



**М. С. Клапкин,**  
кандидат экономических наук,  
Высшая инженерная школа  
в Радоме

### Методы оценки имущества приватизируемых предприятий в Польше

Ключевым этапом процесса приватизации государственных предприятий является установление действительной цены их имущества, предназначенного к распродаже. Этот процесс, по форме чисто технический, в контексте проводимых в Польше и СССР глубоких правовых и экономических преобразований общественной собственности, приобретает важное социально-политическое значение. Поэтому оценка имущества государственных предприятий должна проводиться с учетом всех критериев, определяющих его ценность как на момент проведения приватизации, так и в перспективе. Только такой дальновидный технико-экономический подход позволит избежать в будущем новых общественно-политических катаклизмов, целью которых будет новая всеобщая национализация, как радикальное средство восстановления социальной справедливости, нарушенной во имя высоких темпов приватизации.

Безусловно, как и раньше, каждое предприятие регулярно осуществляет учет стоимости своего имущества, что находит точное отражение в бухгалтерских регистрах и балансе предприятия. Их данные могут служить основанием для необходимых расчетов с целью приватизации. Однако инфляционные процессы, широко охватившие польскую экономику, очень быстро вскрыли существенные недостатки методики оценки имущества предприятий, опирающейся только на данные текущей бухгалтерской отчетности. Наблюдалась следующая закономерность: чем выше уровень инфляции, тем в большей степени действительная стоимость имущества опережала его количественное отражение в бухгалтерском балансе. Такая ситуация усугубилась еще и тем, что уменьшение стоимости имущества осуществляется не в соответствии со степенью его износа в процессе эксплуатации, а только согласно порядку распределения средств и метода калькуляции себестоимости.

Весьма нерегулярно проводимые ранее всеобщие переоценки государственного имущества были малоэффективны ввиду длительных перерывов между ними. Поэтому острая необходимость постоянной и непрерывной актуализации стоимости имущества государственных предприятий, возникшая в конце восьмидесятых годов, была удовлетворена главным образом с помощью перерасчетных коэффициентов, ежегодно устанавливаемых правительственными органами по важнейшим видам основных средств. Это значит, что балансовая стоимость всех основных средств, разделенных на десять групп, в начале каждого хозяйственного года увеличивается в определенное число раз. Как правило, наименьший коэффициент (2,3) применяется в отношении строений, а наибольший — в отношении технического оборудования (3,2) и транспортных средств (3). Поскольку коэффициенты устанавливаются для целой группы или подгруппы основных средств, которые в каждом конкретном случае охватывают наборы разных объектов, то такой метод дает только приблизительное отражение действительной стоимости основных средств, находящихся в распоряжении предприятия. Следовательно, принятие балансовой стоимости основных средств, установленной таким способом, для определения стоимости приватизируемых предприятий является упрощенным. Балансовая стоимость может быть только исходным критерием оценки. В целях определения действительной стоимости имущества приватизируемых предприятий должны быть установлены его важнейшие параметры с учетом как их реального финансового положения, так и прогнозов конъюнктуры, возможностей развития.

Становясь предметом купли-продажи, имущество каждого предприятия приобретает свойства товара, определяющего его потребительную и меновую

стоимость, зависимость между которыми всегда односторонняя — потребительная стоимость определяет меновую. Потребительная стоимость предприятия как совокупности организованных средств и факторов производства теперь определяется не только способностью производить товары и услуги, с помощью которых удовлетворяются некоторые потребности общества, но и способностью приносить его собственнику доход, позволяющий возместить потребляемые и амортизируемые средства и получить достаточно высокую долю прибыли. В непосредственной зависимости от потребительной стоимости формируется его меновая стоимость — основа цены имущества предприятия. Она, как правило, выражается в сумме денежных средств, которую покупатели соглашаются уплатить за это имущество. Следовательно, обязательной оценке подлежат не только материальные элементы — предметы и средства производства, но и сопутствующие им нематериальные, как, например, репутация предприятия, его организация, уровень партнерских отношений и т. д., в совокупности передаваемая понятием „goodwill“ (престиж фирмы). В тех случаях, когда престиж невысок и предприятие в силу организационных недостатков объективно не в состоянии обеспечить достаточного уровня доходности, его цена, безусловно, будет ограничена суммой, получаемой от реализации вещественных элементов его имущества в совокупности или же каждого из них в отдельности по сложившимся рыночным ценам.

Таким образом, оценка государственных предприятий для целей их приватизации может опираться либо на их способность приносить доход, либо при ее незначительности или отсутствии — на ликвидационной стоимости каждого из элементов его имущества, определяемой в процессе юридической ликвидации и технико-экономического демонтажа предприятия. В связи с этим в теории вопроса сформировалось два принципиальных подхода к проблеме оценки предприятий: имущественный и доходный. Каждый из подходов в практике реализуется посредством выработки конкретных специальных методов. Возможно и сочетание отдельных методов, дающее смешанные методы<sup>1</sup>.

Распоряжением министра преобразований собственности Польши еще от 20 ноября 1990 г. рекомендуется использование пяти методов оценки имущества предприятий на основании:

1) будущих денежных поступлений, определяемых с учетом дисконтной ставки; 2) восстановительной стоимости; 3) стоимости активов-нетто; 4) рыночной ликвидационной стоимости; 5) применения множителя прибыли.

Представленный перечень не является исчерпывающим. Так, в прессе специалистами было обращено внимание авторов правительственного постановления на отсутствие метода «сравнительной оценки», суть которого в том, что стоимость имущества приватизируемого предприятия устанавливается на основе сравнения с рыночной оценкой ранее приватизированного предприятия-аналога, акции которого участвуют в биржевом обращении. Учитывая возможность неточности, могущей возникнуть в случае применения каждого из перечисленных методов, постановление требует использования по каждому предприятию не менее двух из приведенных методов, чтобы только в результате сравнения их результатов определилась стоимость оцениваемого предприятия. В специальной литературе подчеркивается, что при параллельном исчислении стоимости имущества предприятий должны использоваться методы, представляющие разные подходы: доходный и имущественный. В случае значительных расхождений в результатах рекомендуется принимать во внимание высшие значения оценки. Если же расхождения результатов не превышают 20%, то рекомендуется применять так называемый «берлинский» метод, который предписывает расчет средней арифметической из двух величин оценок<sup>2</sup>.

Наиболее простыми и доступными методами установления стоимости предприятий являются те, которые основаны на имущественном подходе, т. е. на основании: стоимости активов-нетто, восстановительной стоимости, рыночной ликвидационной стоимости. Их применение может быть также и совершенно необходимым не только с точки зрения их доступности и дешевизны, но и вви-

<sup>1</sup> Kufel M. O metodach wyceny przedsiębiorstw//*Ekonomika i organizacja przedsiębiorstwa*. — 1991. — № 1. — С. 12.

<sup>2</sup> Groszek M. Wycena przedsiębiorstw państwowych.//*Przegląd organizacji*. — 1990. — № 4. — С. 25.

ду невозможности использования методов, основанных на доходовом принципе, прежде всего к целому ряду малоэффективных предприятий.

Метод оценки имущества предприятий на основании стоимости нетто-активов в наибольшей мере подвергается критике с позиции теории, но одновременно чаще всего применяется в практике преобразований государственной собственности в Польше. Техника его заключается в определении стоимости имущества предприятия как суммы стоимости основных средств-нетто и оборотных средств, финансируемых из собственных источников в соответствии с текущими записями в бухгалтерском балансе предприятия.

Более совершенным методом исчисления стоимости имущества предприятий является определение его восстановительной стоимости, прежде всего основных средств. Этот метод основывается на предположении, согласно которому имущество предприятия условно разделяется (дезагрегируется) на отдельные элементы в соответствии с принятой в статистике классификацией основных средств. Далее путем умножения первоначальной стоимости (стоимости приобретения) данных элементов основных средств на индекс роста цен на этот вид имущества определяется его восстановительная стоимость в новом виде. На следующем этапе найденную величину корректируют на степень реального износа основных средств, определяемого обычно путем соотношения величины амортизационных отчислений к первоначальной стоимости объекта. Однако считается, что в Польше ввиду высокой инфляции лучшим решением может быть сложение годовых норм амортизации, установленных для данного вида основных средств. Значительную проблему по причине недостаточности информационных данных и уникальности некоторых видов основных средств может представлять определение реального индекса роста цен. Данный метод (как видно из представленных условий его реализации) является более трудоемким, чем предыдущий, а следовательно, более дорогостоящим.

Когда сохранять предприятие как единое целое оказывается нецелесообразным, применяется метод, основанный на определении рыночной ликвидационной стоимости реализуемого имущества предприятий на аукционе или же путем его публичной распродажи. Он также трудоемкий и дорогостоящий, а кроме того, и менее популярный, чем предыдущий. Объясняется это тем, что в случае его применения предприятие характеризуется только как простое арифметическое сложение различных элементов его имущества. При этом, естественно, не принимается в расчет престиж предприятия. Этот метод наиболее приемлем в случаях распродажи только отдельных частей имущества предприятия, а также его акций. Для оценки целого предприятия данный метод в последние годы в Западной Европе и в США потерял свое значение. Польские специалисты отмечают ограниченные возможности применения этого метода и в Польше. Хотя, с другой стороны, группа специалистов, занимающаяся проблемами оценки приватизируемых предприятий, высказывает противоположное мнение. Они считают, что в условиях польской экономики с ее нестабильностью и неуверенностью, с ее недостаточно развитой, элементарной финансовой инфраструктурой, в которой процесс приватизации касается общественного имущества и не много есть предприятий с достаточным уровнем престижа, метод оценки на основе ликвидационной стоимости, даже при его недостатках, может найти широкое применение. Сильной стороной этого метода является документальность и реальность результатов, поэтому наиболее широкое применение он мог бы получить в тех случаях, когда определять стоимость имущества должно лицо, не имеющее полномочий делать это по собственному усмотрению, например служащий. Пользуясь данным методом в отношении отдельных элементов имущества, получаем возможность его оценки на основе рыночных цен. Это касается стандартных видов транспортных средств, стандартных строений, а также широко употребляемых видов сырья и материалов. Однако в тех случаях, когда имущество предприятий уникально, то и рыночных цен для него не существует. В этих условиях его оценку рекомендуется производить расчетным путем с учетом его нынешней стоимости. При этом должны учитываться следующие ценообразующие факторы: степень их действительного износа, установленного техническими экспертами; снижение покупательной способности денег (результат инфляции); рост цен, обусловленный инфляционными факторами. На их основе определяется прием-

лемая для продающей стороны цена реализации на рынке имущества данного предприятия. Метод может осуществляться в двух вариантах.

В первом на основании предварительных расчетов определяется минимальный уровень запрашиваемой цены, которая в свою очередь является предельной ценой продажи. Во втором варианте не существует таких ограничений, и рыночная цена устанавливается исходя из соотношения спроса и предложения на имущество данного предприятия.

В условиях рыночного хозяйства, как уже подчеркивалось, оптимальными методами оценки имущества приватизируемых предприятий представляются те, которые формируются на доходовой основе и зачастую квалифицируются как второй этап последовательного, единого процесса оценки имущества предприятий, логическое продолжение и дополнение результатов оценки, полученных на основе определения реальной стоимости всех активов предприятия, а равным образом как их альтернатива.

Наиболее универсальным методом — представителем этой группы выступает метод, основанный на технике расчета всех будущих денежных поступлений с учетом сложившейся дисконтной ставки. Стоимость предприятия в этом случае выступает как функция следующих величин: потоков доходов и расходов; предполагаемого времени поступления прибыли; уровня дисконтной ставки; ликвидационной стоимости имущества предприятия в последнем году, принятом к расчету.

Главный объект расчетов — денежные потоки будущих доходов и расходов, которые определяются понятием „cash flow“ (движение денежной наличности) и выражаются суммой прибыли, уменьшенной на величину дивиденда и увеличенной на годовой объем амортизации. Следовательно, этот метод устанавливает динамические возможности предприятия давать прирост денежных средств в заданной перспективе времени. Такая задача решается, хотя и не просто, путем проведения глубокого экономического анализа деятельности приватизируемого предприятия, и особенно его будущего финансового положения. Экономический анализ положения такого предприятия рекомендуется проводить по программе *UNIDO*, которая в комплексе предусматривает прогноз финансовых результатов, характер влияния на предприятие внешних факторов и оценку важнейших технико-экономических моментов. Исследование финансовых результатов деятельности приватизируемого предприятия, главным образом его рентабельности, дает ключ к распознаванию его финансовых возможностей и способности регулировать свои обязательства. Анализ среды, в которой действует предприятие, осуществляется посредством оценки: рынка и спроса на продукцию предприятия; конкурентоспособности продукции; кооперационных связей и отношений; доступности для него основных факторов производства; условий размещения производства; экономической системы; хозяйственной политики государства.

Определение полноты возможностей развития приватизируемых предприятий требует также анализа ряда технико-экономических вопросов в области производства и реализации; труда и зарплаты; затрат на производство; организации труда и производства.

С целью получения репрезентативных результатов анализа необходимо определить оптимальный горизонт времени. Как правило, он устанавливается в пределах цикла физического износа важнейших основных средств предприятия и в польских условиях составляет около 10—20 лет. В случае принятия более короткого периода времени возрастает удельный вес неамортизированного имущества, которое должно оцениваться отдельно по его ликвидационной стоимости.

Актуальная стоимость будущих доходов определяется с помощью дисконтной ставки. Только в результате корректировки их величины в определенном периоде на дисконтную ставку можно достичь сравнимости доходов предприятия, достигаемых в разные периоды его хозяйственной деятельности. Суть дисконтирования, таким образом, заключается в перерасчете доходов и расходов разных периодов (лет) относительно их стоимости в нынешнем периоде. В практике подобных расчетов уровень дисконтной ставки формируется на основании следующих экономических параметров: уровня стабильной процентной ставки на финансовом рынке, ожидаемой в перспективе прибыльности данного предприятия, а также степени возможного риска как в отношении непредвиденных

изменений прибыльности предприятия, так и в отношении изменения процентной ставки. Этот риск, возникающий в связи с инвестированием капитала на покупку предприятия, имеет характер учредительского риска, так как его несет инвестор в качестве учредителя приватизированного предприятия, приобретаемая его имущество. Величина риска бывает различной и зависит от степени неопределенности инвестиции. Она выражается процентом и в совокупности со стабильной процентной ставкой, сложившейся на финансовом рынке, формирует уровень ставки капитализации для инвестируемых в данное предприятие денежных средств. С повышением ставки капитализации снижается заинтересованность инвесторов в приобретении имущества предприятий; следовательно, падает спрос, и в результате снижается его рыночная оценка.

При оценке имущества предприятий с целью их приватизации риск должен учитываться на общехозяйственном уровне и на уровне конкретного предприятия. В первом случае он определяется как риск систематический — возникающий из общего состояния хозяйственной конъюнктуры, которая имеет равное влияние на все предприятия. Во втором — как риск специфический, являющийся индивидуальным для каждого конкретного предприятия. Значения каждого вида риска суммируются при расчете ставки капитализации. Параметр риска принимается во внимание при взаимных оценках имущества тех предприятий, которые выступают в качестве партнеров в организации международных совместных предприятий. Уместно при этом подчеркнуть, что польские экономисты высказывают острые критические замечания по поводу необоснованного занижения оценки имущества отечественных предприятий — участников совместных инвестиций ввиду принятия оценщиками, как правило зарубежными, риска этих мероприятий на весьма высоком уровне (около 40%).

Следовательно, цена предприятия выступает как цена наилучшей альтернативы для инвестирования капитала. Она формируется в обратной зависимости от гарантированного уровня процентной ставки, скорректированной (увеличенной) на степень риска, и в прямой — от ожидаемой доходности предприятия. Первый параметр определяет минимум эффективности (условием было безопасное инвестирование денег). Второй параметр — это доходность, как правило принимаемая на среднеотраслевом уровне, определяющая минимум того, что предприниматель может достичь, купив предприятие.

В упрощенном виде, т. е. без учета фактора времени, алгоритм расчета стоимости имущества предприятия определяется следующим образом:

$$W_p = \frac{D}{r},$$

с. 78

где  $W_p$  — стоимость предприятия;  
 $D$  — доход нетто (прибыль) в данном году;  
 $r$  — процентная ставка (ставка капитализации).

Такая формула расчета стоимости имущества предприятия рекомендуется для тех отраслей, которые отличаются относительной стабильностью, например гостиничное хозяйство. В то же время в отношении отраслей, которые отличаются динамизмом развития и неопределенностью его результатов, рекомендуется классическая формула расчета стоимости предприятия, учитывающая период времени ( $t$ ), на протяжении которого предприятие будет приносить доход, при этом разной величины:

$$W_p = \sum_{t=1}^n D_t \cdot (1 + r)^{-t}.$$

Таким образом, данный метод оценки в основном опирается на положение, что предприятие стоит столько, во сколько оценивается его нетто-доход (прибыль), полученный за определенное число лет деятельности. Недостаток метода в том, что оценка ожидаемого дохода (прибыль) может быть осуществлена только приблизительно. С другой стороны, его успешное применение возможно лишь на основе глубокого анализа состояния финансового рынка, на котором обычно функционирует много процентных ставок, а также степени риска, оказывающих решающее влияние на формирование ставки капитализации данного предприятия.

Один из популярных в мире методов оценки имущества предприятий строится на основе расчетов показателя множителя прибыли. Значение этого показателя формируется из соотношения стоимости имущества предприятий, выраженной в акционерном капитале, к производимой ими прибыли и приобретает стандартное определение в виде  $\left(\frac{P}{E}\right)$ . Его величина выражает соотношение между ценой акции и величиной прибыли, приходящейся на одну акцию за годовой период. Безусловно, такие данные реально доступны только по тем предприятиям, акции которых уже котируются на бирже ценных бумаг, а их курсы регулярно публикуются в финансовых бюллетенях и специальных изданиях, например в «Файненшл таймс» или в «Уолл-стрит джорнэл». Показатель  $\frac{P}{E}$  (множитель прибыли) можно использовать в целях определения рыночной стоимости предприятия при условии, если известны количество акций, а также прибыль данного предприятия, приходящегося на одну акцию. Расчет осуществляется с применением следующей формулы:

$$W_p = L \cdot z \cdot \frac{P}{E},$$

где  $W_p$  — стоимость предприятия;

$L$  — пакет акций (доли участия);

$z$  — прибыль на одну акцию;

$\frac{P}{E}$  — показатель котировки акций предприятия на фондовой бирже.

Ввиду незначительности участия приватизированных предприятий в биржевом обращении использование этого метода в Польше пока ограничено. Поэтому в тех случаях, когда приватизируемое предприятие не является участником биржевого обращения, возможность применения данного метода сводится только к поиску на бирже другого предприятия с аналогичным характером производства, сравнимыми параметрами в области труда и выпуска продукции, функционирующего в подобной финансово-экономической ситуации. Введением числового значения показателя множителя прибыли такого предприятия в расчетный алгоритм приватизируемого предприятия определяется его рыночная стоимость. Для нас поиск аналогов приватизируемых предприятий в странах с развитой рыночной экономикой сопряжен со значительными трудностями. Причиной тому — несопоставимость условий, в которых функционируют предприятия на Западе, с теми, что существуют в Польше. Специалисты считают, что такое сравнение возможно только в отношении тех польских предприятий, для которых характерен существенный удельный вес экспортной продукции, и следовательно, благодаря налаженным внешнеэкономическим связям их деятельность становится в значительной степени сопоставимой с зарубежными аналогами. Для основной массы предприятий, подлежащих приватизации, этот метод станет доступным только в условиях более развитого рынка ценных бумаг.

**Е. Ф. Жуков,**  
зав. кафедрой,  
доктор экономических наук,  
профессор

## Рынок ценных бумаг (мировой опыт)

### Внебиржевой и биржевой обороты в торговле ценными бумагами

В настоящее время в капиталистических странах действуют и развиваются два рынка ценных бумаг: внебиржевой и вторичный биржевой (фондовый) рынок ценных бумаг. Вторичный (биржевой) рынок обращения ценных бумаг — важный элемент современного капитализма, особенно его кредитно-финансовой надстройки.

Внебиржевой и биржевой рынки, с одной стороны, противостоят друг другу, с другой — взаимно дополняют один другого. Такое противоречие возникает в связи с тем, что, выполняя общие функции, связанные с обращением