

Челябинск : ОУ ВО «Южно-Уральский институт управления и экономики», 2018. – С. 353–359.

5 Анализ хозяйственной деятельности на железнодорожном транспорте / В. Г. Гизатуллина [и др.] / под общ. ред. В. Г. Гизатуллиной, Д. А. Панкова. – Гомель : БелГУТ, 2008. – 368 с.

6 **Гизатуллина, В. Г.** Бухгалтерский управленческий учет на железнодорожном транспорте / В. Г. Гизатуллина, С. Л. Шатров. – Гомель : БелГУТ, 2014. – 360 с.

7 Развитие системы бухгалтерского учета и анализа на железнодорожном транспорте / В. Г. Гизатуллина [и др.] / под общ. ред. В. Г. Гизатуллиной. – Гомель : БелГУТ, 2011. – 431 с.

8 **Шатров, С. Л.** Развитие системы управленческого учета на железнодорожном транспорте / С. Л. Шатров // Вестник Полоцкого государственного университета. Сер. Д, Экономические и юридические науки. – 2011. – № 13. – С. 91–95.

*E. BOYKACHEVA*

*Belarusian State University of Transport*

## **MANAGEMENT ACCOUNT AS AN INTEGRAL PART OF TRANSPORT ENTERPRISES INFORMATION SYSTEM**

The article presents the concept of management accounting, considered the need for obtaining accounting information in the period of formation of the subject of the economy. The assessment of management accounting as the main toolkit in providing information for the activities of the enterprise is given. The article considers the basic concepts and tasks, elements and objects of information management, discloses the stages of development of the information management system as a scientific direction, shows the importance of the elements of the information flow to reflect the processes of transport enterprises.

Получено 15.09.2019

---

**ISSN 2225-6741. Рынок транспортных услуг  
(проблемы повышения эффективности).  
Вып. 12. Гомель, 2019**

---

УДК 657.4

*В. Г. ГИЗАТУЛЛИНА, канд. экон. наук, профессор*

*О. Д. НАХИМОВА, ведущий бухгалтер*

*Белорусский государственный университет транспорта*

## **ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРИ СЛИЯНИИ ТРАНСПОРТНЫХ КОМПАНИЙ**

Рассмотрены изменения, происходящие на рынке ценных бумаг в Республике Беларусь, показаны перспективы развития, вскрыты возможные проблемы, особенно касающиеся стоимости акций при слиянии компаний.

Рынок ценных бумаг, являясь составной частью финансового рынка, играет важную роль в экономике государства. Именно с его помощью происходит перераспределение свободных капиталов, расширяется круг источников финансирования, предоставляются механизмы для реконструирования формы и структуры собственности. Рынок ценных бумаг, используя специфическую систему посредников, формирует механизм для привлечения в экономику инвестиций, выстраивая взаимоотношения между теми, кто испытывает потребность в дополнительных финансовых ресурсах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход.

На сегодняшний день неотъемлемой составляющей развития экономики Республики Беларусь является развитие рынка ценных бумаг, что обусловлено, с одной стороны, внедрением в экономические отношения акционерного капитала, а с другой – применением различных механизмов фондового рынка в целях мобилизации свободных средств юридических и физических лиц и перераспределения их в сферы, наиболее эффективные и нуждающиеся в дополнительном финансировании.

К настоящему времени в Беларуси создана законодательно-правовая база фондового рынка, в ее составе можно выделить: законы Республики Беларусь: «Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью»; «О Национальном банке Республики Беларусь»; «О банках и банковской деятельности в Республике Беларусь»; «Об именных приватизационных чеках Республики Беларусь»; «О разгосударствлении и приватизации государственной собственности в Республике Беларусь»; «О депозитарной деятельности и центральном депозитории ценных бумаг в Республике Беларусь».

Кроме того, реализуется программа, позволяющая создание условий для повышения уровня ликвидности, прозрачности, надежности и эффективности рынка ценных бумаг. Это необходимо для привлечения в экономику внешних и внутренних инвестиций в целях технологического обновления основного капитала, повышения конкурентоспособности, а также дальнейшего устойчивого экономического роста и повышения благосостояния населения. Принятая программа и разработанный комплекс мероприятий по ее реализации позволяет, с одной стороны, сохранить преемственность в развитии рынка ценных бумаг предыдущих лет, с другой стороны – значительно повысить роль фондового рынка как важнейшего источника привлечения инвестиций в национальную экономику.

В современных условиях в ходе коренных преобразований в политической и экономической жизни в Республике Беларусь произошли значительные изменения в отношениях собственности и организационно-правовых формах коммерческой деятельности. Преобладающую роль над всеми другими формами организации предприятий играют акционерные общества в силу присутствия им организационно-правовых и экономических особенностей.

**Акционерное общество** – это хозяйственное общество, уставный фонд которого при создании разделен на определенное количество акции. В свою

очередь акция – это документ, дающий его владельцу имущественные права, в отношении общества, выпустившего акцию.

Реализация программы по повышению эффективности рынка ценных бумаг позволила многим белорусским компаниям в целях развития привлекать иностранные инвестиции. Акционерные общества в данной ситуации также не остаются в стороне, продавая свои акции иностранным партнерам.

Однако следует отметить, что в Республике Беларусь существует большое количество акционерных обществ, но часть из них по своим не очень значительным масштабам не очень привлекательна для иностранных инвесторов. Поэтому для увеличения интереса иностранных партнеров, в качестве одного из предложений, можно рекомендовать слияние компаний, занимающихся одним и тем же видом деятельности, но в разных масштабах. При этом обязательным условием является разрешение двух проблем:

- 1) оценка эффективности данного мероприятия;
- 2) осуществление оценки стоимости акций при слиянии.

Решение первой проблемы, а именно оценка эффективности слияния, необходимо осуществлять при наличии роста экономической выгоды.

При этом следует отметить, что экономическая выгода будет в том случае, когда рыночная стоимость новой компании, которая возникла в результате слияния (поглощения), окажется выше, чем сумма стоимостей компаний до их объединения.

Если при слиянии (поглощении) экономическая выгода не возникает, то стоимость объединения будет равна сумме стоимостей компаний до их объединения, но экономическая выгода возможна в дальнейшем, если после слияния, в течение ряда лет показатель «прибыль на акцию» будет возрастать. Данная ситуация происходит тогда, когда после поглощения (слияния) прирост совокупной прибыли превышает прирост числа акций.

Кроме того, при объединении, компании становятся участниками более крупной организации, что расширяет их возможности и сокращает риски.

Слияние – это финансовая сделка, в результате которой одна компания объединяется с другой, при этом активы и пассивы объединяющихся компаний становятся активами и пассивами новой компании.

Формализуем решение первой проблемы при слиянии. Пусть  $PV_A$  и  $PV_B$  – рыночная стоимость предприятий  $A$  и  $B$  до объединения;  $PV_{AB}$  – рыночная стоимость объединенной компании.

Тогда экономическая выгода (ЭВ) от слияния предприятий  $A$  и  $B$ :

$$\text{ЭВ} - PV_{AB} - (PV_A + PV_B) > 0. \quad (1)$$

Слияние предприятий считается экономически оправданным в случае, если данное выражение положительно сразу или через какое-то время.

С учетом затрат ( $l_0$ ) на объединение:

$$\text{ЭВ} - PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - l_0 > 0. \quad (2)$$

Другими словами, чистая приведенная стоимость слияния ( $NPV$ ) будет

определяться разностью выгод и издержек слияния и должна быть положительным числом:

$$NVP - PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - I_0 > 0. \quad (3)$$

Затраты на объединение ( $I_0$ ), понесенные компанией  $A$ , в том числе, платежи компании  $A$  за покупку компании  $B$ , в некоторой степени компенсируются стоимостью компании  $B$ , включенной в стоимость компании  $A$  или объединенной компании:

$$I_0 = \text{Затраты} - PV_B. \quad (4)$$

Тогда чистая приведенная стоимость слияния (поглощения) каждой компании:

$$NPV_A - PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{Платежи } P_A - PV_B) > 0. \quad (5)$$

$$NPV_B - \text{Платежи } P_A - PV_B > 0. \quad (6)$$

где  $NPV_A$  – чистая приведенная стоимость компании  $A$ ;  $NPV_B$  – чистая приведенная стоимость компании  $B$ .

Рассмотрим на примере оценку эффективности слияния компаний, используя вышеприведенные формулы.

Рыночная стоимость компании  $A$  – 120 млн у. е., а компании  $B$  – 55 млн у. е.

В результате объединения стоимость объединенной компании без экономической выгоды:  $PV_{AB} = 120 + 55 = 175$  млн у. е.

Примем, что экономическая выгода при слиянии составит 20 млн у. е.

Тогда с учетом экономической выгоды  $PV_w = 175 + 20 = 195$  млн у. е.

Выгода от слияния будет равна экономии на издержках и составит 11,45 % ( $20 / 175 \times 100$  %).

Если предприятие  $B$  приобретается предприятием  $A$  за  $P = 70$  млн у. е. с разовой оплатой денежными средствами, то издержки слияния, определяющиеся затратами компании  $A(I_{0A}) = P - PV_B = 70 - 55 = 15$  млн у. е.

Следует отметить, что указанная величина является:

- издержками для компании  $A$ , приобретающей компанию  $B$ ;
- экономическим выигрышем для компании  $B$  от поглощения ее компанией  $A$ , так как она получает на 15 млн у. е. больше, чем рыночная стоимость их предприятия.

Чистая приведенная стоимость:

– компании  $B$  составит:  $NPV_B =$  издержки  $A(I_{0A}) = 15$  млн у. е.;

– компании  $A$ :  $NPV_A = 20 - 15 = 5$  млн у. е.

Стоимость акции объединенной компании ( $AB$ ) без экономической выгоды возрастет в 1,46 раз ( $PV_{AB} : PV_A = 175 : 120 = 1,46$ ), с экономической выгодой – в 1,62 раз ( $195 : 120 = 1,62$ ).

Кроме того, акционеры ожидают от новой компании роста дохода (прибыли) на акцию и поглощение (слияние) эффективно, если такой рост наблюдается. Рост дохода на акцию определяется на основе роста соотношения  $P/E$  – отношение рыночной цены акции к доходу (прибыли) на акцию.

Вторая проблема, возникающая при слиянии – оценка стоимости акций при слиянии. Прежде всего необходимо определить условия обмена акций поглощаемой компании на акции поглощающей.

Если компания *B* объединяется с компанией *A* с обменом своих акций на акции компании *A*, или новой компании *AB*, то необходимо определить соотношение обмена.

Если предприятия до объединения имели одинаковую стоимость, количество акций, прибыль на одну акцию, то экономическая выгода, стоимость нового объединения делится поровну. Однако часто возникает ситуация, когда объединяющиеся компании не равноценны. Общества, участвующие в слиянии, определяют порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги общества на основе менового соотношения ( $M_c$ ):

$$M_c = \frac{\text{Рыночная цена акций поглощаемой компании}}{\text{Рыночная цена акций поглощающей компании}}. \quad (7)$$

Рассмотрим на примере порядок конвертации акций при слиянии. Пусть компания *A* объединяется с компанией *B*. Показатели указанных компаний представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Данные для проведения расчетов по конвертации акций

Показатель	Компания <i>A</i>	Компания <i>B</i>
Чистая прибыль	75000	55000
Количество обыкновенных акций	4000	3500
Прибыль на акцию	18,75	15,71
<i>P/E</i>	10	7
Рыночная цена одной акции	187,50	110,00

Используя данные таблицы 1, а именно рыночную цену акции компании *A* равную 187,5, а компании *B* – 110,0, определим меновое соотношение:  $M_c = 110,0 / 187,5 = 0,58667$ .

Таким образом, вновь образованная компания должна обменять 0,58667 своей акции на 1 акцию компании *B*, или можно отметить, что 586,67 акций новой компании соответствуют 1000 акций компании *B*.

Тогда после объединения акционеры компании *B* должны получить  $3,5 \times 586,67$  ( $3500 \times 0,58667$ ) = 2053,345 вновь выпущенных акций компании *A*.

Если объединенная компания выпустит новые акции взамен старых компании *A*, то их распределение между акционерами бывших компаний *A* и *B* будет в соотношении: 1/0,58667.

Если у акционеров компании *B* есть возможность влиять на условия объединения, то они могут предложить другое соотношение.

Пусть акционеры компании *B* согласны на обмен при соотношении  $M_c = 1 / 0,59$  (рыночная цена одной акции компании *B* была бы  $187,5 \times 0,59 = 110,625$ ).

Тогда за каждую акцию компании *B* необходимо передать 0,59 акции компании *A*, для чего требуется выпустить дополнительно  $3500 \times 0,59 = 2065$  обыкновенных акций компании *A*.

Установим финансовые показатели новой компании *F* после слияния компаний (*A* + *B*):

- чистая прибыль (для ее определения данные финансовых отчетов суммируются) 130 000 (75 000 + 55 000);
- количество акций 6065 (4000 + 2065);
- прибыль на акцию 21,43 (130 000 : 6065).

Показатели объединяемых и объединенной компании на оговоренных условиях приведены в таблице 2.

Произведенные расчеты показывают, что прибыль объединившихся компаний осталась без изменения, но общая прибыль на акцию в результате объединения повысилась.

Таблица 2 – Расчет конвертации акций для объединенной компании *F*

Показатель	Компания <i>A</i>	Компания <i>B</i>	Объединенная компания <i>F</i>
Чистая прибыль	75000	55000	130000
Количество обыкновенных акций	4000	3500	6065
Прибыль на акцию	18,75	15,71	21,43
<i>P/E</i>	10	7	–
Рыночная цена одной акции	187,50	110,00	10

Учитывая, что акционеры компании *B* получили 0,59 акции компании *A*, можно утверждать, что они могут рассчитывать и на соответствующую долю прибыли ( $0,59 \times 21,43$ ) = 12,64. Сравнение данной величины со значением прибыли до слияния (15,71) показывает, что оно стало меньше.

Мультипликатор *P/E* по условиям сделки стал  $110,625 : 12,64 = 8,75$ , что превышает исходное значение ( $P/E_B = 7$ ) компании *B*.

Соотношение 8,75:7, несмотря на снижение прибыли на акцию, может в долгосрочной перспективе свидетельствовать о возможном увеличении дохода на акцию после слияния.

Дальнейшее исследование позволяет установить, что чистая прибыль после слияния составит для акционеров:

- компании *A*:  $4000 \times 21,43 = 85\,737,84$  или  $85\,737,84 : 75\,000 = 1,14317$ , т. е. увеличивается на 14,317 %;
- компании *B*:  $2065 \times 21,43 = 44\,262,16$ , или  $44\,262,16 : 55000 = 0,80477$ , т. е. уменьшается на 19,523 %.

Можно сделать вывод, что бывшие акционеры компании *A* при распределении дохода получают прибыль больше в 1,937 раз ( $85\,737,84 : 44\,262,16$ ), что объясняется большей чистой прибылью компании *A*:

$ЧП_A : ЧП_B = 75000 : 55000 = 1,3636$  и большим коэффициентом *P/E* (рынок оценивает акции компании *A* выше)  $P/E_A : P/E_B = 10 : 7 = 1,4286$ .

Тогда общее соотношение бывших компаний *A* и *B* составит 1,948 ( $1,3636 \times 1,4286$ ). Реальный коэффициент 1,937 меньше (т.е. доход бывших акционеров компании *B* выше) из-за того, что они смогли увеличить меновое соотношение.

Таким образом, акционерам компании *A* выгодно слияние при условии:  $ЧП_A > ЧП_B$ ,  $P/E_A > P/E_B$  или в общем виде:

$$(ЧП_A : ЧП_B) \times (P/E_A : P/E_B) > 1. \quad (8)$$

Для акционеров компании *B*, хотя они и получают первоначально меньшую чистую прибыль, выгода в том, что:

- снизятся риски;
- возрастет прибыль на акцию;
- увеличится соотношение  $P/E$  ( $P/E_A > P/E_{AB} > P/E_B$ );
- соответственно возрастет цена одной акции с  $21,43 \times 8 = 171,44$  до  $21,43 \times 10 = 214,3$ , что больше первоначальных 110, и общая стоимость пакета акций.

Если новая компания после объединения увеличит свою прибыль за счет снижения затрат, то они добавляются к общей чистой прибыли, которая делится на количество акций.

Финансовый результат после слияния – прибыль на акцию составит:  $(130\,000 + 20\,000) : 6065 = 24,73$ . В результате цена одной акции составит  $24,73 \times 10 = 247,3$ .

При этом стоимость акции возрастает на 31,89 % ( $247,3 : 187,5 = 1,3189$ ).

Если новая компания после объединения увеличит свою прибыль за счет сотрудничества, т. е. общая чистая прибыль увеличится пропорционально увеличению стоимости компании:

$$ЧП_{AB} = (PV_{AB} : (PV_A + PV_B)) \times (ЧП_A + ЧП_B);$$

$$ЧП_{AB} = (195 : (120 + 55)) \times (75\,000 + 55\,000) = 144\,857,1.$$

Прибыль на акцию составит:  $144\,857,1 : 6065 = 23,88$ , а цена одной акции – 238,8 ( $23,88 \times 10$ ).

Стоимость акции возрастет на 27,36 % ( $238,8 : 187,5 = 1,2736$ ).

Произведенный расчет показывает, что в результате слияния (поглощения) стоимость акции объединенной компании стала выше, чем стоимость акции каждой компании до их объединения. Слияние (поглощение) компаний и создание объединенной компании сразу показало свою эффективность.

Однако бывают ситуации, когда эта эффективность не очевидна и определяется рядом условий. Если при слиянии (поглощении) поглощаемая компания имеет низкие экономические показатели, то экономическая выгода не только не возникает, но поглощение даже снижает стоимость акций объединенной компании в момент поглощения более слабой компании. Возникает эффект «разводнения акций». В этом случае до поглощения более слабой

компания необходимо рассмотреть возможности, после того, как она войдет в сферу влияния поглощающей компании.

Если в дальнейшем, после слияния, в течение ряда лет среднегодовые темпы роста прибыли (денежных потоков) будут выше, чем у поглощающей компании, показатель «прибыль на акцию» поглощенной компании будет возрастать, то стоимость акции объединенной компании также станет выше, чем стоимость акции компании до объединения.

Для определения условий роста стоимости акции необходимо выявить количественные характеристики показателей «цена/прибыль» (*P/E ratio*) до объединения и темпов роста прибыли компаний после объединения, и сопоставить эти показатели. Это сопоставление поможет определить, произойдет «разводнение акций» или рост стоимости акции объединенной компании.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1 Гудков, Ф. А. Инвестиции в ценные бумаги / Ф. А. Гудков. – М. : ИНФРА-М, 2014. – 160 с.

2 Корпоративные ценные бумаги как инструмент инвестиционной привлекательности компаний / А. Н. Асаул [и др.]. – М. : АНО «ИПЭВ», 2014. – 288 с.

3 Кузнецов-Эрреро, А. В. Русско-английский словарь по защите ценных бумаг, банкнот и документов = Russian-English Dictionary of Bank Paper, Banknotes and Document Security / А. В. Кузнецов-Эрреро, В. Т. Самарин. – М. : Либроком, 2012. – 208 с.

4 Шатров, С. Л. Бухгалтерский менеджмент в системе управления организацией / С. Л. Шатров // Рынок транспортных услуг (проблемы повышения эффективности) : Междунар. сб. науч. тр. – Вып. 8. – Гомель : БелГУТ, 2015. – С. 120–131.

5 Шатров, С. Л. Бухгалтерский менеджмент в цифровой экономике / С. Л. Шатров // Современные проблемы права и управления. – Тула : АНО ВПО Институт законовещения и управления ВПА, 2018. – С. 207–212.

*V. GIZATULLINA, PhD, Professor*

*O. NAKHIMOVA, Leading Accountant*

*Belarusian State University of Transport*

#### **EVALUATION OF THE PRICE OF SHARES AT THE MERGER OF TRANSPORT COMPANIES**

The changes occurring in the securities market in the Republic of Belarus are examined, development prospects are shown, possible problems are revealed, especially concerning the cost of shares during a merger.

Получено 15.09.2019