважаючи на значні наукові доробки науковців, на окрему увагу заслуговують проблема визначення вартості холдингових компаній як учасників міжнародного ринку капіталів.

МЕТА РОБОТИ полягає у визначенні змісту та особливостей оцінки справедливої вартості холдингових компаній.

МЕТОДИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Методологічною та інформаційною основою роботи стали наукові праці зарубіжних та вітчизняних дослідників, матеріали періодичних видань, монографій, нормативно-правових актів. Під час дослідження використано методи індукції та

дедукції, структурно-логічного аналізу, порівняння та узагальнення.

РЕЗУЛЬТАТИ

У сучасних умовах функціонування компанії показник її вартості є одним із найважливіших показників результативності та ефективності діяльності компанії для її стейкхолдерів (акціонерів, інвесторів, кредиторів тощо). Варто зазначити, що незважаючи на важливість оцінки ринкової вартості компанії, окреме місце в системі показників займає справедлива вартість компанії.

Згідно Постанови Правління НБУ, справедлива вартість (fair value) є сумою, за якою може бути здійснений обмін активу або оплата зобов'язання в результаті операції між обізнаними, зацікавленими та незалежними сторонами. Термін «обізнані» означає, що зацікавлений покупець та зацікавлений продавець достатньо поінформовані про характеристики об'єкта оцінки, його фактичне та потенційне використання, а також про стан ринку на дату балансу [5]. Але запропоноване вітчизняними нормативно-правовими актами визначення не дає повного розуміння сутності поняття «справедлива вартість».

Російським науковцем Астраханцевою І.А. запропоноване вдале визначення справедливої вартості компанії: «Вартість (внутрішня, справедлива, фундаментальна цінність) компанії – це соціально-економічна категорія, що характеризується як результат діяльності компанії, так і потенціал, та визначена її здатність генерувати грошові потоки, співвіднесені до вартості залученого капіталу» [2, с. 125].

Фама стверджував, що ринкова ціна має враховувати справедливу вартість, та навпаки [7]. Гросман та Стігліц [8], а також Дженсон [9] стверджували, що ринок буде ефективним за умови раціональної поведінки його учасників, для можливості використання ринкової ціни без викривлення інформації та транзакційних витрат.

Зважаючи на неефективність українського фондового ринку, ринкова вартість будь-якої компанії, яка функціонує в економіці знаходиться під впливом значного системного ризику, що стає передумовою до унеможливлення коректної її оцінки. Саме це створює підґрунтя до актуальності оцінки справедливої вартості компанії.

Згідно Закону України «Про холдингові компанії в Україні» [3], холдинговою компанією вважається акціонерне товариство, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій двох або більше корпоративних підприємств.

Холдингова компанія створюється у вигляді акціонерного товариства шляхом об'єднання у статутному фонді контрольних пакетів акцій дочірніх підприємств.

На причинах та особливостях утворення холдингових структур зосереджено увагу багатьох вчених, особливо тих, які досліджують дане питання в умовах перехідних економік [1, с. 102], [4], [6, с. 30].

У результаті аналізу причин утворення холдингових компаній в Україні можна дійти до висновку:

- холдингові компанії є результатом концентрації та диверсифікації компанії;
- у холдингових компаніях має місце ефект масштабу (витрати на виробництво, збут, маркетинг, торгові марки, ліцензії тощо);
- холдингова компанія має можливість виходу на міжнародні ринки капіталу;
- розширення бізнесу до холдингової компанії формує позитивний імідж та репутацію серед акціонерів та інвесторів.

На сучасному етапі розвитку світової економіки оцінка вартості компаній-учасників глобального простору має особливу актуальність. Саме тому дослідження присвячено питанням особливості оцінки справедливої вартості українських холдингових компаній як агентів вітчизняної економіки у світовому економічному просторі.

Враховуючи особливості функціонування холдингових компаній, процес визначення їх вартості стає складнішим, оскільки у складі холдингу функціонує не одне підприємство.

До складу холдингової компанії можуть входити: дочірні компанії (це є суб'єкти господарювання із правом володіння більше ніж 50%+1 акція), а також асоційовані компанії (в яких холдингова компанія виступає міноритарним акціонером, із правом володіння 20% - 50% акцій).

Графічно приклад портфелю активів холдингової компанії відповідно до корпоративних прав можна зобразити наступним чином (див. рис. 1).



Рис. 1. Приклад портфелю активів холдингової компанії відповідно до корпоративних прав

Враховуючи практику формування фінансової звітності холдингової компанії шляхом консолідації

фінансової звітності кожної компанії у складі холдингу, варто визначити наступні особливості:

– усі статті фінансової звітності дочірніх компаній консолідується із звітністю холдингової компанії у розмірі 100%;

– фінансова звітність асоційованих компаній не консолідується із фінансовою звітністю холдингової компанії;

– у консолідованій фінансовій звітності участь у капіталі асоційованих компаній відображається в активі холдингової компанії як інвестиції у асоційовані компанії;

– у разі виплати дивідендів асоційованою компанією, даний грошовий потік консолідується у звітність холдингової компанії у вигляді інвестиційного грошового потоку;

– переоцінка інвестицій в акції асоційованих компаній консолідується у фінансову звітність холдингової компанії у вигляді доходів від інвестиційної діяльності (у випадку переоцінки на більшу суму інвестицій) або резервів переоцінки (у випадку переоцінки на більшу суму інвестицій).

Згідно класичної теорії корпоративних фінансів, вартість холдингової компанії є ні що інше як її справедлива, внутрішня цінність корпоративних пакетів акцій відповідно до прав володіння, тобто можливість компаній у складі холдингу генерувати прибутки у майбутньому із урахуванням ефекту синергії.

У свою чергу з позиції практики, справедлива вартість холдингової компанії – це результат діяльності дочірніх компаній з генерування грошових потоків скорегованих на участь асоційованих компаній відносно вартості капіталу всього холдингу.

Незважаючи на складність процесу оцінки вартості холдингової компанії, варто заважити, що ключовими моментами є: коректне складання консолідованої фінансової звітності та врахування усіх ризиків діяльності холдингової компанії у ставці дисконтування зважаючи на присутність компанії, як на внутрішньому, так і міжнародному ринках капіталу.

Враховуючи складність економічних відносин всередині холдингу, показник справедливої вартості є

безперечно найбільш об'єктивним показником результативності та ефективності дій менеджменту для акціонерів та інвесторів. Коректна оцінка вартості холдингової компанії є передумовою до визначення дохідності акціонерів компанії та очікуваної прибутковості фінансування для потенційних інвесторів. В свою чергу формування позитивних очікувань серед акціонерів та інвесторів дають можливість забезпечити необхідний рівень залучення додаткового фінансування для здійснення поточної операційної діяльності в межах холдингу та можливості подальшого розвитку із розширення вже існуючого бізнесу. Це створює передумови до пошуку найбільш ефективної моделі оцінки справедливої вартості холдингової компанії із урахуванням особливостей ринку, на якому вона функціонує. Процес пошуку оптимальної моделі ускладнюється особливостями створення холдингових компаній в українських реаліях. Реєстрація холдингової компанії за межами України визначає необхідність корегування моделей оцінки вартості холдингових компаній на такі фактори як: здійснення операційної діяльності на території України; залучення фінансування на вітчизняному ринку; участь у міжнародному фінансовому ринку; особливості оподаткування в країні реєстрації холдингової компанії; доступність для іноземних інвесторів тощо.

З огляду на складність визначення справедливої вартості компанії логічним є дослідження є аналіз методичного забезпечення оцінки справедливої вартості та обґрунтування найбільш ефективної моделі для холдингових компаній.

Методи оцінки вартості компанії відрізняються в залежності від цілей її проведення, тому існує велика кількість методів, що орієнтовані на різноманітні фактори. Згідно класичної теоретико-методичної бази, виділяють три підходи до оцінки вартості компанії: дохідний, витратний та порівняльний (див. рис. 2).



Рис. 2. Підходи до оцінки вартості компанії

Кожен з підходів класифікований за великою кількістю методів, що базуються на різних вхідних показниках та дають можливість використання зазначеної методології для будь-якої компанії. З метою оцінки справедливої вартості компанії найбільш об'єктивним є дохідний підхід, що визначає можливість компанії до генерування прибутків та сталих грошових потоків у майбутньому. Це дає можливість до оцінки дохідності інвестування для потенційних інвесторів та акціонерів. Витратний та порівняльний методи не дають такого результату та є більш статичними методами. Дохідний підхід поділений на велику кількість методів, що охоплюють оцінку майбутніх прибутків, доходів та грошових потоків. З огляду на

адекватність показників прибутковості, було обрано метод дисконтованих грошових потоків для оцінки дійсної вартості компанії, що реально зображує можливість компанії у генеруванні грошових коштів для акціонерів. Метод дисконтованих грошових потоків полягає у приведенні усіх прогнозованих грошових потоків на поточний період часу шляхом дисконтування їх на середньозважену вартість капіталу.

У контексті предмету дослідження, окремої уваги потребує визначення ефективної методики оцінки вартості холдингових компаній. Враховуючи організаційну складність утворення холдингів, варто визначити усі переваги та недоліки застосування класичних підходів оцінки вартості компанії.

Таблиця 1

Переваги та недоліки застосування класичних підходів до оцінки вартості холдингових компаній
[розроблено автором]

Підхід	Переваги	Недоліки
Дохідний	– врахування грошових потоків дочірніх та асоційованих компаній – можливість врахування ринкових ризиків з урахуванням складності організаційної структури	– складність точної оцінки впливу ринкового ризику
Витратний	– оцінюються історичні показники операційної діяльності компанії	– не оцінений потенціал майбутнього зростання компанії – не враховує систематичні ризики
Ринковий	– використовуються показники, які відображають сутність купівлі-продажу акцій.	– унікальність організації кожної холдингової структури унеможливує пошук точних аналогів

Таким чином (див. табл. 1), можна довести ефективність застосування моделей дисконтованих грошових потоків для визначення вартості холдингових компаній в умовах волатильних ринків, що обумовлено широкими можливостями модифікацій моделі. Чутливість моделі до змін на

ринку обумовлює доцільність її використання та можливість її корегування до відповідних чинників впливу. Так, у моделі можуть бути враховані ризики, пов'язані із участю в асоційованих компаніях, притаманні міжнародному ринку капіталів та локальному фінансовому ринку.

Отже, не зважаючи на відносну складність застосування методів доходного підходу, можна вважати модель дисконтованих грошових потоків однією з найбільш ефективних для оцінки вартості холдингових компаній.

Відповідно до методичних аспектів кожної окремої моделі, варто виокремити відповідні фактори впливу на вартість компанії. Це дасть можливість до визначення основних шляхів максимізації вартості холдингових компаній.

Ключові фактори впливу на вартість компанії можуть бути класифіковані на кількісні, якісні, внутрішні та зовнішні. За умов високої волатильності ринку, менеджмент кожного суб'єкту господарювання має приділяти належну увагу усім зовнішнім та внутрішнім факторам, що здійснюють вплив на справедливую вартість компанії. До внутрішніх факторів впливу можна віднести прибуток від операційної діяльності, який забезпечується темпами нарощення обсягів реалізації компанії; зміну поточних активів, що базується на потребах

фінансування діяльності суб'єкта господарювання; структуру капіталу, що визначається як цільова характеристика обсягів фінансування операційної діяльності за рахунок запозичених та залучених коштів. Внутрішні фактори є тими, що можуть бути проконтрольовані менеджментом компанії. Тоді як, зовнішні фактори впливу забезпечують зміну справедливої вартості компанії поза планами менеджменту. Саме неконтрольований вплив зовнішніх факторів є найбільш вагомим за умов граничних ринків капіталу, оскільки нестабільна кон'юнктура фінансового ринку змінює еластичність вартості до чинників, що на ній відображаються. Справедлива вартість компанії зазнає найбільшого впливу при зміні ставки дисконтування – вартості капіталу, яка за умов граничних ринків є значно завищеною за рахунок премій за специфічні ризики країни та галузі.

Фактори, які впливають на вартість компанії можна поділити на ті, які формують грошові потоки та ті, які здійснюють вплив на вартість капіталу.

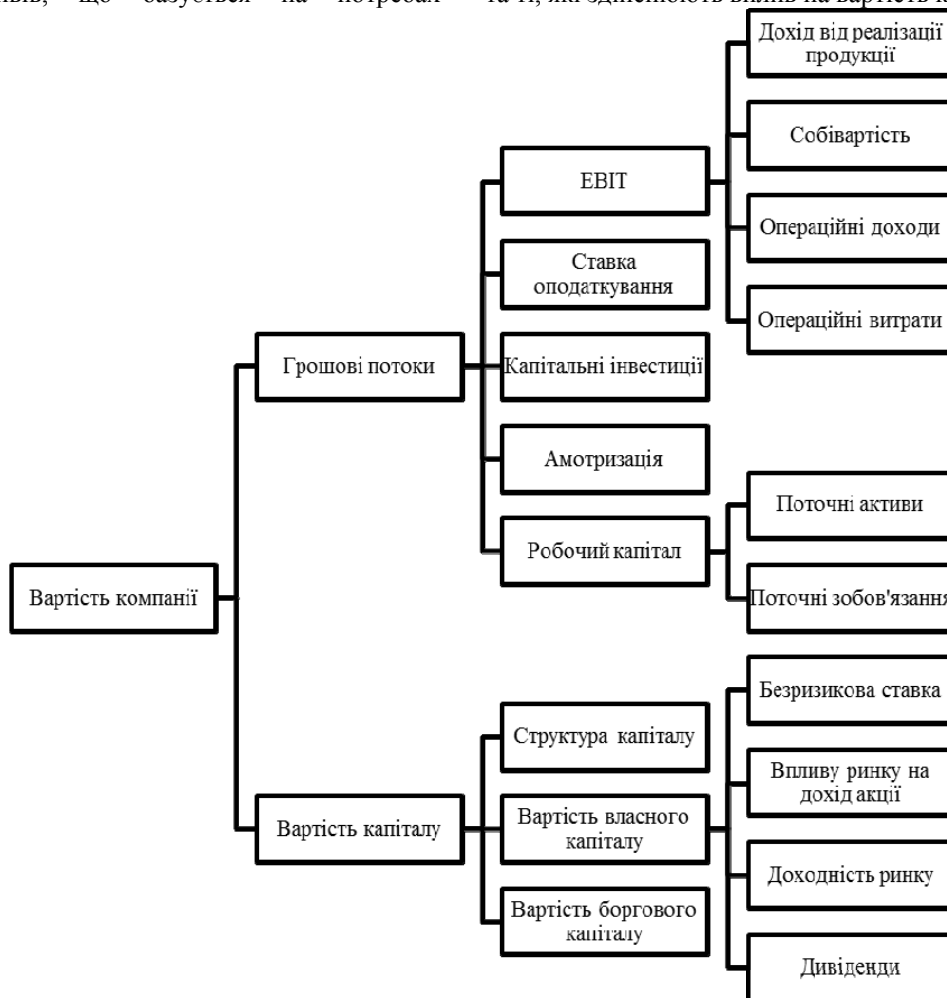


Рис. 3. Ключові фактори впливу на справедливую вартість компанії

Аналогічно до будь-якої іншої компанії, холдинг зазнає впливу факторів макро – та мікроекономічного середовища, але враховуючи складність організаційної структури, варто окрему увагу приділити впливу окремих компаній у складі холдингу.

Відповідно до схематизації факторів впливу на вартість холдингової компанії, яка наведена на рис. 4, холдингова компанія зазнає впливу таких агентів, як: ринок, дочірні та асоційовані компанії – тобто, ті, що знаходяться у складі холдингу. Асоційовані компанії здійснюють найменший вплив на вартість холдингової компанії через незначну участь в

акціонерному капіталі. Але, грошовий потік від інвестицій в статутний капітал асоційованої компанії, який має бути щорічно переоцінений за ринковою вартістю, а також грошовий потік від дивідендів (за наявності), що має бути врахований до грошового потоку від інвестиційної діяльності холдингової компанії здійснюють безпосередній та значний вплив на вартість холдингової компанії. Враховуючи той факт, що дочірні та асоційовані компанії є агентами мікроекономічного впливу,

оскільки приймають безпосередню участь у формуванні грошових потоків холдингової компанії. У той же час, холдингова компанія зазнає впливу макроекономічного середовища – кон'юнктура ринку диктує вартість боргу та ринковий ризик, систему оподаткування та ряд якісних факторів. З огляду на участь дочірніх компаній у формуванні зобов'язань холдингової компанії, вони стають також агентами впливу макроекономічних факторів.

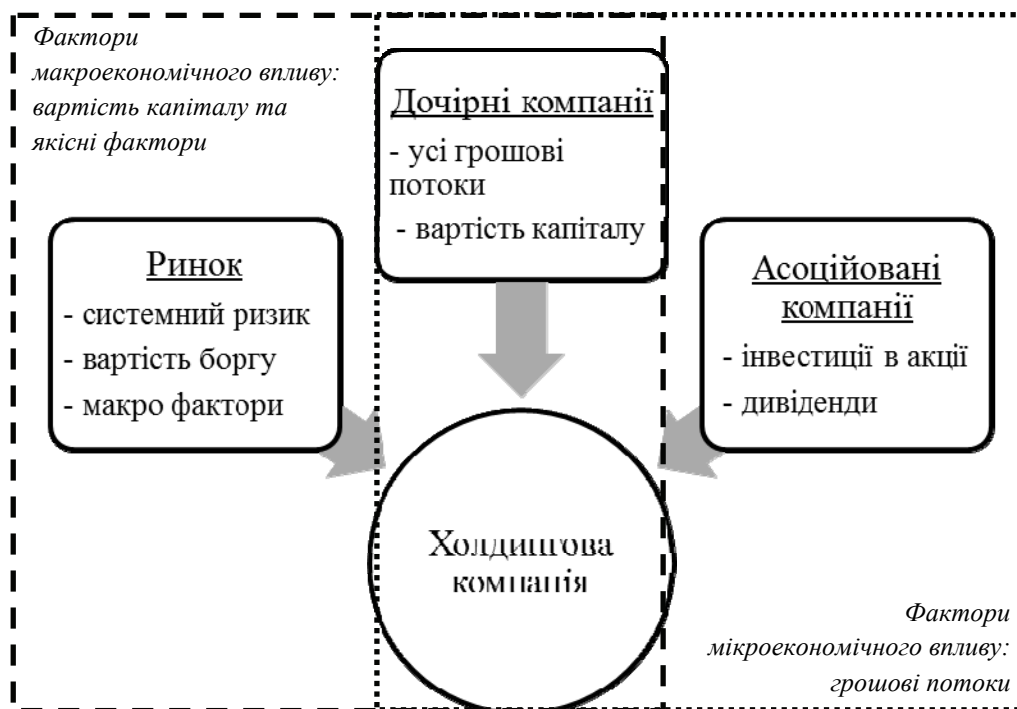


Рис. 4. Схематизація факторів впливу на вартість холдингової компанії

Холдингові компанії зазнають впливу зовнішніх та внутрішніх факторів через ключових агентів взаємодії: ринок і компанії всередині холдингу: асоційовані та дочірні. Порівняно із іншими суб'єктами господарювання, особливістю холдингових компаній є додаткові грошові потоки, які інвестовані або отримані від асоційованих компаній. Враховуючи складність організаційної структури холдингові компанії зазнають значного впливу макроекономічних факторів. Саме це є однією з головних особливостей, які мають бути враховані при оцінці вартості холдингових компаній. З огляду на високу волатильність та низький розвиток фінансового ринку України, обумовлює необхідність визначення особливостей оцінки вартості холдингових компаній з активами в Україні. Такі холдингові компанії зазнають впливу не тільки внутрішнього ринкового ризику, але й ризику міжнародного ринку капіталів.

ВИСНОВКИ

В умовах фінансової глобалізації змінюється концепція управління суб'єктами господарювання. На сьогодні одним з ключових показників результативності діяльності компанії є його вартість. Незважаючи на те, що на особливу увагу ключових

бенефіціарів компанії заслуговує ринкова вартість, яка відображає ціну акцій емітента в обігу, не варто забувати про такий показник як справедлива вартість компанії. Справедлива вартість компанії відображає її можливість до генерування прибутків у майбутньому. Отже, справедлива вартість компанії дає підстави до прогнозування потенційного зростання добробуту інвесторів та акціонерів компанії. Враховуючи складність організаційної структури холдингу, а також особливості їх функціонування в Україні, актуальності набуває оцінка справедливої вартості холдингових компаній. Варто зауважити, що оцінка вартості холдингу, зазвичай, відбувається аналогічно до будь-якого суб'єкта господарювання. Зважаючи на складну організаційну структуру, вартість холдингової компанії зазнає впливу великої кількості екзогенних та ендогенних факторів. У контексті вітчизняних реалій, холдингові компанії, володіючи активами в Україні, реєструють материнську компанію за її межами (найчастіше в офшорних зонах). Такі холдингові компанії є повноправними учасниками міжнародного економічного простору на зазнають значного впливу макроекономічного середовища. Справедлива вартість холдингових компаній відображає соціально-економічний розви-

ток економіки в цілому, оскільки відображає можливість їх генерувати податкові надходження до державного бюджету, створення робочих місць за умови розширення бізнесу, підвищення капіталізації локального фондового ринку тощо. Забезпечення коректної оцінки справедливої вартості компанії формує позитивні очікування інвесторів щодо розвитку холдингової компанії та збільшую обсяги її фінансування.

Список використаних джерел

1. Авдашева С. Российские холдинги: новые эмпирические свидетельства / С. Авдашева. // Вопросы экономики. – 2007. – №1. – С. 98–111.

2. Астраханцева И.А. Основные принципы фрактальной теории управления стоимости компании / И.А. Астраханцева // Экономические науки. Экономика и управление. – 2010. - № 2(63). – С.124-128.

3. Закон України «Про холдингові компанії в Україні» № 3528-IV від 15.03.2006 р.

4. Пилипюк І. Оптимізація й захист бізнесу з використанням холдингових структур / І. Пилипюк // Практика управління. – 2007. – №12.

5. Постанова Правління Національного банку України № 255 від 18.06.2003 р.

6. Романенко О.А. Фінанси холдингових компаній / О.А. Романенко. – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2009. – 255 с.

7. Fama E. The Behavior of Stock Market Prices / E. Fama // Journal of Business, 1965. – No. 38(1). – P: 34-105.

8. Grossman S. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets / S. Grossman, J. Stiglitz // American Economic Review, 1980. – No. 70 (3). – P: 393-408.

9. Jensen M. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency / M. Jensen // Journal of Financial Economics, 1978. – No. 6. – P: 95-101.