

Научно-теоретическая статья
УДК: 657.37:330.34
JEL classification: C13, G31, G32
EDN: GXHAJQ

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ И ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ХОЛДИНГОВЫХ СТРУКТУР

Зоненко А.А., Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Донецкий институт управления, бакалавриат, финансово-экономический факультет

Аннотация. Цель. Исследование направлено на декомпозицию специфических свойств холдинговых объединений как комплексных объектов стоимостной оценки, а также на верификацию гипотезы о жесткой детерминированности выбора оценочного инструментария характером интеграционных связей внутри корпоративного контура.

Материалы и методы. Методологический каркас работы выстроен на принципах системного подхода и структурно-функционального анализа, позволяющих интерпретировать холдинг не как механический набор активов, а как единый эмерджентный организм. Теоретический фундамент исследования составили положения современной теории агентских отношений и концепции институциональной экономики. Анализ охватывает вариативные модели интеграции, дифференцированные по вектору производственной кооперации и функциональной роли центрального звена управления.

Результаты. Установлено, что холдинг обладает свойством системной целостности, при которой его рыночная стоимость закономерно отклоняется от агрегированной суммы стоимостей дочерних обществ под влиянием неявных синергий и специфики внутригрупповых транзакций. Авторами выдвинута усовершенствованная классификация структур, создающая соответствие между структурой бизнеса и актуальной методикой оценки. Доказано, что для «чистых» финансовых холдингов приоритетным остается затратный подход с обязательным дисконтированием на неконтрольный характер владения и низкую ликвидность. В то же время для вертикально-интегрированных комплексов обоснована необходимость превалирования доходного подхода, способного транслировать прогнозные денежные потоки всей технологической цепочки в текущую стоимость материнской компании. Особое внимание посвящено факторам, изменяющим объективность оценки: механизмам трансфертного ценообразования, наличию кросс-владения и сложности квантификации управленческой премии.

Заключение. Проведенный анализ подтверждает, что безразличие к организационной специфике холдинга при выборе оценочных процедур ведет к ключевым ошибкам в определении ценности бизнеса. Теоретический вклад работы состоит в развитии методического аппарата оценки гетерогенных корпоративных систем, тогда как прикладная значимость заключается в предоставлении профессиональным оценщикам и инвестиционным аналитикам верифицированного алгоритма действий при сопровождении сделок по слиянию и поглощению и стратегическом планировании.

Ключевые слова: оценка, стоимость, холдинг, методический подход.

Для цитирования: Зоненко А.А. Теоретические основы оценки стоимости компаний и особенности оценки холдинговых структур // «Феноменус». 2026. №2(34). С. 109–116. EDN: GXHAJQ



Scientific-theoretical article
UDC: 657.37:330.34
JEL classification: C13, G31, G32
EDN: GXHAJQ

THEORETICAL FOUNDATIONS OF COMPANY VALUATION AND SPECIFIC FEATURES OF VALUATION OF HOLDING STRUCTURES

Alexey A. Zonenko, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Donetsk Institute of Management, Bachelor's degree, Faculty of Finance and Economics

Annotation. Objective. This study aims to decompose the specific characteristics of holding companies as complex valuation objects, as well as to verify the hypothesis that the choice of valuation tools is strictly determined by the nature of the integrative links within the corporate structure.

Materials and Methods. The methodological framework of the study is based on the principles of a systems approach and structural-functional analysis, which allow interpreting a holding not as a mechanical set of assets, but as a single emergent organism. The theoretical foundation of the study consists of the provisions of modern agency theory and the concepts of institutional economics. The analysis covers various models of integration, differentiated by the vector of production cooperation and the functional role of the central management link.

Results. It has been established that a holding company possesses the property of systemic integrity, whereby its market value systematically deviates from the aggregate sum of the values of its subsidiaries under the influence of implicit synergies and the specifics of intra-group transactions. The authors propose an improved classification of structures that aligns the business structure with current valuation methods. It has been demonstrated that for "pure" financial holding companies, the cost approach remains the priority, with mandatory discounting for non-controlling ownership and low liquidity. At the same time, for vertically integrated complexes, the need to prevail a profitable approach capable of translating the projected cash flows of the entire technological chain into the current value of the parent company is justified. Special attention is paid to the factors that change the objectivity of the assessment: transfer pricing mechanisms, the presence of cross-ownership, and the complexity of quantifying the management premium.

Conclusion. The analysis confirms that disregarding the holding company's organizational specifics when selecting valuation procedures leads to critical errors in determining business value. The theoretical contribution of this work lies in the development of a methodological framework for valuing heterogeneous corporate systems, while its practical significance lies in providing professional appraisers and investment analysts with a verified algorithm for supporting mergers and acquisitions and strategic planning.

Keywords: assessment, cost, holding, and methodological approach.

For citation: Zonenko, A.A., (2026). Theoretical Foundations of Company Valuation and Specific Features Of Valuation Of Holding Structures. *Phenomenus*, 1(33). 109–116. EDN: GXHAJQ

Постановка проблемы в общем виде

В современной мировой и российской экономике холдинговые структуры стали доминирующей формой организации крупного и среднего бизнеса. Эволюционный переход от управления обособленными предприятиями к созданию сложных многоуровневых комплексов обусловлен объективной необходимостью адаптации к условиям глобальной конкуренции. Институционально такое развитие диктуется стремлением к минимизации транзакционных издержек, защите активов от недружественных поглощений и, прежде всего, получению эффекта синергии. Однако именно эта структурная и юридическая сложность порождает серьезные вызовы для профессиональных оценщиков, превращая определение стоимости холдинга в одну из наиболее трудоемких задач финансового анализа.

Оценка интегрированных корпоративных структур (холдингов) принципиально отличается от оценки изолированных бизнес-единиц, поскольку совокупная стоимость

такой структуры не является аддитивной функцией стоимостей её составных частей. В оценочной теории данный неаддитивный эффект находит отражение в формировании специфических корректировок, к числу которых относятся как конгломератный дисконт, так и премии, обусловленные факторами контроля и синергетическими взаимодействиями. Ключевая методическая сложность заключается в необходимости нейтрализации искажений, порождаемых внутригрупповыми операциями. Перераспределение финансовых, товарных и сервисных потоков по трансфертным, нередко нерыночным, ценам требует проведения глубокой нормализации консолидированной и сегментной отчетности для выявления реальных экономических результатов.

В российской практике реализация данной задачи сопряжена с рядом институциональных и макроэкономических вызовов. Существенным ограничивающим фактором остаётся ограниченная информационная прозрачность многих корпоративных струк-



тур, осложняющая верификацию конечных правообладателей и схем владения. Сохраняется существенный методический разрыв между национальными стандартами бухгалтерского учёта и принципами МСФО, требующий сложных корректировок. Дополнительный слой неопределённости вносит текущая геополитическая конъюнктура, в рамках которой на отдельные активы группы могут распространяться санкционные режимы, фактически сегментируя холдинг на части с разным доступом к глобальным рынкам капитала и технологиям. Это диктует необходимость применения многовариантного сценарного моделирования и дифференциации ставок дисконтирования в разрезе отдельных сегментов интегрированной структуры.

Проблематика корректной оценки холдингов имеет высокую практическую значимость, выходящую за пределы теоретических изысканий. Её решение является критическим элементом при проведении сделок слияний и поглощений¹, где погрешность в расчёте справедливых коэффициентов конвертации акций способна привести к необратимым стратегическим последствиям. Достоверная оценка составляет основу для привлечения инвестиционного финансирования, секьюритизации кредитных линий под залог пакетов ценных бумаг, а также для процедур корпоративной реструктуризации и банкротства, где объём требований кредиторов непосредственно определяется точностью расчёта стоимости чистых активов корпоративной группы.

Цель статьи. Рассмотреть теоретические основы оценки стоимости компаний и особенности оценки холдинговых структур, на основе чего определить методический фундамент оценки и практические аспекты оценки стоимости холдинговых структур.

Изложение основного материала исследования. В самом общем виде под холдингом (от англ. holding – «владеющий») понимается сложная и многоуровневая система коммерческих организаций, представляющая собой целостный хозяйственный комплекс. Данная структура включает в себя управляющую (материнскую) компанию и разветвленную сеть дочерних и зависимых обществ, над которыми головная организация осуществляет эффективный контроль. Механизм этого контроля реализуется преимущественно через преобладающее участие в уставном капитале, что позволяет материнской компании диктовать стратегические решения, назначать исполнительные органы и определять вектор финансово-хозяйственного развития всей группы.

Увлекательно отметить, что в российском законодательном поле до сих пор отсутствует единое, исчерпывающее и универсальное определение холдинга, которое бы в полной мере удовлетворяло запросам как правоведов, так и представителей экономической науки. В нормативно-правовых актах часто

фигурируют смежные, но не идентичные по своей сути понятия: «группа лиц», «взаимозависимые лица», «банковская группа» или «консолидированная группа налогоплательщиков». Однако для целей профессиональной оценки бизнеса первостепенное значение имеет не юридическая форма, а глубокая экономическая сущность объекта. С позиции оценщика, холдинг – это не просто механическая совокупность юридических лиц, связанных общими владельцами, а единый центр принятия стратегических решений, централизованного управления рисками и перераспределения финансовых ресурсов. Это живой экономический организм, где синергия взаимодействия элементов зачастую важнее, чем их автономное существование.

В теории корпоративных финансов и оценочной практике принято выделять несколько основных типов холдинговых структур. Для практикующего оценщика данная классификация носит не факультативный, а критически важный, обязательный характер, поскольку именно тип структуры предопределяет выбор методологии, способ формирования ставки дисконтирования и необходимость применения тех или иных корректировок на контроль или ликвидность. По характеру деятельности и функциональной роли головной компании выделяют:

- Чистый холдинг. В данной модели материнская компания не ведёт собственной производственной, торговой или другой операционной деятельности. Её единственная функция заключается в стратегическом владении долями акций дочерних предприятий, управлении совокупными финансовыми потоками, контроле над соблюдением корпоративных стандартов и обеспечении инвестиционного потенциала группы. С точки зрения оценки, такой холдинг представляет собой инвестиционный портфель, где основной доход генерируется за счёт дивидендов и роста рыночной стоимости активов.

- Операционный холдинг. Здесь головная организация выступает в двойственной роли: она не только выполняет управленческие и контрольные функции в отношении дочерних обществ, но и непосредственно осуществляет производственную, сбытовую или сервисную деятельность. Например, крупный металлургический комбинат может одновременно являться материнской компанией для сети горно-обогатительных фабрик и транспортными узлами. Это создаёт серьёзную методическую проблему при оценке. Оценщику требуется провести филигранную работу по разделению денежных потоков: необходимо четко разграничить доходы, генерируемые собственной операционной деятельностью «мамы», и входящие потоки в виде дивидендов или процентов по займам от «дочек». Игнорирование этого разделения неизбежно ведёт к двойному счёту, искажению показателей рентабельности и некорректной оценке профиля риска всей группы.

¹ Аналитический обзор: Рынок слияний и поглощений в России в 2024 году. Статистика и тренды. Москва: Информационное агентство АК&М, 2025. URL: <https://mergers.akm.ru/>.

Для наглядности и систематизации подходов к анализу различных структур пред-

ставим основные типы холдингов и их специфические оценочные характеристики в

Таблица 1. Типология холдинговых структур и их ключевые оценочные характеристики [составлено автором]
Table 1. Typology of holding company structures and their key evaluation characteristics [compiled by the author]

Критерий классификации	Тип холдинга	Ключевая характеристика	Оценочный вызов
Характер головной компании	Чистый	Только функции владения и управления	Оценка эффективности распределения капитала
	Операционный	Управление и собственное производство	Риск «двойного счета» и смешения потоков
Тип производственной связи	Горизонтальный	Однотипные предприятия (ритейл, АЗС)	Расчет эффекта масштаба и синергии
	Вертикальный	Технологическая цепочка (от сырья до сбыта)	Моделирование трансфертных цен
	Диверсифицированный	Разноотраслевые активы	Необходимость метода «суммы частиц» и оценки дисконта

следующей таблице 1.

Представленная таблица демонстрирует, что универсального метода для оценки любого холдинга не существует. Каждый тип требует настройки специфических аналитических фильтров. Например, в горизонтальных структурах фокус смещается на маржинальность масштаба, тогда как в вертикальных – на прозрачность внутренних расчетов.

По критерию производственной взаимосвязи между элементами структуры в оценочной практике принято различать следующие формы:

- Горизонтально интегрированные объединения. Они оформляются предприятиями, функционирующими в одной нише рынка или в рамках одной отрасли. Классический пример – федеральные сети ритейла или группы предприятий пищевой промышленности, объединяющие заводы в разных регионах. Основные стратегические цели здесь – сплочение рыночной доли, устранение конкуренции и реализация эффекта масштаба. В процессе оценки это находит отражение через расчет синергетической премии: за счет объединения закупок, логистики и маркетинга общие издержки группы становятся ниже, чем сумма издержек разрозненных компаний.

- Вертикально интегрированные структуры. Данные холдинги объединяют технологически взаимосвязанные звенья единой цепочки создания стоимости – от добычи сырья или первичной переработки до реализации высокотехнологичной конечной продукции. Ярким примером в российской практике являются нефтегазовые холдинги (вертикально интегрированная нефтяная компания). Основной оценочный вызов здесь – корректный учет и приведение к рыночному уровню трансфертных цен,двигающимся между звеньями цепочки. Для определения настоящей маржинальности каждого сегмента оценщику часто приходится «отделять» отчетность от внутренних цен и моделировать ситуацию, при которой каждое звено продавало бы свою продукцию по независимым рыночным расценкам.

- Диверсифицированные холдинги. В

состав таких структур входят предприятия, принадлежащие к радикально не связанным между собой отраслям экономики (например, владение одновременно телекоммуникационным оператором, банком и сельскохозяйственным активом). В силу радикальной несопоставимости профилей риска, ставок доходности и темпов роста различных активов, объективная оценка таких структур практически невозможна без применения метода суммирования стоимостей частей. Данный метод предполагает независимую оценку каждого бизнес-направления по индивидуальным параметрам с последующим объединением результатов и учетом общехолдинговых расходов.

Следует подчеркнуть, что формирование холдинговой структуры – это не просто следование корпоративному тренду, а мощный инструмент реализации конкретных экономических и управленческих преимуществ. Профессиональный оценщик обязан понимать эти факторы роста, так как именно они формируют стоимость:

- Централизация финансовых ресурсов. Холдинг позволяет собирать свободные средства всех дочерних компаний для реализации капиталоемких стратегических проектов, которые были бы не под силу отдельным предприятиям.

- Налоговая оптимизация. Механизмы внутригруппового финансирования, создание внутренних «банков» и возможность взаимного покрытия убытков одних компаний прибылями других позволяют легально снижать совокупную налоговую нагрузку группы.

- Юридическая защита активов. Правовые и финансовые риски одного направления деятельности ограничиваются его собственным капиталом (принцип обособленной юридической ответственности). Это создает своего рода «барьер», предотвращая эффект домино при возникновении проблем у одной из дочерних компаний

Вместе с тем, холдинговая модель неизбежно порождает ряд системных издержек. Чрезмерная централизация управления часто провоцирует раздувание штата головного офиса и рост бюрократических расходов,

что снижает оперативную гибкость. С позиции оценки это проявляется в возникновении «дисконта корпоративной сложности». Внешний инвестор часто не готов платить полную стоимость за активы холдинга из-за информационной непрозрачности, сложности анализа внутренних потоков и риска неэффективного распределения капитала менеджментом материнской компании. Таким образом, глубокий предварительный анализ организационной архитектуры является обязательным этапом. Именно в типе интеграции скрыты как ключевые драйверы, так и деструкторы стоимости.

На практике попытка оценить холдинг как обычное предприятие «в вакууме» неизбежно приводит к фальсификации результата. Главная методологическая сложность заключается в том, что холдинг – это не механическая сумма активов, а сложная система связей. Если обычная компания – это одна точка извлечения прибыли, то холдинг – это сеть, где прибыль может целенаправленно перемещаться из одного звена в другое для достижения общегрупповых целей.

Первое и наиболее весомое методическое отличие – это необходимость глубокой работы с целевой отчетностью. Для опытного оценщика это главный фундамент, а для начинающего – камень преткновения. Отчетность по международным стандартам (МСФО) дает общую картину группы, но внутри нее скрыты тысячи взаимосвязанных операций: займы материнской компании своим дочерним структурам по нерыночным ставкам, продажа сырья по внутренним ценам, сложные схемы выплаты дивидендов.

Важно понимать, что при оценке холдинга критически важно полностью исключить «двойной счет». В отчетности по российским стандартам (РСБУ) активы дочерних компаний отражаются в балансе материнской организации как финансовые вложения. Если оценщик совершит элементарную ошибку и просто сложит рыночную стоимость имущества материнской компании и рыночную стоимость её пакетов акций в «дочках», он получит виртуальную цифру, не имеющую связи с реальностью. Именно поэтому профессиональная оценка холдинга начинается с элиминирования (исключения) всех внутригрупповых оборотов и остатков².

Вторым фундаментальным отличием, требующим подробного разбора, является фактор синергии. Синергия – это суть создания холдинга. На практике это проявляется в том, что объединение компаний в единую группу позволяет достичь результатов, недоступных при их автономной работе. Синергия бывает двух основных видов:

1) Операционная синергия. Она возникает, когда за счет интеграции снижаются удельные издержки (эффект масштаба) или

увеличивается совокупная выручка. Например, за счет объединения логистических служб двух компаний холдинг может сократить расходы на транспорт на 20%, а за счет кросс-продаж товаров одного бренда клиентам другого – существенно нарастить рыночную долю. Оценка такой синергии требует построения детальных прогнозных моделей «до» и «после» интеграции.

2) Финансовая синергия. Она проявляется в том, что холдинг в целом, обладая большим объемом активов, обычно имеет более высокий кредитный рейтинг, чем его отдельные компоненты. Это дает доступ к более дешевым заемным средствам. Кроме того, внутренний рынок капитала холдинга позволяет перераспределять ликвидность из зрелых, приносящих наличность бизнесов в венчурные проекты внутри группы, не прибегая к дорогостоящему внешнему финансированию³.

Третий аспект, который опытный оценщик никогда не проигнорирует – это особенная сложность структуры владения и контроля. В современных экономических реалиях, особенно в России, мы часто сталкиваемся со структурами типа «матрешка» или перекрестным владением (когда Компания А владеет Компанией Б, а та, в свою очередь, владеет долей в Компании А). Это создает настоящий юридический и финансовый лабиринт. При оценке таких объектов мы обязаны четко дифференцировать:

- Контролирующую долю. Она дает владельцу право определять стратегию, распоряжаться денежными потоками и назначать руководство. Рынок традиционно платит за это право существенную премию (премия за контроль).

- Неконтролирующую долю. Это миноритарные пакеты, которые в рамках холдинга часто оказываются заложниками решений мажоритарного акционера. (миноритарные пакеты, которые обычно оцениваются со скидкой из-за невозможности влиять на решения) [1].

Еще одна специфическая черта – обязательное наличие корпоративного центра (головного офиса). В отличие от производственных «дочек», этот центр сам по себе прямой прибыли не приносит. Напротив, он выступает мощным генератором расходов: высокие зарплаты топ-менеджмента, содержание служб по связи с общественностью, дорогостоящие офисы в финансовых центрах, юридическое сопровождение. При оценке эти расходы нельзя просто игнорировать. Их необходимо либо распределять по бизнес-единицам пропорционально выручке или иному показателю, либо вычитать из общего единого денежного потока группы. В современных условиях оценщику критически важно проверять экономическую обоснованность

²Об утверждении федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)»: Приказ Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326 (ред. от 14.04.2022). URL: <https://srosovet.ru/activities/npa/fso8/>.

³Об утверждении федерального стандарта оценки «Оценка интеллектуальной собственности и нематериальных активов и интеллектуальной собственности (ФСО № 11)»: Приказ Минэкономразвития России от 22.06.2015 № 385 (ред. от 30.11.2022). URL: <https://srosovet.ru/activities/npa/FSO-XI/>.

этих трат: если содержание штаб-квартиры обходится дороже, чем выгоды от синергии, которые она приносит дочерним компаниям, возникает эффект «отрицательной стоимости управления», что напрямую ведет к увеличению конгломератного дисконта.

Наконец, нельзя упускать из виду неоперационные активы. Крупные холдинги часто обременены объектами, которые исторически достались им, но не связаны с профильным бизнесом: ведомственные базы отдыха, пустующие земельные участки, коллекции предметов искусства или избыточные запасы наличности на счетах. Для маленькой компании это может быть несущественно, но в масштабах гигантского холдинга стоимость таких побочных активов, может достигать 10-15% от общей оценки [2]. Методически корректно оценивать их отдельно, чаще всего рыночным методом по стоимости замещения или рыночных аналогов, и добавлять к стоимости операционного бизнеса.

Несмотря на всю описанную специфику, методический фундамент оценки остается классическим и опирается на три фундаментальных подхода. Однако при работе с холдингами каждый из них подвергается глубокой модификации и адаптации под задачи исследования.

Доходный подход традиционно признается мировым профессиональным сообществом как наиболее точный для оценки действующего холдингового бизнеса. Его суть заключается в определении текущей стоимости тех денежных потоков, которые структура способна генерировать для своих бенефициаров в долгосрочной перспективе.

Применение консолидированного метода дисконтированных денежных потоков оправдано преимущественно в отношении холдингов с крайне высокой степенью операционной и технологической взаимозависимости элементов. К ним относятся вертикально-интегрированные структуры в добывающих отраслях. В таких условиях технологический цикл – от скважины или шахты до заправочной станции или склада готовой продукции – представляет собой неразрывную цепь. Выделение отдельной прибыли на этапе добычи сырья в таком холдинге часто носит искусственный характер из-за трансфертных цен, что делает консолидированный подход единственно верным способом увидеть реальную экономику бизнеса.

Математический аппарат в данном случае сохраняет свою традиционную форму. Стоимость всей интегрированной структуры определяется как сумма приведенных к текущему моменту ожидаемых свободных денежных потоков в прогнозный период и дисконтированной конечной стоимости, отражающей потенциал роста бизнеса в пост-прогнозный период:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFFt}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \quad (1),$$

где PV – текущая рыночная стоимость операционных активов холдинга;

FCFFt – свободный денежный поток консолидированной группы в период t;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала группы;

TV – терминальная стоимость;

n – продолжительность детализированного прогнозного периода

Однако за кажущейся простотой формулы скрывается критический методический нюанс: расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Если холдинг глубоко диверсифицирован, использование единой ставки дисконтирования для всех сегментов – это катастрофическая методическая ошибка. Нельзя оценивать риски девелоперского крыла холдинга и его ритейл-подразделения по одной ставке [3]. Инвестиции требуют гораздо более высокой премии за риск. По моему глубокому убеждению, в современной нестабильной экономике правильное рассмотрение для каждого отраслевого сегмента, проводить оценку этих сегментов отдельно и только после этого агрегировать результат.

Сравнительный (рыночный) подход базируется на анализе фактических сделок или котировок сопоставимых компаний через систему мультипликаторов (P/E, EV/EBITDA, P/S). Здесь главная проблема – поиск адекватных аналогов. Найти на публичном рынке компанию, которая была бы полностью идентична оцениваемому холдингу по набору активов и долям участия, практически невозможно. Поэтому сравнительный подход в отношении холдингов чаще всего применяется «посегментно»: мы сравниваем аграрный дивизион холдинга с публичными агрохолдингами, а логистическое подразделение – с транспортными операторами.

Необходимо подчеркнуть, что при прямом сопоставлении холдинга с набором отдельных компаний часто возникает феномен «конгломератного дисконта». Рынок склонен оценивать многопрофильные структуры дешевле, чем сумму их частей, из-за сложности управления и меньшей прозрачности [4]. Это вызвано опасениями инвесторов относительно неэффективного перераспределения прибыли между компаниями и общей непрозрачностью управления. В российской оценочной практике этот дисконт является предметом острых дискуссий и может варьироваться от 15% до 30%, существенно снижая итоговую оценку.

Затратный подход (метод чистых активов) применительно к холдингу трансформируется в метод оценки стоимости его инвестиционного портфеля. Мы скрупулезно рассчитываем рыночную стоимость всех акций и долей участия в «дочках», прибавляем стоимость собственного имущества и денежных средств головной компании, после чего вычитаем все долговые обязательства и резервы.

Согласно требованиям, действующих российских Федеральных стандартов оценки (ФСО №8 «Оценка бизнеса»), затратный подход является обязательным элементом оценочной процедуры. Однако его результа-

ты часто играют роль лишь «нижней границы» стоимости. Проблема в том, что методика, ориентированная на стоимость чистых активов, физически не способна учесть нематериальные факторы роста: синергию, интеллектуальный капитал управляющей команды, ценность бренда холдинга и накопленная репутация. Для технологических компаний или сервисных холдингов затратный подход дает минимально полезную информацию, в то время как для инвестиционных фондов или холдингов по управлению недвижимостью он может быть основным.

Метод суммирования стоимостей частей на сегодняшний день признан в международной практике как наиболее точный и аналитически глубокий инструмент для оценки сложных корпоративных образований. По своей сути, он – это комплексная технология, интегрирующая в себе элементы доходного, сравнительного и затратного подходов, применяемых индивидуально к каждой выделенной бизнес-единице.

Стандартный, методически выверенный алгоритм применения метода включает в себя следующие обязательные этапы:

1. Сегментарная идентификация и выделение бизнес-единиц. Структура холдинга раскладывается на однородные сегменты по отраслевому или операционному признаку (например, телекоммуникационный сегмент, банковский сектор, добыча сырья).

2. Автономная оценка каждого выделенного сегмента. Оценщик подбирает наиболее релевантный метод для каждой «части»: для стабильных компаний с понятной историей – метод дисконтирования; для быстрорастущих сегментов в публичных отраслях – рыночные мультипликаторы; для убыточных или ликвидируемых звеньев – метод чистых активов.

3. Оценка стоимости корпоративного центра. Производится детальный расчет текущей стоимости будущих административных расходов головной компании. Полученная цифра вычитается из совокупной стоимости сегментов. Также на этом этапе вычитается чистый долг всего холдинга, если он консолидирован на уровне материнской компании.

4. Учет неоперационных и избыточных активов. К результату добавляется рыночная стоимость всех активов, не задействованных в операционном цикле.

Особую методологическую сложность и предмет постоянных профессиональных споров составляют корректировки на внутригрупповые операции. Именно здесь возникают наиболее острые расхождения в позициях оценщика, аудитора и заказчика. Оценщик должен убедиться, что внутригрупповая выручка устранена, а цены между дочерними компаниями не искажают финансовый результат каждого сегмента.

В современных экономических условиях, характеризующихся высокой неопределенностью, активы многих холдингов часто включают высокорисковые стартапы, лицензии на разработку трудноизвлекаемых месторождений или права на уникальные патенты. При-

менение классических методов здесь часто оказывается несостоятельным, так как они не учитывают фактор управленческой гибкости. Для корректной оценки таких специфических активов, обладающих свойствами отсроченных решений, используется теория реальных опционов.

Например, если в портфеле холдинга есть убыточный на текущий момент инновационный проект, владеющий уникальной технологией, его нельзя оценивать просто по затратам или через дисконтирование текущих отрицательных потоков (что дало бы нулевую или отрицательную стоимость). В рамках теории реальных опционов такой актив рассматривается как «американский опцион колл». У холдинга есть ценное право (но не жесткое обязательство) инвестировать дополнительные средства в будущем, если рыночная конъюнктура станет благоприятной.

Для математической оценки таких возможностей используется модифицированная модель Блэка-Шоулза или биномиальная модель. Оценка опциона позволяет количественно выразить внутреннюю, скрытую стоимость гибкости. Это та стоимость будущих возможностей, которая полностью игнорируется традиционными подходами. Включение реальных опционов в общую оценку холдинга делает отчет оценщика по-настоящему глубоким и обоснованным, отражая реальную стратегическую ценность корпоративной структуры в динамично меняющемся мире.

Таким образом, оценка холдинга – это венец профессионального мастерства оценщика, требующий не только безупречного владения математическим аппаратом, но и глубокого понимания корпоративной стратегии, налогового права и психологии инвестиционного рынка. Только комплексный учет организационной архитектуры, синергетических эффектов и специфических дисконтов позволяет сформировать объективное мнение о стоимости, которое станет надежной опорой для принятия управленческих и инвестиционных решений.

Выводы. Проведенное исследование посвящено теоретическим и методическим основам определения справедливой стоимости интегрированных корпоративных структур. Сложность и полисубъектность холдинга как объекта оценочной деятельности подтверждают исходную гипотезу о необходимости фундаментальной адаптации и расширения стандартного методического инструментария, используемого при оценке изолированных предприятий.

На основе систематизации теоретических положений установлено, что системообразующим признаком холдинга является его сетевая природа, предполагающая неаддитивность совокупной стоимости. Было выявлено, что наличие консолидированной финансовой отчетности, системы трансфертного ценообразования и единого центра корпоративного управления формирует специфические риски дублирования финансовых результатов и снижения информационной прозрачности.

Данные факторы обуславливают обязательность этапа предварительной аналитической подготовки, включающего процедуры элиминации внутригрупповых оборотов, выделения неоперационных активов и нормализации финансовых показателей.

Анализ методической базы позволил заключить, что наиболее адекватным и точным инструментом оценки диверсифицированных структур выступает метод суммирования стоимостей частей. Указанный метод предоставляет возможность дифференцированного учёта профилей риска и доходности различных бизнес-сегментов через применение специфических для каждого из них ставок дисконтирования и рыночных мультипликаторов. При этом итоговая оценочная величина холдинга редко соответствует арифметической сумме стоимостей его компонентов: она подвергается корректировке на величину конгломератного дисконта (обусловленного избыточными управленческими издержками или низкой прозрачностью) либо премии за синергию (возникающей в условиях эффек-

тивной вертикальной или горизонтальной интеграции).

Также констатирована целесообразность применения моделей реальных опционов в условиях повышенной неопределённости и при наличии в портфеле холдинга венчурных или недокапитализированных активов. Использование, в частности, модифицированной модели Блэка-Шоулза позволяет количественно оценить потенциал будущего роста, который игнорируется классическим затратным подходом.

В качестве ключевой рекомендации сформулирован вывод о необходимости комбинирования методики SOTP с обязательным проведением многовариантного сценарного анализа. В текущих макроэкономических условиях стоимость холдинга представляет собой не фиксированную величину, а вероятностный диапазон, определяемый такими факторами, как эффективность корпоративного управления и способность централизованно перераспределять финансовые ресурсы в пользу наиболее перспективных

Список источников

1. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: перевод с английского. А. Дамодаран. 11-е изд., перераб. и доп.. Москва: Альпина Паблшер, 2022. 1316 с.: ил.. Библиогр.: с. 1283-1302 Перевод издания: Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. ISBN 978-5-9614-6650-8.
2. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса: учебник для вузов. 5-е изд. Санкт-Петербург: Питер, 2019. 512 с.
3. Ковалев В.В., Ковалев Вит.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели: учебное пособие. – 4-е изд., перераб. и доп. Москва: Проспект, 2020. 992 с.
4. Щербаков В.А., Щербакова Н.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – 5-е изд., испр. Москва: Омега-Л, 2017. 315 с.

Сведения об авторе:

Зоненко А.А., студент 4 курса бакалавриата, финансово-экономический факультет, Донецкий институт управления, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (Донецк, Донецкая Народная Республика, Российская Федерация), e-mail: zonenkoalexey@gmail.com

Научный руководитель: Шангареева Владимира Леонидовна, кандидат технических наук, доцент, доцент кафедры финансов, Донецкий институт управления, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (Донецк, Донецкая Народная Республика, Российская Федерация), e-mail: shangareeva-vl@ranepa.ru

References

1. Damodaran, A. (2022). Investment valuation: Tools and techniques for valuing any asset (11th ed.). Moscow: Alpina Publisher, 1316 p. ISBN 978-5-9614-6650-8. (In Russ.; translated from Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset)
2. Yesipov, V. E., Makhovikova, G. A., & Terekhova, V. V. (2019). Business valuation: Textbook for higher education institutions (5th ed.). Saint Petersburg: Piter, 512 p. (In Russ.)
3. Kovalev, V. V., & Kovalev, V. V. (2020). Corporate finance and accounting: Concepts, algorithms, indicators (4th ed.). Moscow: Prospekt, 992 p. (In Russ.)
4. Shcherbakov, V. A., & Shcherbakova, N. A. (2017). Enterprise (business) valuation (5th ed.). Moscow: Omega-L, 315 p. (In Russ.)

About the author:

Alexey A. Zonenko, Bachelor's degree, Faculty of Finance and Economics, Donetsk Institute of Management, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, (Donetsk, Donetsk Peoples Republic, Russian Federation), e-mail: zonenkoalexey@gmail.com

Academic Supervisor: Vladimira L. Shangareeva, Candidate of Technical Sciences, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance, Donetsk Institute of Management, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Donetsk, Donetsk Peoples Republic, Russian Federation), e-mail: shangareeva-vl@ranepa.ru

*Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.
The author declares no conflicts of interests.*

Поступила в редакцию (Reserved) 14.04.2026
Поступила после рецензирования 24.04.2026
Принята к публикации (Accepted) 14.05.2026