

### **3 ПРОБЛЕМЫ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ РАБОТЫ ТРАНСПОРТНЫХ СИСТЕМ**

---

**ISSN 2225-6741. Рынок транспортных услуг  
(проблемы повышения эффективности).  
Вып. 9. Гомель, 2016**

---

УДК 330.526:33

*О. С. БАШЛАКОВА*

*Гомельский государственный университет им. Ф. Скорины*

#### **МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ИМУЩЕСТВА ОРГАНИЗАЦИИ В ПРОЦЕССЕ РАЗГОСУДАРСТВЛЕНИЯ И ПРИВАТИЗАЦИИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ СОБСТВЕННОСТИ**

Рассмотрены актуальные методические проблемы оценки стоимости организации как имущественного комплекса, возникающие в процессе разгосударствления и приватизации крупных государственных инфраструктурных компаний. В частности, данные проблемы рассмотрены с позиции возможного акционирования Белорусской железной дороги и (или) организаций, входящих в её состав.

На постсоветском пространстве в процессе разгосударствления и приватизации государственной собственности практически во всех странах национальные железные дороги были преобразованы в акционерные общества. Среди партнеров Республики Беларусь по Евразийскому экономическому союзу только в нашей стране и Кыргызстане железная дорога остается унитарным предприятием государственной формы собственности. Так, в России в 2003 году было создано ОАО «Российские железные дороги», в Казахстане в 1997 году – ОАО «Казахстанские железные дороги», в Армении в 13 февраля 2008 года был подписан Концессионный договор о передаче государственного ЗАО «Армянская железная дорога» в управление ЗАО «Южно-Кавказская железная дорога», которое является дочерней компанией ОАО «Российские железные дороги». В настоящее время в Республике Беларусь не ставится задача приватизации Белорусской железной дороги (далее – БЖД), однако из перечня объектов, находящихся исключительно в собст-

венности государства, исключены производственные предприятия, входящие в систему Белорусской железной дороги, за исключением тех, которые обеспечивают безопасность движения на транспорте. Кроме того, как отмечают специалисты БЖД, сегодня остро стоит вопрос необходимости повышения эффективности её работы, обновления и модернизации подвижного состава и объектов транспортной инфраструктуры. В состав объединения БЖД входят более 60 организаций, имеющих статус юридического лица. Поэтому, учитывая опыт стран-партнёров, целесообразно выработать методический инструментарий достоверной оценки стоимости этих организаций и их имущества, в чём заинтересованы как собственник имущества – государство, так и потенциальные инвесторы.

Для Республики Беларусь в процессе либерализации экономики и приватизации государственной собственности проблема достоверной оценки объектов имущественных прав также приобретает всё большую актуальность, поскольку традиционно в абсолютном большинстве случаев оценка стоимости приватизируемых организаций осуществляется методом балансового накопления активов, который не позволяет оценить рыночную стоимость объекта оценки, а лишь ориентируется на остаточную балансовую стоимость исходя из данных внутреннего учёта. Так, если в 2016 году организациям было разрешено по выбору не начислять амортизационные отчисления на восстановление стоимости основных средств, то и оценка таких организаций по итогам финансового года будет завышенной как минимум на величину амортизационных отчислений при прочих равных условиях. Также недостатками указанного метода являются: некорректность результатов оценки при существенных различиях между балансовой и рыночной стоимостью имущества; отсутствие учёта в рамках метода экономической эффективности использования имущества организации, что в ряде случаев определяющим образом влияет на стоимость организации как имущественного комплекса; оценка обязательств организации осуществляется без учёта степени их актуальности. Единственным достоинством метода балансового накопления активов является то, что он прост и доступен для использования, обладает низкой трудоёмкостью оценки, обусловленной наличием информационной базы в виде данных бухгалтерского учёта и отчётности, а также предоставляет возможность оперативного получения результатов оценки заинтересованными пользователями благодаря отсутствию необходимости проведения громоздких и трудоёмких расчётных процедур.

В мировой практике для обеспечения максимальной достоверности оценки объектов имущественных прав наибольшее распространение получил рыночный метод оценки, основанный на использовании одного, двух или всех следующих методов: затратного (накопления активов; скорректированной балансовой стоимости; ликвидационной стоимости); доходного; сравнительного.

*Затратный метод* определяет стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек на его создание и основан на анализе активов и пассивов.

вов предприятия. Определение стоимости предприятия затратным методом заключается в расчёте разницы между суммами всех активов и его обязательств, отраженными в бухгалтерском балансе, как правило, по состоянию на первое число месяца, на которое проводится оценка, по формуле

$$C_{п} = A - O, \quad (1)$$

где  $C_{п}$ ,  $A$ ,  $O$  – соответственно стоимость, активы, обязательства предприятия, ден. ед.

В рамках затратного метода оценки организации могут использоваться следующие **методы расчёта стоимости**: накопления активов; скорректированной балансовой стоимости; ликвидационной стоимости.

Порядок оценки стоимости предприятия методом накопления активов включает следующие этапы: оценку основных средств и нематериальных активов (по балансовой стоимости); оценку вложений в долгосрочные активы; оценку краткосрочных активов, в том числе оценку запасов и затрат, дебиторской задолженности, финансовых вложений и прочих оборотных активов; перевод обязательств предприятия в настоящую стоимость; оценку стоимости имущества, не принадлежащего предприятию; определение стоимости предприятия.

Определение стоимости финансовых вложений осуществляется на основании котировок акций на фондовом рынке, договоров купли-продажи акций (долей), выписок со счёта «депо». При оценке финансовых вложений учитывается величина пакета акций (доли) путём применения необходимых скидок или премий. Предоставленные предприятием займы корректируются исходя из сроков их возврата. Оценка сырья, материалов и других активов в составе запасов и затрат может производиться по рыночной или балансовой стоимости в соответствии с законодательством. Оценка дебиторской задолженности может производиться путём корректировки величины просроченной задолженности исходя из сроков её предполагаемого возврата и штрафных санкций за несоблюдение условий оплаты, предусмотренных договором. В качестве нормы дисконтирования может применяться норма процента по банковским кредитам. Расходы будущих периодов в составе запасов и затрат оцениваются по балансовой стоимости, если эти расходы связаны с будущими выгодами для предприятия. Стоимость предприятия определяется путём вычитания из суммы активов, рассчитанной с учётом проведённых корректировок, суммы скорректированных обязательств и имущества, не принадлежащего предприятию.

При *методе скорректированной балансовой стоимости* определение стоимости активов рыночным методом проводится выборочно.

Выбор объектов оценки во долгосрочных и краткосрочных активах для определения их стоимости рыночным методом с целью последующих корректировок может проводиться по следующим критериям:

- значимости в производственном процессе предприятия;
- удельному весу в стоимости активов предприятия;

– значительному отличию балансовой стоимости актива от его стоимости, определённой рыночным методом.

Указанным критериям могут соответствовать основные средства, в том числе приобретаемые по лизингу, нематериальные активы, вложения в долгосрочные активы, финансовые вложения, дебиторская задолженность, запасы и затраты.

При приобретении основных средств по договорам финансового лизинга, действие которых на дату оценки продолжается, выполняется корректировка их стоимости с целью доведения её до рыночной стоимости на дату оценки. При этом проверяется правильность отражения обязательств по договорам лизинга на соответствие отражения данных операций в бухгалтерском учёте законодательству. Если выявлено несоответствие, то проводятся необходимые корректировки.

При проведении оценки этим методом можно принимать балансовую стоимость основных средств и вложений в долгосрочные активы с учётом корректировки этой стоимости на дату оценки соответствующими индексами. Стоимость основных средств, накопленная амортизация которых по данным бухгалтерского учёта на дату оценки составляет 90 % и более от первоначальной (переоцененной) стоимости, определяется в размере 10 % от первоначальной (переоцененной) стоимости, отражённой в бухгалтерском балансе.

При оценке активов баланса оценка имущества проводится по состоянию на дату его осмотра с последующей корректировкой полученной стоимости на дату оценки предприятия, акции, пакета акций (доли), части предприятия. При незначительных изменениях цен корректировка может не выполняться на дату оценки по сравнению с датой осмотра.

При значительном изменении цен корректировка стоимости активов баланса на дату оценки по сравнению с датой осмотра может производиться с помощью коэффициентов изменения стоимости видов (групп) основных средств, индексов изменения стоимости строительной продукции и других коэффициентов (индексов) или другими методами.

Оценка предприятия *методом ликвидационной стоимости* включает следующие этапы: анализ бухгалтерского баланса с приложениями; разработка графика ликвидации активов предприятия; определение выручки (доходов) от ликвидации активов; расчёт затрат на ликвидацию активов; расчёт расходов на содержание активов до их ликвидации; расчёт настоящей стоимости активов, затрат на ликвидацию, а также расходов на содержание активов до их ликвидации; определение стоимости предприятия.

Анализ бухгалтерского баланса и приложений к нему производится на дату оценки. Разработка графика ликвидации активов предприятия производится с учётом времени на ликвидацию предприятия в соответствии с законодательством. Определение выручки (доходов) от ликвидации активов требует проведения оценки имущества по рыночной и ликвидационной стоимо-

сти с учётом срочности его продажи в соответствии с утвержденным графиком ликвидации предприятия.

Расчёт затрат на ликвидацию активов предусматривает учёт состава затрат на ликвидацию активов за период ликвидации в соответствии с графиком ликвидации предприятия: комиссионных вознаграждений, налогов, уплачиваемых от выручки, стоимости демонтажа, транспортных затрат на перевозку груза, затрат на оформление и регистрацию документов по объектам недвижимости, транспорту, таможенному оформлению, утилизации основных средств и других затрат, необходимых для ликвидации активов.

Расчёт расходов на содержание активов до их ликвидации включает определение состава и величины затрат, связанных с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершённого производства, хранение оборудования, машин, механизмов, охрану объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации.

Расчёт настоящей стоимости активов, затрат на ликвидацию, а также расходов на содержание активов до их ликвидации производится методом дисконтирования денежных потоков. Норма дисконтирования принимается по соответствующей норме процента по заёмным средствам. Срок дисконтирования соответствующих затрат определяется по графику ликвидации активов предприятия.

Стоимость предприятия определяется как разница между выручкой от реализации активов и затратами на ликвидацию активов, расходами на содержание активов до их ликвидации, а также долгосрочной и краткосрочной кредиторской задолженностью.

Оценка предприятия *доходным методом* проводится в следующем порядке: сбор и анализ информации; выбор метода расчёта стоимости; выбор модели денежного потока; расчёт денежного потока; прогнозирование будущего годового денежного потока и определение остаточной стоимости предприятия в постпрогнозный период; определение коэффициента капитализации или нормы дисконтирования; определение стоимости предприятия.

Оценка стоимости предприятия доходным методом производится следующими методами расчёта стоимости: капитализации по норме отдачи (дисконтированием денежных потоков); прямой капитализации.

*Метод капитализации по норме отдачи* применяется, когда предполагается изменение будущих доходов в течение определённого прогнозного периода, позволяет учесть несистематические изменения потока доходов.

*Метод прямой капитализации* применяется при условии, что в ретроспективном периоде и при составлении прогноза уровень дохода постоянен или со стабильными темпами роста. Предприятие (бизнес) обладает способностью создавать доход в будущем в течение неограниченного периода времени. Прогнозы денежного потока можно составлять как на номинальной (с учётом инфляции), так и на реальной (не учитывающей инфляцию) основе.

Срок прогноза соответствует периоду времени, в течение которого темпы роста объёмов производства предприятия стабильны и предприятие выйдет на проектную мощность. Это обусловлено предположением, что в остаточный период имеют место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов.

Срок прогноза для оценки предприятия может составлять в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации от 5 до 10 лет. В случае невозможности составления долгосрочных прогнозов допускается сокращение срока прогноза до 3 лет. В отдельных случаях оценщик может выбрать иной срок.

При прогнозировании целесообразно принимать интервал в 1 год, для точности результата можно осуществлять дробление прогнозного периода на более мелкие интервалы: полугодие, квартал, в отдельных случаях – месяцы.

В зависимости от перспектив развития предприятия в остаточный период используют следующие методы расчёта его стоимости: накопления активов; ликвидационной стоимости; предполагаемой продажи; модель Гордона.

*Метод накопления активов* может быть использован для стабильно работающего предприятия, главной характеристикой которого являются значительные (более 30 % от итоговой суммы баланса) внеоборотные активы. Исключением могут являться предприятия, у которых значительную долю активов баланса составляют оборотные средства. Расчёт производится путём составления проектно-балансовой ведомости по вариантам прогноза. Статьи проектно-балансовой ведомости могут корректироваться для расчёта остаточной стоимости предприятия. Остаточная стоимость предприятия по каждому варианту прогноза принимается по проектно-балансовой ведомости за последний год прогноза.

*Метод ликвидационной стоимости* может быть применён в случае, если в остаточный период ожидается ликвидация предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, или стабильно развивающегося предприятия данный метод не используется.

*Метод предполагаемой продажи* может быть использован для оценки предприятий, по которым есть данные по продажам объектов-аналогов, предложению и спросу на объекты-аналоги или можно определить рыночную стоимость объекта-аналога. Особенностью метода предполагаемой продажи является прогнозирование цены продажи предприятия в остаточный период на основании ретроспективных данных по продажам объектов-аналогов или на основе предложений по продажам объектов-аналогов. В качестве предполагаемой цены продажи может быть принята стоимость объекта оценки с учётом ее роста (уменьшения) за период прогноза.

*Модель Гордона* предполагает определение стоимости предприятия в остаточный период путём капитализации чистого денежного потока за последний год прогноза или первый год остаточного периода при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между нормой дисконтирования и долгосрочными темпами роста. Модель Гордона основана на про-

гнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что объём инвестиций принимается равным величине амортизации в последний год прогноза.

Стоимость предприятия в остаточном периоде с последнего прогнозного года необходимо привести к настоящей стоимости методом дисконтирования на дату оценки.

После определения стоимости предприятия для получения итоговой величины стоимости, рассчитанной доходным методом, необходимо внести корректировки: на стоимость нефункционирующих активов; прирост или избыток собственных оборотных средств; контроль и ликвидность.

Стоимость нефункционирующих активов определяется по их рыночной стоимости. При этом если имеющиеся нефункционирующие активы не будут приносить доход, необходимый для поддержания своей жизнеспособности, то величину чистой прибыли необходимо уменьшить на величину этих расходов при прогнозировании. Требуемый оборотный капитал определяется на основании нормативных периодов оборачиваемости дебиторской задолженности, материальных запасов и кредиторской задолженности или коэффициентов оборачиваемости.

Избыток собственных оборотных средств прибавляется, а дефицит вычитается из полученной стоимости.

*Сравнительный метод* заключается в определении стоимости предприятия на основе данных о совершённых сделках, спросе или предложениях о продаже объектов-аналогов.

Определение стоимости предприятия сравнительным методом включает следующие основные этапы: поиск объектов-аналогов; выбор финансовой, физической или иной базы для расчёта ценовых мультипликаторов; определение стоимости предприятия (объекта-аналога) исходя из стоимости пакета акций или долей, проданных или выставленных на продажу; расчёт ценовых мультипликаторов по объектам-аналогам; расчёт стоимости предприятия; внесение итоговых корректировок.

Поиск объектов-аналогов основывается на сходстве с объектом оценки по качественным и количественным характеристикам и возможности получения и проверки финансовой, физической и иной базы по предприятию (объекту-аналогу).

При этом объект-аналог не должен быть вовлечён в переговоры или в фактический процесс поглощения, поскольку это влияет на стоимость предприятия.

Выбор финансовой, физической или иной базы для расчёта мультипликаторов включает проведение сравнительного анализа количественных и качественных характеристик, выявление различий между объектом оценки и объектом-аналогом и принятие решения о финансовой, физической или иной базе для расчёта ценовых мультипликаторов.

Определение стоимости объекта-оценки производится исходя из стоимости пакета акций или долей в уставном фонде юридического лица, продан-

ных или выставленных на продажу, с учетом различных ценовых мультипликаторов. Расчёт стоимости предприятия производится путём умножения величины ценового мультипликатора по выбранной базе на соответствующую базу объекта оценки.

Расчёт стоимости предприятия (объекта-аналога) производится следующими *методами расчёта стоимости объектов оценки*: рынка капитала; сделок; мультипликаторов (отраслевых коэффициентов).

Метод рынка капитала используется при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спроса на миноритарные доли объектов-аналогов.

Определение стоимости предприятия (объекта-аналога) методом сделок при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спроса на мажоритарные доли объектов-аналогов. При этом необходимо учитывать величину пакетов, выставляемых на продажу, и частоту сделок с пакетами и др.

Метод мультипликаторов используется при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спросе на предприятие в целом, на миноритарные или мажоритарные доли, пакеты акций, капитализации объекта-аналога, рыночной стоимости объекта-аналога, рассчитанной доходным или сравнительным методами, а также при наличии выбранной финансовой или физической базы по объекту оценки и объектам-аналогам.

Внесение итоговых корректировок производится: на отсутствие (наличие) диверсификации производства; нефункционирующие активы; ликвидность; контроль.

Достоинства рыночного метода:

- приближение результатов оценки имущества организации к реальным рыночным ценам;

- возможность варьировать применяемыми методами оценки в зависимости от особенностей функционирования организации и требований, предъявляемых к процедуре и результатам оценки заинтересованными пользователями;

- возможность учитывать при проведении оценки факторы, связанные с эффективностью хозяйствования конкретной организации, а также с состоянием и перспективами развития внутренней и внешней экономической среды организации.

Недостатки рыночного метода:

- прямая связь точности и достоверности полученных результатов с трудоёмкостью применяемых методик;

- высокая трудоёмкость оценки, обусловленная необходимостью проведения достаточно сложных и громоздких расчётов, а также сбора самой разнобразной исходной информации;

- высокие требования к квалификации исполнителей оценки, что ограничивает возможности получения достоверных результатов оценки заинтересованными пользователями.

Наибольшую достоверность оценки стоимости организации можно достигнуть только с использованием рыночного метода оценки. При этом в за-



висимости от внешних и внутренних факторов, влияющих на оценку, могут быть использованы различные методы в рамках рыночного подхода. Именно от правильного сочетания затратного, доходного и сравнительного методов оценки в конечном итоге зависит эффективность и приближённость оценки к реальной рыночной цене, поэтому целесообразно отдавать предпочтение используемым методам оценки исходя из поставленных целей оценки организации и наличия объектов-аналогов (рисунок 1, в скобках цифрами обозначена иерархия значений коэффициентов корректировки).

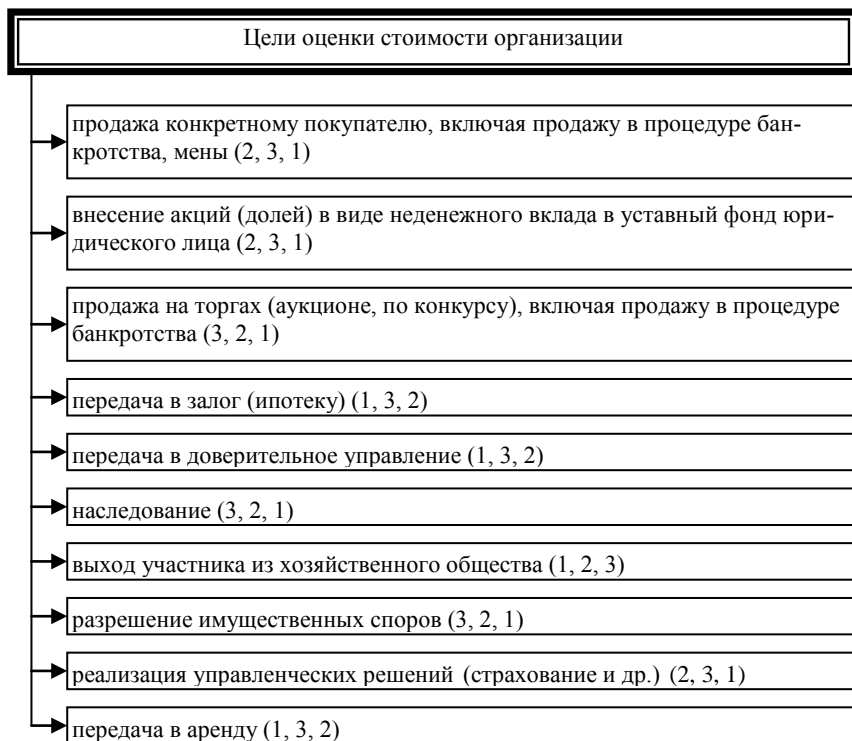


Рисунок 1 – Влияние целей оценки стоимости организации на выбор методов оценки в рамках рыночного подхода:  
 1 – затратный метод; 2 – доходный метод; 3 – сравнительный метод

Достоверная оценка рыночной стоимости имущества позволяет, с одной стороны, обеспечить интересы государства в процессе разгосударствления и приватизации государственной собственности, а с другой – привлечь эффективных инвесторов.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1 Государственный стандарт Республики Беларусь по оценке стоимости гражданских прав СТБ 52.1.01–2011 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.gki.gov.by/ru/info-center-tkp-stb/>. – Дата доступа : 15.09.2016.

2 Государственный стандарт Республики Беларусь по оценке стоимости гражданских прав СТБ 52.6.01–2011 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости транспортных средств» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.gki.gov.by/ru/info-center-tkp-stb/>. – Дата доступа : 15.09.2016.

*V. BASHLAKOVA*

*Gomel State University named after F. Skorina*

### **METHODOLOGICAL ASPECTS OF PROPERTY VALUATION ORGANIZATIONS IN THE PROCESS OF DENATIONALIZATION AND PRIVATIZATION OF STATE PROPERTY**

The article describes the current methodological problems of assessing the value of the organization as a property complex, arising in the process of denationalization and privatization of large state-owned infrastructure companies. In particular, consider the possible incorporation of the Belarusian Railway and (or) organizations included in its composition.

Получено 30.09.2016

---

---

**ISSN 2225-6741. Рынок транспортных услуг  
(проблемы повышения эффективности).  
Вып. 9. Гомель, 2016**

---

---

УДК 330.33:69.003

*Е. В. БОЙКАЧЕВА,*

*М. А. БОЙКАЧЕВ*

*Белорусский государственный университет транспорта*

### **БИЗНЕС-ПАРТНЕРСТВО В РЕАЛИЗАЦИИ ИНТЕГРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННО-СТРОИТЕЛЬНЫМ КОМПЛЕКСОМ**

Рассмотрены варианты стратегического бизнес-партнерства в инвестиционно-строительной сфере, а также их характерные особенности. Определены условия реализации бизнес-партнерства и решаемые задачи.