

*Ворожун Алексей Сергеевич.*

**Стоимость холдинга как объект влияния финансового риска.**  
*(Гомельский государственный университет имени Ф.Скорины).*

На сегодняшний день отсутствует методика оценки финансового риска, которая бы подходила для применения в практической деятельности холдингов в Республике Беларусь (здесь и далее имеются ввиду холдинги промышленной отрасли). Так, при оценке валютного, процентного и ценового рисков в научной литературе наиболее часто применяются статистические методики (расчет математического ожидания и дисперсии, VaR-анализ), которые в качестве объекта влияния риска предлагают показатели дохода холдинга. При оценке кредитного риска наиболее востребованы аналитические методики (коэффициентный, рейтинговый анализ), предлагающие в качестве объектов влияния риска показатели сохранности ссужаемого холдингом капитала. При оценке риска ликвидности также используются аналитические методики (коэффициентный и GAP-анализ), при этом объектом влияния риска выступают показатели соответствия определенных активов и обязательств холдинга.

Из этого следует, что с помощью наиболее распространенных методик специалисты оценивают влияние различных видов финансового риска на разнородные показатели, между которыми отсутствует функциональная связь. При этом результаты оценки валютного, процентного и ценового риска имеют стоимостное выражение, кредитного – безразмерное, ликвидности – безразмерное или стоимостное.

Решение обозначенной проблемы видится в выборе и обосновании ключевого показателя деятельности холдинга, который может быть положен в основу методики оценки финансового риска.

Первым проблемным вопросом, возникающим в этой связи, является вопрос обоснования ключевого показателя деятельности холдинга, на который влияет финансовый риск. При этом важно учитывать, что в последние годы наибольшее распространение в развитых странах получила концепция максимизации благосостояния собственников компании [1, с.30]. Сущность этой концепции состоит в том, что эффективное управление должно обеспечивать постоянный прирост стоимости собственного капитала компании. Величина этого прироста и является индикатором прироста благосостояния собственников компании за определенный период [2, с.7]. В этой связи считаем, что именно стоимость собственного капитала холдинга (далее стоимость холдинга) следует принять в качестве ключевого показателя его деятельности и, следовательно, оценивать влияние различных видов финансового риска на этот показатель в первую очередь.

Следующим проблемным вопросом является вопрос о том, применение какого подхода к оценке стоимости холдинга (доходного, сравнительного или имущественного) предоставит наилучший результат для целей оценки финансового риска. Каждый из указанных подходов достаточно распространен в мировой практике, однако предоставляет, как правило,

различные результаты. Проведем сравнительную характеристику этих подходов в таблице 1.

Как видно из таблицы 1, доходный подход исходит из того, что любой инвестор, вкладывающий средства в действующий бизнес, стремится получить не просто набор активов, а поток будущих доходов, позволяющий как минимум окупить вложенные средства [2, с.93]. Содержание сравнительного подхода состоит в поиске холдингов-аналогов с известными финансовыми показателями и пропорциональном расчете стоимости оцениваемого холдинга через финансовые мультипликаторы. В основе имущественного подхода лежит фундаментальный бухгалтерский принцип, согласно которому стоимость собственного капитала холдинга представляет суммарную стоимость его активов за вычетом обязательств [3, с.183].

Таблица 1 – Сравнительная характеристика наиболее распространенных подходов к оценке стоимости холдинга

Критерий сравнения	Характеристика подхода		
	Доходный	Сравнительный	Имущественный
Сущность	Стоимость холдинга определяется суммой текущих значений его будущих доходов.	Стоимость холдинга равна реальной цене продажи аналогичного холдинга, зафиксированной рынком.	Стоимость холдинга равна стоимости воспроизводства его точной копии как имущественного комплекса.
Преимущества	Высокая объективность ввиду учета перспектив развития холдинга.	Высокая объективность ввиду использования реально сформированных рынком цен на холдинги-аналоги.	Высокая объективность ввиду использования учетных данных о реальных активах и обязательствах холдинга [3, с.183].
Недостатки	1. Сложность долгосрочного прогнозирования потока доходов. 2. Сложность расчета ставки капитализации (дисконтирования). 3. Необходимость условных допущений.	1. Использование в основном ретроспективной информации. 2. Трудоемкость сбора информации о холдингах-аналогах. 3. Необходимость корректировок ввиду невозможности существования двух идентичных холдингов [2, с.217].	1. Использование в основном ретроспективной информации. 2. Определение, как правило, нижней границы возможной стоимости холдинга. 3. Трудоемкость корректировки стоимости большинства статей баланса холдинга.
Область условия применения	1. Холдинг, действующий в информационной сфере и сфере интеллектуального обслуживания. 2. Холдинг, активно использующий новые технологии. 3. Холдинг,	1. Холдинг функционирует давно и его акции обращаются на бирже. 2. Существует доступ к постоянно обновляемой информационной базе о холдингах-аналогах. 3. Стандарты учета, применяемые оцениваемым холдингом и	1. Холдинг недавно создан или отсутствует рыночная информация о холдингах-аналогах. 2. Холдинг обладает достаточной гибкостью для расширения и диверсификации бизнеса. 3. Холдинг производит товары и имеет

	имеющий исключительные права, каналы реализации продукции и услуг.	холдингами-аналогами идентичны.	значительные материальные активы.
Методы, используемые подходом	1. Метод дисконтированного денежного потока. 2. Метод прямой капитализации денежного потока. 3. Метод избыточного дохода.	1. Метод сделок. 2. Метод отраслевых коэффициентов. 3. Метод соотношения рыночной и балансовой стоимости акций.	1. Метод балансового собственного материального капитала. 2. Метод рыночного собственного материального капитала. 3. Метод стоимости чистых активов.

*Источник – собственная разработка автора на основе [2, 3, 4].*

Осуществляя выбор в пользу того или иного подхода (в контексте разработки метода оценки финансового риска холдинга) необходимо сделать следующие замечания:

1) долгосрочное прогнозирование будущих доходов холдинга в рамках доходного подхода труднореализуемо в современных экономических условиях;

2) использование сравнительного подхода предоставит достаточно условный результат, если принять во внимание отсутствие активного национального рынка купли-продажи действующего бизнеса;

3) имущественный подход в отличие от других основывается, главным образом, на бухгалтерских данных о реально существующих активах и обязательствах холдинга. При этом достоверность оценки увеличивается за счет предварительной корректировки стоимости статей бухгалтерского баланса;

4) наиболее подходящей областью применения имущественного подхода являются именно холдинги промышленной отрасли, которые обладают значительными материальными активами;

5) метод чистых активов позволит лучше других оценить влияние различных видов финансового риска на стоимость холдинга, т.к. его логика заключается в соотнесении стоимости активов и обязательств, многие из которых являются условием возникновения и объектом влияния финансового риска.

В итоге считаем, что с целью наиболее корректной оценки влияния финансового риска необходимо рассчитывать стоимость холдинга с использованием имущественного подхода, а именно метода стоимости чистых активов.

Важным доводом в пользу нашего мнения является использование национальным законодателем стоимости чистых активов в качестве официальной меры стоимости компании. Так, Постановление Совета Министров Республики Беларусь № 950 от 27.06.2008 г. предусматривает обязательность уменьшения величины уставного фонда компании, если его зарегистрированная величина окажется выше стоимости чистых активов на 1 января каждого календарного года. Уменьшение величины уставного фонда до уровня, который ниже установленного законодательством минимума,

предполагает ликвидацию компании. Поэтому менеджерам необходимо регулярно оценивать стоимость холдинга (стоимость компаний-участников холдинга) с помощью метода стоимости чистых активов, даже если параллельно применяются методы доходного или сравнительного подхода.

При этом, в соответствии с Инструкцией о порядке расчета стоимости чистых активов [5] стоимость чистых активов определяется достаточно просто: как разность сумм определенных групп активов и обязательств. Однако, чтобы применение метода стоимости чистых активов имело экономический смысл, необходимо предварительно корректировать некоторые статьи бухгалтерского баланса с целью доведения их учетной стоимости до рыночной [4, с.179].

В итоге рассчитать стоимость холдинга на отчетную дату ( $C_0$ ) по методу скорректированной стоимости чистых активов можно с помощью формулы (1):

$$C_0 = A_0 - O_0, \quad (1)$$

где  $A_0$  – скорректированная стоимость активов холдинга, принимаемых для расчета, на отчетную дату;  $O_0$  – скорректированная стоимость обязательств холдинга, принимаемых для расчета, на отчетную дату.

Рассчитав с помощью формулы (1) стоимость холдинга на отчетную дату, мы всего лишь зафиксируем последствия уже состоявшихся рискованных событий. Для оперативного управления, необходимо осуществлять оценку влияния финансового риска на прогнозную стоимость холдинга. Это влияние количественно будет выражаться в отклонении фактической величины активов и обязательств холдинга от запланированной.

При этом важно подчеркнуть, что любые отклонения факта от плана (как положительные, так и отрицательные) с точки зрения риск-менеджмента являются нежелательными. Так, на первый взгляд может показаться положительным результатом прирост стоимости холдинга в результате реализации спекулятивных видов финансового риска: валютного, процентного, ценового.

Однако, во-первых, как отмечают американские классики финансового менеджмента Ю. Бригхэм и М. Эрхардт «инвесторы обычно не склонны к риску, поэтому при прочих равных условиях, они будут оценивать акции, денежные потоки которых относительно определены, выше, чем акции, денежные потоки которых более рискованы [6, с.38]. Иными словами инвесторы предпочитают гарантированность получения запланированных доходов, нежели равную вероятность получения рискованных сверхдоходов или сверхрасходов. Во-вторых, отклонение фактически полученных значений различных показателей от их плановых значений свидетельствует о необходимости совершенствования системы планирования холдинга. В-третьих, цель деятельности холдингов сферы промышленного производства состоит в долгосрочном устойчивом росте их стоимости, а не в краткосрочных приростах стоимости за счет спекулятивных факторов.

С учетом вышесказанного формулу расчета планового значения стоимости холдинга ( $C_i$ ) можно представить следующим образом:

$$C_i = A_i - O_i \pm BP_i \pm PP_i \pm ЦР_i - KP_i - LP_i, \quad (2)$$

где  $A$  – скорректированная стоимость активов холдинга, принимаемых для расчета;  $O$  – скорректированная стоимость обязательств холдинга, принимаемых для расчета;  $BP$  – отклонение стоимости активов и обязательств за счет валютного риска;  $PP$  – отклонение стоимости активов и обязательств за счет процентного риска;  $ЦР$  – отклонение стоимости активов за счет ценового риска;  $KP$  – отклонение стоимости активов за счет кредитного риска;  $LP$  – отклонение стоимости активов за счет риска ликвидности;  $i$  – плановая дата (интервал для показателей отклонения стоимости).

В результате использования формулы (2) формируется диапазон возможных значений стоимости холдинга на конец планового периода с учетом влияния финансового риска. При этом определяется не дискретное значение стоимости холдинга, а их диапазон, т.к. отклонения стоимости активов и обязательств мы предлагаем планировать на основе среднеквадратического отклонения валютных курсов, процентных ставок, ценовых индексов. Из формулы (2) также видно, что реализация валютного, процентного и ценового рисков приводит к увеличению или уменьшению, а реализация кредитного и риска ликвидности – только к уменьшению стоимости холдинга. Это обусловлено тем, что в первом случае речь идет об условных видах финансового риска, а во втором – о чистых [7].

В заключение необходимо сделать достаточно важное замечание. Дело в том, что оценка стоимости холдинга с помощью метода скорректированной стоимости чистых активов (как и других методов имущественного подхода) предоставляет, как правило, самый консервативный результат по сравнению с методами других подходов. Это объясняется отсутствием учета в исследуемом методе перспектив развития холдинга и стоимости неучитываемых на бухгалтерском балансе объектов (деловая репутация, наработанные связи, интеллектуальный капитал и т.д.). В результате возникает противоречие между оптимальностью предложенного метода для оценки комплексного влияния различных видов финансового риска и недостаточной пригодностью для других управленческих целей (например, для продажи бизнеса, привлечения инвесторов и другие).

Данное противоречие специалисты по оценке бизнеса разрешают за счет применения надбавки к стоимости чистых активов. Эта надбавка учитывает потенциал прироста стоимости и может быть равна остающемуся в распоряжении собственника денежному доходу за один год [3, с.184], двух или трехкратной величине годовой сверхприбыли бизнеса [3, с.132], приведенной величине будущих значений экономической добавленной стоимости [8, с.104].

В статье обоснован выбор стоимости холдинга в качестве ключевого показателя его деятельности. Определено, что оценка стоимости холдинга с помощью метода скорректированной стоимости чистых активов наиболее оптимальна для целей управления финансовым риском. Предложена формула расчета планового значения стоимости холдинга, которая позволяет оценивать комплексное влияние различных видов финансового риска.

**Список использованных источников:**

1. Бочаров, В. Корпоративные финансы / В. Бочаров. – СПб.: Питер, 2001. – 256 с.
2. Щербаков, В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Изд-во «Омега-Л», 2009. – 299 с.
3. Рош, Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному / Дж. Рош; пер. с англ. под ред. Е. И. Недбальской. – Мн.: Гревцов Паблишер. – 2008. – 352 с.
4. Симионова, Н. Е. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Н.Е. Симионова, Р.Ю. Симионов. – М.: «МарТ», 2004. – 464 с.
5. Об утверждении Инструкции о порядке расчета стоимости чистых активов: Постановление Министерства финансов Республики Беларусь, 11 июня 2012, №35) // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2012. – 8/26095
6. Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент. 10-е изд. / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт; пер. с англ. под ред. Е. А. Дорофеева. – СПб.: Питер, 2007. – 960 с.
7. Ворожун, А. С. Классификация финансового риска холдинговых структур / А. С. Ворожун // Вестник Белорусского государственного экономического университета. – 2012. – №4. – С. 60-66.
8. Украинская, О. А. Оценка уровня финансовых рисков предприятия/ О. А. Украинская // Экономика и организация управления. – 2009. – №5. – С. 100-120.