

УДК 65.012.8: 338.246

I. Г. Маніуров,
д.е.н., проф., директор НДЕІ Міністерства економіки України
О. В. Нусінова,
к.е.н., доцент, професор Міжнародного науково-технічного університету (м. Київ)

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ЕКОНОМІЧНОЇ БЕЗПЕКИ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ

Розроблені методичні підходи до оцінки економічної безпеки підприємств. Обґрунтовано, що при проведенні оцінки вартості холдингу, окрім вигод, які недоотримала холдингова компанія безпосередньо від своєї діяльності внаслідок низького рівня економічної безпеки, необхідно враховувати недоотримані вигоди підпорядкованих підприємств. Проведено оцінку безпеки холдингу на прикладі гірничорудного дивізіону компанії Метінвест.

Ключові слова: економічна безпека, вартість бізнесу, холдинг, дивіденди, дочірні підприємства.

Methodical approaches to the estimation of economic safety of the enterprises. It is proved that in the assessment of the value of the holding company, in addition to the benefits that received the holding company directly from its activities as a result of low levels of economic security, it is necessary to take into account the underpayment of benefits subordinate enterprises. Assessment of the safety of the holding company for example, the mining division of the company of Metinvest.

Key words: economic security, the value of the business, the company, the dividends of subsidiaries.

Вступ. Специфіка оцінки економічної безпеки холдингів обумовлена тим, що на її рівень впливає рівень економічної безпеки підприємств, підпорядкованих холдинговій компанії.

Традиційно при виконанні оцінки рівня економічної безпеки об'єднань підприємств холдинг розглядається в цілому. Проте такий підхід може призвести до неправильних висновків в зв'язку усереднення показників безпеки кожного підприємства холдингу – так, низький рівень економічної безпеки по одних підприємствах може перекинутись високим рівнем по інших. Тому оцінку рівня економічної безпеки доцільно проводити окремо холдингової компанії та кожного з її виробничих активів.

Вважаємо, що при оцінці рівня економічної безпеки холдингу в цілому доцільно застосовувати підхід «за найгіршим варіантом». Це дозволить врахувати особливості, пов'язані з взаємним впливом рівня економічної безпеки холдингових компаній та рівня економічної безпеки виробничих активів даного холдингу.

Постановка завдання. Розглянемо безпосередньо порядок оцінки рівня економічної безпеки холдингових компаній на прикладі гірничорудного дивізіону холдингу Метінвест.

Результати. В [1] нами запропоновано визначити рівень економічної безпеки як співвідношення фактичної та еталонної вартості бізнесу, яка могла б бути досягнута при нормалізації фінансового стану.

Більшість вітчизняних холдингових компаній складають консолідовану фінансову звітність, в якій підсумовуються активи і пасиви як самої холдингової компанії, так і підпорядкованих їй підприємств (виробничих активів холдингу). На офіційному сайті холдингу Метінвест (<http://www.metinvestholding.com>) опублікований консолідований звіт, що визначається підсумком по усіх виробничих активах холдингу, які відносяться до дивізіону вугілля та коксу, дивізіону сталі та прокату, гірничорудного дивізіону.

Гірничорудний дивізіон не є окремою юридичною особою з окремим балансом. Консолідований баланс складається по холдингу Метінвест в цілому, тому складемо умовний консолідований баланс лише для гірничо-збагачувального сегменту. У відповідності з вимогами ПСБО 12 [2], вартість фінансових інвестицій в асоційовані і дочірні підприємства визначається за методом участі в капіталі. Зазначений метод передбачає, що одночасно зі зміною балансової вартості чистих активів підпорядкованого підприємства змінюється й вартість інвестицій у балансі холдингової компанії.

Звідси зрозуміло, що зміни вартості холдингової компанії, спричинені зміною вартості дочірніх підприємств, розкриваються у фінансовій звітності. Проте балансова вартість чистих активів не дозволяє оцінити ринкову вартість підприємства. Це зумовлено тим, що даний метод ґрунтується на історичній вартості активів, відображених у балансі, яка не враховує перспектив розвитку підприємства та ринкову ситуацію на дату оцінки. Тому при проведенні оцінки економічної безпеки доцільно визначити умовно ринкову вартість, яка розраховується за формулою (1).

$$S_{ум.рин} = f(EBITDA, Зкред, Брен, Ірин), \quad (1)$$

де **Брен** – бальна оцінка репутації підприємства, грн.;

Зкред – загальна величина зобов'язань підприємства, грн.;

Ірин – індекс тенденції вітчизняного фондового ринку (індекс ПФТС).

Рівень економічної безпеки пропонуємо розраховувати як співвідношення фактичної ринкової вартості холдингової компанії та її еталонної величини.

Зазначена еталонна вартість визначається з використанням регресійної залежності (1) виходячи з величини EBITDA, скоригованого на величину економічних вигод від досягнення нормативів економічної безпеки (недоотриманого прибутку).

Характерною рисою діяльності холдингу є те, що на ринкову вартість таких компаній, окрім безпосередньо одержаних прибутків або збитків, впливають економічні результати діяльності підпорядкованих підприємств. Такий вплив може бути як прямим (одержані прибутки у вигляді дивідендів з дочірніх підприємств), так і опосередкованим (зміна вартості бізнесу дочірніх підприємств впливає на вартість холдингу в цілому). Таким чином, для оцінки економічної безпеки холдингу необхідно визначити прямі та непрямі вигоди, втрачені головним підприємством внаслідок невідповідності показників економічної безпеки дочірнього підприємства своїм нормативам.

Прямі недоотримані вигоди визначаються на підставі коефіцієнта дивідендних виплат та недоотриманого прибутку підприємства нижчого рівня.

Збільшення прибутку підпорядкованих підприємств призводить до збільшення прямих вигод у холдингової компанії з певним запізненням. Зокрема, дивіденди виплачуються зазвичай через деякий час після закінчення відповідного звітного періоду. Таке запізнення пояснюється необхідністю виконання ряду процедур, зокрема, підготовки та опублікування фінансової звітності, підготовки та проведення загальних зборів акціонерів, формування фонду дивідендних виплат. Отже, грошовий потік, що виражає прямі недоотримані вигоди, доцільно дисконтувати з урахуванням відповідного періоду відстрочки отримання вигод.

Зазначений грошовий потік необхідно також зменшувати на суму дисконту з податку на прибуток, який підприємство нижчого рівня сплачує авансом при

виплаті дивідендів та враховує у зменшення зазначеного податку лише у наступному кварталі.

Для визначення величини ЕВІТДА, недоотриманого внаслідок зменшення прямих вигід холдингу, може застосовуватись коефіцієнт співвідношення чистого операційного грошового потоку та величини ЕВІТДА.

На наступному етапі фактичний ЕВІТДА підприємства вищого рівня необхідно збільшити на визначену на підставі вказаного коефіцієнту величину недоотриманого ЕВІТДА та підставити до рівняння регресії (1), щоб визначити нову вартість цього підприємства.

Чистий прибуток, що залишається в розпорядженні підпорядкованих підприємств, збільшує їх вартість що призводить до зміни вартості підприємства вищого рівня. Це пов'язано з тим, що змінюється вартість акцій виробничого активу, якими володіє холдингова компанія і які є інвестиціями холдингової компанії. Зростання курсу акцій підпорядкованого підприємства обумовлює зростання вартості холдингової компанії. В цьому проявляються непрямі вигоди, недоотримані холдинговою компанією від виробничих активів.

На наступному етапі необхідно через коефіцієнт співвідношення ЕВІТДА та чистого прибутку у розпорядженні підприємства (**ДЧПрозп_і**) визначити величину ЕВІТДА, яку одержало б у підприємство за умови досягнення новими показниками фінансового стану їх нормативних значень, грн.

Далі отримана величина ЕВІТДА_{нов} підставляється у рівняння регресії (1). Шуканий показник зміни вартості підприємства нижчого і-го рівня є різницею вартостей, визначених на підставі залежності вартості підприємства нижчого і-го рівня від нової та фактичної величини ЕВІТДА.

Зміна вартості холдингової компанії під впливом результатів діяльності дочірніх підприємств проявляється у зміні курсу акцій холдингу на фондовому ринку. Проте такі зміни відбуваються з певним запізненням. Оскільки вітчизняний ринок перебуває на стадії формування, то швидкість його реагування на будь-яку інформацію є дещо сповільненою. Це зумовлено також тим, що більшість акціонерних товариств надають дуже обмежену інформацію про свою діяльність та зі значним запізненням, а інформування інвесторів холдингової компанії про стан справ на її виробничих активах не завжди відбувається в режимі реального часу. Середній період затримки інформації та реагування для України складає не менш 3 місяці.

Особливістю українського фондового ринку є також те, що на біржі у вільному обертанні присутні здебільшого міноритарні пакети акцій. Це викликає зниження ліквідності таких цінних паперів. Для того, щоб визначити розмір грошового потоку, який може одержати власник міноритарного пакету акцій при їх продажу, у роботах [3, 4] пропонується застосовувати коефіцієнт ліквідності, який залежить від показників ділової активності на біржі. Таким чином, при визначенні зміни вартості підприємства нижчого і-го рівня повинна враховуватись з зазначеним коефіцієнтом ліквідності. В певних випадках цей коефіцієнт може визначатись як дисконт, який підприємство втрачає за період відстрочки отримання вигід.

Також потрібно враховувати, що холдинги є мажоритарними акціонерами у підпорядкованих підприємствах. У разі, якщо оцінка проводиться з позиції мажоритарного власника підприємства, який володіє контрольним пакетом акцій, при визначенні вартості підприємства до біржового котирування повинна додаватись премія за контроль.

Таким чином, зміна вартості підприємства вищого рівня повинна враховувати премію за контроль та коефіцієнт ліквідності.

Розглянемо результати розрахунку показників економічної безпеки по гірничо-збагачувального сегменту холдингу Метінвест. Зазначений сегмент не є окремою юридичною особою з окремим балансом. Консолідований баланс складається по холдингу Метінвест в цілому, який також включає дивізійні вугілля та коксу, дивізіону сталі та прокату, що не досліджувались у даній роботі. Тому зробимо умовний консолідований баланс лише для гірничо-збагачувального сегменту. Для визначення умовної ринкової вартості за формулою (1) потрібно для сегменту визначити загальний обсяг зобов'язань, бальну оцінку репутації та показник ЕВІТДА.

У гірничо-збагачувальному сегменті уся дебіторська заборгованість афілійованих осіб є заборгованістю холдингової компанії або торгових домів, які контролюються холдинговою компанією. Тому можна усю цю заборгованість умовно вважати зобов'язаннями холдингової компанії (сегменту) перед виробничими активами. Таким чином, загальний обсяг зобов'язань сегменту дорівнює сумі дебіторської заборгованості афілійованих осіб.

Гірничо-збагачувальний сегмент не оцінюється як окреме підприємство, тому бальну оцінку його репутації пропонуємо визначати як середню для усіх підприємств, які входять до його складу. У табл. 1 наведено відповідні дані.

Таблиця 1. Вихідні дані для розрахунку умовно-ринкової вартості

Виробничі активи сегменту	Дебіторська заборгованість афілійованих осіб, тис. грн..	Бальна оцінка репутації
ВАТ «ПівніГЗК»	5114756	24,08
ВАТ «ЦГЗК»	1706892	19,84
ВАТ «ІнГЗК»	3179074	21,95
Усього	10000722	21,96

Таким чином, загальний обсяг зобов'язань гірничо-збагачувального сегменту складає 10 млрд.грн., а бальна оцінка репутації гірничо-збагачувального сегменту складає 21,96.

На наступному етапі визначаються прямі та непрямі вигоди, які отримує сегмент від досягнення нормативів економічної безпеки його виробничими активами. В якості прикладу проведемо оцінку фінансової безпеки сегменту в 2009р. Слід зазначити, що у 2009р. усі виробничі активи сегменту спрямували 100% чистого прибутку на дивіденди. Отже, у 2009р. непрямі вигоди відсутні.

Частка холдингової компанії у статутному фонді кожного з виробничих активів складає 99%. Результати розрахунку суми дивідендів, які може отримати сегмент внаслідок досягнення нормативів фінансової безпеки його виробничими активами, наведено у табл. 2. У табл. 3 наведено результати розрахунку нормативних показників чистого прибутку та ЕВІТДА. При цьому враховувалась ставка податку на дивіденди, яка у 2009р. складає 25%. Отже, загальна сума прямих вигід від досягнення нормативів фінансової безпеки виробничими активами сегменту дорівнює 1,2 млрд.грн.

Таблиця 2. Сума дивідендів, які може отримати сегмент за умови досягнення нормативів фінансової безпеки

Виробничі активи сегменту	Недоотриманий чистий прибуток, тис.грн.	Частка у статутному фонді, %	Коефіцієнт дивідендних виплат, частки од.	Сума дивідендів, тис.грн.
ВАТ «ПівніГЗК»	1063788	99%	1,0	1053150
ВАТ «ЦГЗК»	12910	99%	1,0	12781
ВАТ «ІнГЗК»	53909	99%	1,0	53370

Таблиця 3. Недоотриманий прибуток та ЕВІТДА (прямі вигоди) для гірничо-збагачувального сегменту

Виробничі активи сегменту	Дисконтowana сума дивідендів, тис.грн.	Втрати по податку на дивіденди, тис.грн.	Недоотриманий грошовий потік, тис.грн.	Коефіцієнт Кгп, частки од.	Недоотриманий ЕВІТДА, тис.грн.
ВАТ «ПівніГЗК»	1023443	7358	1016085	0,88	1157155
ВАТ «ЦГЗК»	12420	89	12331	0,82	15056
ВАТ «ІнГЗК»	51864	373	51491	0,88	58533
Усього					1230744

Далі визначимо фактичне та еталонне значення умовно ринкової вартості сегменту шляхом підстановки у рівняння регресії (1) обсягу зобов'язань, бальної оцінки репутації та показника ЕВІТДА. Результати розрахунків наведено у табл. 4. Як видно з табл. 4, показник безпеки фінансового стану гірничо-збагачувального сегменту складає 0,80, що вказує на високий рівень безпеки фінансового стану гірничо-збагачувального сегменту.

Таблиця 4. Результати оцінки безпеки фінансового стану гірничо-збагачувального сегменту на підставі умовної ринкової вартості

Показник	Значення
Фактичне значення вартості бізнесу, тис. грн.	16 681 384
Еталонне значення вартості бізнесу, тис. грн.	20 868 812
Показник безпеки фінансового стану, частки од.	0,80

Слід зазначити, що аналогічні підходи можуть використовуватись на будь-якому рівні ієрархії холдингу. Так, ВАТ «Центральний ГЗК» має дочірнє підприємство «Овація». При визначенні рівня економічної безпеки ВАТ «Центральний ГЗК» потрібно обов'язково враховувати вплив безпеки його дочірнього підприємства.

Розглянемо результати оцінки безпеки фінансового стану ВАТ «Центральний ГЗК» з урахуванням впливу ДП «Овація». У табл. 5 наведено результати визначення суми недоотриманого прибутку по ДП «Овація».

Таблиця 5. Результати визначення суми недоотриманого прибутку по ДП «Овація», тис.грн.

Показник	Значення
Приріст вхідного грошового потоку при дотриманні нормативів:	
- абсолютної ліквідності	146
- швидкої ліквідності	861
- загальної ліквідності	1 268
Загальний приріст грошового потоку	2276
Нормативна величина оборотних активів	3171
Нормативна величина необоротних активів	5800
Недоотриманий прибуток	4449

У табл.6 наведено результати визначення суми прямих вигід (недоотриманого прибутку та ЕВІТДА), які повинні додатково враховуватись при оцінці безпеки фінансового стану ВАТ «Центральний ГЗК». Частка ВАТ «Центральний ГЗК» у статутному фонді дочірнього підприємства складає 100%. Коефіцієнт дивідендних виплат по ДП «Овація», як і по ВАТ «Центральний ГЗК», дорівнює 1,0. Отже, недоотриманий ЕВІТДА складає 9,2 млн.грн.

Таблиця 6. Недоотриманий прибуток та ЕВІТДА для ВАТ «Центральний ГЗК»

Показники	Значення
Недоотриманий прибуток ДП «Овація», тис.грн.	4449
Частка у статутному фонді, %	100%
Коефіцієнт дивідендних виплат, частки од.	1,0
Сума дивідендів, тис.грн.	4449
Дисконтована сума дивідендів, тис.грн.	4324
Втрати по податку на дивіденди, тис.грн.	31
Недоотриманий прибуток ВАТ «Центральний ГЗК», тис.грн.	4292
Коефіцієнт ЕВІТДА/ЧП, частки од.	2,1
Недоотриманий ЕВІТДА для ВАТ «Центральний ГЗК», тис.грн.	9211

ДП «Овація» не сплачує дивіденди на користь ВАТ «ЦГЗК», отже, можливі лише непрямі вигоди. Так як ДП «Овація» повністю підпорядковується ВАТ «ЦГЗК» та не має акцій у вільному продажі, то за методом участі в капіталі будь-яка зміна вартості ДП «Овація» призводить до аналогічної зміни вартості ВАТ «ЦГЗК». Отже, додатковий недоотриманий прибуток, що може отримати ВАТ «ЦГЗК» від ДП «Овація», складає 4,5 млн.грн. Зазначений прибуток повинен бути доданий до величини недоотриманого чистого прибутку по ВАТ «ЦГЗК».

В результаті сума дивідендів та прямих вигід, які отримує сегмент по ВАТ «ЦГЗК», збільшиться та досягне 329 млн.грн. Загальна величина прямих вигід по сегменту збільшиться до 837 млн.грн.

У табл. 7 наведено результати оцінки рівня безпеки фінансового стану ВАТ «Центральний ГЗК» до і після врахування недоотриманого прибутку по ДП «Овація».

Таблиця 7. Матриця взаємної заборгованості афілійованих осіб гірничо-збагачувального сегменту

Показник	Значення
Фактичне значення умовно-ринкової вартості, тис. грн.	15 939 861
Величина ($f_{норм}$), тис. грн.	18 315 339
Величина ($f_{ф}$), тис. грн.	15 292 992
Еталонне значення умовно-ринкової вартості, тис. грн.	18 962 207
Коефіцієнт безпеки фінансового стану сегменту, частки од.	0,84

Як видно з табл.7, показник безпеки фінансового стану гірничо-збагачувального сегменту складає 0,84, що вказує на високий рівень безпеки фінансового стану гірничо-збагачувального сегменту.

У наведених вище розрахунках враховувалась фактична величина дебіторської та кредиторської заборгованості перед афілійованими особами по підприємствах сегменту (табл.1). Як зазначалося вище, уся дебіторська заборгованість є заборгованістю холдингової компанії або торгових домів, що контролюються холдинговою компанією. Побудуємо матрицю взаємної заборгованості афілійованих осіб гірничо-збагачувального сегменту (табл.8).

Таблиця 8. Матриця взаємної заборгованості афілійованих осіб гірничо-збагачувального сегменту

Кредитори	Дебітори	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	Сегмент
ВАТ «ПівнГЗК»		X				5 114 756
ВАТ «ЦГЗК»			X			2 194 575
ВАТ «ІнГЗК»				X		4 238 765
ВАТ «ПівдГЗК»					X	2 004 234
Сегмент		5114756	2194575	4238765	2004234	13 552 330

У табл. 9 наведені коефіцієнти безпеки фінансового стану для кожного підприємства сегменту. Як видно з табл. 10, рівень безпеки по різних підприємствах сегменту дуже нерівномірний. Так, у ВАТ «ЦГЗК» низьке значення цього показника (0,62), в той же час у ВАТ «ПівнГЗК» - 0,92.

Таблиця 9. Результати оцінки безпеки фінансового стану ГЗК у 2009 році

Підприємство	Значення
ВАТ «ПівнГЗК»	0,92
ВАТ «ЦГЗК»	0,62
ВАТ «ІнГЗК»	0,82
ВАТ «ПівдГЗК»	0,94

Для оптимізації рівня безпеки сегменту пропонуємо перевести частину зобов'язань ВАТ «ЦГЗК» на ВАТ «ПівнГЗК». При цьому у ВАТ «ЦГЗК» зобов'язання перед неафілійованими особами замінюються на зобов'язання перед афілійованими, що призводить до покращення його фінансового стану. В той же час по ВАТ «ПівнГЗК» збільшиться дебіторська заборгованість афілійованої особи (ВАТ «ЦГЗК»), але збільшиться у величина зобов'язань перед неафілійованими особами (кредиторами ВАТ «ЦГЗК»). Що призведе до певного погіршення його фінансового стану. Якщо сума переведеної заборгованості складає 500 млн.грн, то матриця (табл. 9) набуде наступного вигляду (табл. 10).

Таблиця 10 Матриця взаємної заборгованості афілійованих осіб гірничо-збагачувального сегменту

Кредитори	Дебітори	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	Сегмент
ВАТ «ПівнГЗК»		X				5 114 756
ВАТ «ЦГЗК»		500 000	X			2 194 575
ВАТ «ІнГЗК»				X		4 238 765
ВАТ «ПівдГЗК»					X	2 004 234
Сегмент		5114756	2194575	4238765	2004234	14 052 330

Висновки. Таким чином, на рівень економічної безпеки головних підприємств впливає рівень безпеки підпорядкованих виробничих активів. Такий вплив зумовлений наявністю взаємозв'язку між ринковою вартістю холдингової компанії та економічними результатами діяльності дочірніх підприємств. Оскільки низький рівень безпеки по одному з підприємств холдингу не компенсується високим рівнем безпеки по іншим, для покращення показника безпеки об'єднання мають можливість здійснювати перерозподіл прямих та непрямих вигід або ресурсів, від величини яких залежить рівень безпеки кожного дочірнього підприємства.

Список використаних джерел

- Нусінова О.В. Методичні підходи до оцінки рівня економічної безпеки підприємств на підставі еталонної вартості // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Майбутнє – аудит». – Кривий Ріг: КТУ, 2010. – С.92-94
- Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 12 «Фінансові інвестиції». Затверджено Наказом Міністерства фінансів України №91 від 26.04.00 р. // Офіційний вісник України. – 2000. – № 21 (09.06.00), С. 90.
- Пратт Ш. Оцінка бізнесу. Скидки і премії. – М: Квинто-Консалтинг, 2005. – 392с.
- Рутгайзер В.М. Оцінка стоимости бизнеса. – М: Маросейка, 2007. – 448с.

Стаття надійшла до редакції 02.08.2011 р.



ТОВ "ДКС Центр"