

10.12. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ОЦЕНКА СТОИМОСТИ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ С ДОЛЕЙ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА

Косорукова И.В., к.э.н., доцент, зав. кафедрой оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения;

Шуклина М.А., к.с.-х.н., доцент кафедры оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения

Негосударственное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Московский финансово-промышленный университет «Синергия» (МФПУ «Синергия»)

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

В статье авторы проводят анализ проблем корпоративного управления российских организаций с долей участия государства, расчета их стоимости, особенностей и факторов, влияющих на их стоимость. В исследовании рассматривается процесс оценки стоимости бизнеса применительно к государственным предприятиям, предлагается методика оценки стоимости бизнеса и имущественного комплекса предприятий с долей участия государства.

Продолжающийся процесс приватизации российских предприятий, направленный на оптимизацию затрат государства по управлению государственной собственностью, влияет на снижение их доли в общем числе российских организаций (табл. 1). Также можно отметить продолжающиеся тенденции объединения крупных государственных организаций в холдинги, в том числе с помощью слияний и присоединений, что, с одной стороны, влияет на уменьшение количества государственных организаций, но с другой стороны, не существенно влияет на изменение масштабов государственного сектора [28, с. 249]. Кроме того, не большое изменение государственного сектора связано еще и с проведением в последние годы так называемой «малой» приватизации [27], которая охватывает миноритарные доли акционерных обществ и некрупные унитарные предприятия. При этом перед государством стоят задачи исполнения специфических функций, решение которых возможно только при наличии в собственности государства стратегически важных организаций.

Исследований на тему эффективности работы российского государственного сектора экономики выполнено достаточное количество [22; 23; 24]. В них, в частности, рассматриваются особенности функционирования предприятий госсектора и предлагаются инструменты оценки и анализа их эффективности. Однако решение задач управления эффективностью таких предприятий с точки зрения стоимостного подхода до сих пор не было, нет и методик оценки их стоимости, несмотря на многолетнюю историю приватизации государственной собственности. В настоящей статье рассматриваются проблемы и особенности оценки стоимости бизнеса и имущественного комплекса государственных предприятий¹ и формирование методик оценки и управления стоимостью таких объектов.

Очень важной особенностью, фактором, влияющим на стоимость и управление бизнеса, является уровень корпо-

ративного управления. Компании, в которых акционеры имеют «сильные права», стоят больше, приносят больше дохода, имеют более высокие темпы роста продаж, более низкие затраты на привлечение капитала, а также реже подвергаются поглощениям. Толчком для этого исследования послужило предположение, что активная инвестиционная стратегия основывается на структуре корпоративного управления предприятий и рангах корпоративного управления.

Но при этом имеет значение тип контролирующего собственника, от которого зависит вероятность продажи части контролирующего пакета (например, государство примет решение о приватизации части своих акций).

Важным фактором в объяснении разрыва в цене двух типов акций является их ликвидность. В Российской Федерации привилегированные акции существенно менее ликвидны, чем обыкновенные, в первую очередь из-за ограничений на долю привилегированных акций в уставном капитале компании.

Иностранные компании, котирувавшиеся в США, были оценены выше на 16,5% по показателю *Q* Тобина, чем фирмы из тех же стран, но не торгующих акциями в США. Максимальная разница достигала 37%. Нашли статистически значимое объяснение этому факту: контролирующие собственники котирующихся в США компаний не могут извлекать частные выгоды контроля в таком размере, как это делают другие иностранные фирмы.

Т.е. интересы контролирующих собственников более взаимосвязаны с интересами прочих акционеров, экспроприация денежных потоков ниже, а возможности для роста компании выше. Организации, имеющие более высокие финансовые показатели (отношение выручки к активам), получают более высокую рыночную оценку. Зато капиталоемкость компании негативно сказывается на ее рыночной стоимости. Это связано с большой долей фиксированного капитала и низкой долей нематериальных активов, которые положительно ассоциируются с рыночной стоимостью. С учетом того, что в рассматриваемом объекте исследования (государственном предприятии) полным или частичным собственником капитала и имущества является государство, то возникает существенное влияние органов власти на принятие решений в таких предприятиях. В данном случае в качестве существенного аспекта можно выделить факт наличия в качестве собственника Федерального агентства по управлению государственным имуществом (Росимущество), что во многом определяет стратегию развития государственного предприятия. В соответствии с постановлениями Правительства РФ «Об утверждении положения о федеральном агентстве по управлению государственным имуществом» от 5 июня 2008 г №462 и «О совершенствовании учета федерального имущества» от 16 июля 2007 г. №447 Росимущество осуществляет полномочия собственника и осуществляет мероприятия по нормативно-правовому регулированию деятельности и учету федерального имущества и ведению реестра.

Нужно отметить, что в компетенцию Росимущества входит обеспечение взаимодействия федеральных органов исполнительной власти по вопросам, которые регулируются Положением об управлении, находящимися в федеральной собственности акциями акционерных обществ и использовании специального права на участие РФ в управлении акционерными обществами («золотой акции»), утвержденным постановлением Правительства РФ от 3 декабря 2004 г. №738.

¹ Разницу в понятиях «бизнес» и «имущественный комплекс предприятия» как объектов оценки с точки зрения специфики оценочной деятельности см., например, [28].

Таблица 1

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ И ОРГАНИЗАЦИЙ ПО ФОРМАМ СОБСТВЕННОСТИ
(НА КОНЕЦ ГОДА) [30, с. 313]**

| Организации по формам собственности | Годы | | | | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|------|------|------|------|
| | 2000 | 2005 | 2010 | 2011 | 2012 | 2000 | 2005 | 2010 | 2011 | 2012 |
| | Тыс. | | | | | В процентах к итогу | | | | |
| Число предприятий и организаций – всего, в том числе по формам собственности | 3 346 | 4 767 | 4 823 | 4 867 | 4 886 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Государственная | 151 | 160 | 119 | 116 | 113 | 4,5 | 3,4 | 2,5 | 2,4 | 2,3 |
| Муниципальная | 217 | 252 | 246 | 239 | 231 | 6,5 | 5,3 | 5,1 | 4,9 | 4,7 |
| Частная | 2 510 | 3 838 | 4 104 | 4 165 | 4 195 | 75,0 | 80,5 | 85,1 | 85,6 | 85,9 |
| Собственность общественных и религиозных организаций (объединений) | 223 | 253 | 157 | 150 | 147 | 6,7 | 5,3 | 3,3 | 3,1 | 3,0 |
| Прочие формы собственности, включая смешанную российскую, собственность государственных корпораций, иностранную, совместную российскую и иностранную | 246 | 265 | 197 | 197 | 201 | 7,4 | 5,6 | 4,1 | 4,1 | 4,1 |

Росимущество осуществляет подготовку позиции акционера в соответствии с порядком, определенным постановлением Правительства РФ «Об управлении находящимися в федеральной собственности акциями открытых акционерных обществ и использовании специального права на участие РФ в управлении открытыми акционерными обществами («золотой акции»)» от 3 декабря 2004 г. №738 в отношении открытых акционерных обществ (ОАО) по вопросам, предусмотренным Федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ.

Росимущество организует, обеспечивает и участвует в работе Комиссии по отбору независимых директоров, представителей интересов РФ и ревизоров для избрания в органы управления и контроля акционерных обществ, не включенных в специальный перечень, утвержденный распоряжением Правительства РФ от 23 января 2003 г. №91-р.

Однако Счетной палатой РФ при проверке, которая проводилась на основании ст. 15 Федерального закона «О Счетной палате РФ» [7] было выявлено, что Росимущество не в полном объеме осуществляет мероприятия по нормативно-правовому регулированию деятельности и учету федерального имущества и ведению реестра, а также, что имеются расхождения в стоимости имущества казны РФ, в бюджетной отчетности Росимущества и в реестре федерального имущества за 2011 г., которые составили 2,2 трлн. руб.

Согласно пояснениям Росимущества, эти расхождения связаны с наличием технических ошибок, отсутствием должного взаимодействия между структурными подразделениями территориальных управлений Росимущества, некорректной работой программного обеспечения, а также методологическими проблемами учета имущества активов казны РФ. В то же время аудит позволил вскрыть значительные нарушения в финансово-хозяйственной деятельности организаций, имеют место недостатки в организации деятельности представителей государства по управлению пакетами акций, находящихся в федеральной собственности.

Как отмечается в сообщении Счетной палаты РФ, имеют место случаи, когда Росимущество не выдвигало своих кандидатов в состав совета директоров компаний (например, ОАО «Искитимцемент» (25,5%)) и таким образом, решения о совершении крупных сделок, влиявших на финансовую устойчивость и сохранение имущественного комплекса предприятия, принимались советом директоров без учета мнения представителей РФ. Кроме того, по данным контрольного

ведомства, Росимущество не проводило анализ обоснованности инвестиционных вложений и целесообразности заключенных сделок в целях обеспечения интересов государства и прав РФ как акционера.

Росимуществом не сформирован в полном объеме реестр показателей² экономической эффективности деятельности федеральных государственных унитарных предприятий (ФГУП) и ОАО, акции которых находятся в федеральной собственности. В результате отсутствия в Росимуществе полной и достоверной информации снижается эффективность управления деятельностью ФГУП, в том числе по обеспечению поступлений в федеральный бюджет части их прибыли.

В 2011 г. из 2 933 учтенных Росимуществом акционерных обществ сведения о начисленных и перечисленных дивидендах имеются только по 582 (19,8%) акционерным обществам, пакеты акций которых находятся в федеральной собственности, из них 77% составляют компании, в уставных капиталах которых доля, принадлежащая РФ, составляет 25% и более. Поступления дивидендов в 2011 г. составили 79 441 млн. руб., что на 34 277,2 млн. руб., или в 1,8 раза больше, чем в 2010 г.

Десятью крупнейшими акционерными обществами с долей участия РФ в уставном капитале перечислено 73 050,9 млн. руб., или 92% общей суммы дивидендов, поступивших в федеральный бюджет в 2011 г. Удельный вес дивидендов, перечисленных в федеральный бюджет десятию крупнейшими акционерными обществами, в суммарной чистой прибыли по итогам работы за 2010 г. составил в среднем 12,6% (в 2010 г. по итогам работы за 2009 г. –12,2%).

Суммарный объем чистой прибыли, полученной десятию крупнейшими плательщиками дивидендов для начисления дивидендов по итогам работы за 2010 г., увеличился по сравнению с суммарным объемом чистой прибыли, полученной крупными плательщиками дивидендов в предшествующем периоде, в 1,9 раза.

При этом перечисление дивидендов десятию крупнейшими акционерными обществами составило от 4,4% чистой прибыли за 2010 г. (ОАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы») до 104,6%, в том числе за счет нераспределенной прибыли прошлых лет (ОАО «Современный коммерческий флот»).

Задолженность акционерных обществ по уплате дивидендов на 1 января 2011 г. составляла не менее

² Заключение Счетной палаты РФ на отчет об исполнении федерального бюджета за 2011 г. (утв. Коллегией Счетной палаты РФ (протокол от 30 авг. 2012 г. №34К (867)).

1 425,7 млн. руб. На 1 января 2012 г. указанная задолженность уменьшилась на 975,7 млн. руб., или в 3,2 раза, и составила 450,0 млн. руб.

В 2011 г. часть прибыли в федеральный бюджет перечислили 10,4% учтенных Росимуществом ФГУП, или 47,8% ФГУП, получивших чистую прибыль по результатам работы за 2010 г. В 2011 г. средний уровень отчислений чистой прибыли ФГУП, оставшейся после уплаты налогов и иных обязательных платежей в федеральный бюджет, составил 13,8% (в 2010 г. – 10%).

До настоящего времени не принят нормативный правовой акт, устанавливающий размер части прибыли, подлежащей перечислению ФГУП в федеральный бюджет после уплаты налогов и иных обязательных платежей, что не соответствует п. 2 ст. 17 Федерального закона «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» от 14 ноября 2002 г. №161-ФЗ. В 2011 г. Росимуществом переданы (в том числе осуществлены Росимуществом) и отражены в его бюджетной отчетности финансовые вложения федерального бюджета во взносы в уставные капиталы и приобретение дополнительных акций, выпускаемых при увеличении уставных капиталов ОАО, на общую сумму 297242,1 млн. руб.

В ходе проверки установлено, что отсутствует нормативный документ, обязывающий главных распорядителей бюджетных средств осуществлять передачу финансовых вложений Росимуществу как федеральному органу исполнительной власти, наделенному полномочиями собственника в отношении акций акционерных обществ и иного имущества, в том числе составляющего государственную казну РФ, а также регламентирующий порядок такой передачи. В ходе проведения Счетной палатой РФ контрольных мероприятий по состоянию на 31 декабря 2011 г. установлены расхождения в стоимости имущества казны РФ в балансе исполнения федерального бюджета и в реестре федерального имущества за 2011 г.

Учет в реестре федерального имущества акций, находящихся в собственности РФ, осуществляется в соответствии с Положением об учете федерального имущества, утвержденным постановлением Правительства РФ «О совершенствовании учета федерального имущества» от 16 июля 2007 г. №447. При этом отсутствует сопоставимость данных, отраженных в реестре федерального имущества и в бюджетном учете.

Проект постановления Правительства РФ «О Концепции управления федеральным имуществом на период до 2018 г.» [21] указывает, что одним из направлений государственной политики по управлению федеральным имуществом является определение целевой функции управления объектом федерального имущества. При этом при определении способов вовлечения имущества в коммерческий оборот будут привлекаться управляющие компании, оценщики, аудиторы, инвестиционные, финансовые, юридические и иные консультанты.

Вовлеченность оценщиков в процесс принятия решений диктует необходимость формирования методики оценки стоимости предприятий с государственным участием. В современном мире процесс приватизации считается составной частью институциональных изменений, сопровождающих демократические реформы. Успехи РФ на пути построения демократического, правового, экономически развитого государства – равноправного партнера ведущих держав мира оцениваются на международной арене по целому комплексу инди-

каторов, среди которых важное место занимают показатели, связанные со становлением основ рыночной экономики, возникновением частной собственности и эффективных собственников.

В настоящее время приватизация определяется Федеральным законом «О приватизации государственного и муниципального имущества», который вступил в законную силу 26 апреля 2002 г.

Также официально не отменены: Государственная программа приватизации государственных и муниципальных предприятий в РФ (утверждена Указом Президента РФ от 24 декабря 1993 г.) и Основные положения государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в РФ после 1 июля 1994 г. (утверждены Указом Президента РФ от 22 июля 1994 г.). Помимо федерального закона и программы, правовое регулирование приватизации осуществляется многочисленными подзаконными актами.

Согласно российским законам о приватизации и оценке [5], обязательным условием для проведения торгов является отчет об оценке. Без этого документа результаты торгов могут быть оспорены лицами, являющимися заинтересованными в данном вопросе.

В рамках исполнения прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества, утвержденном распоряжением Правительства РФ от 27 ноября 2010 г. №2102-р, Правительство РФ вправе поручить юридическим лицам организовывать от имени РФ в установленном порядке продажу приватизируемого федерального имущества и (или) осуществлять функции продавца. Привлечение юридического лица из списка, утвержденного распоряжением Правительства РФ от 25 октября 2010 г. №1874-р, чаще всего используется в процессе отчуждения акций особо крупных активов, для продажи которых требуется квалификация инвестиционного банка или международный маркетинг.

Согласно приказу Росимущества от 2 декабря 2011 г. №378 [15], «условия договора на представление интересов акционера – Российской Федерации установлены примерной формой договора, представителем действуют в интересах акционера, получает от общества материалы, необходимые для принятия решений по повестке дня заседаний совета директоров», и при «возникновении затруднений при формировании позиции по повестке дня может запрашивать дополнительные документы, информацию и сведения по повестке дня заседания до даты его проведения, исключением из которого являются независимые директора, регламент работы которых определяется приказом Росимущества от 5 октября 2011 г. №313 (с изменениями, внесенными приказом Росимущества от 8 ноября 2011 г. №357)».

При этом проведенное исследование практики использования директив представителями интересов российской федерации в компаниях с государственным участием при общем настроении на сохранение существующей практики голосования по директивам на ближайшее будущее, оценка ее влияния на финансово-хозяйственную деятельность госкомпаний крайне противоречива:

- считают³, что решения, принятые на основе директив, снижают эффективность финансово-хозяйственной деятельности обществ 33,3% опрошенных;

³ Опрос проводился членами совета директоров – представителями интересов РФ и независимых директоров в госкомпаниях в феврале-марте 2013 г.

- решения, принятые на основе директив, способствуют развитию обществ – 32,0% [26].

В связи с вышеизложенным можно определить следующую классификацию по долям акций в уставном капитале акционерного общества, имеющих в собственности РФ (табл. 2).

Таблица 2

КЛАССИФИКАЦИЯ ДОЛЕЙ, ИМЕЮЩИХСЯ В СОБСТВЕННОСТИ РФ

| Наименование группы | Доля, имеющаяся в собственности РФ | % |
|---------------------|--|---|
| I группа | 100 голосующих акций общества | |
| II группа | Более 50 голосующих акций общества | |
| III группа | От 2 до 50 включительно голосующих акций обществ | |

Т.е. можно выделить первую особенность оценки стоимости предприятий с долей участия государства - это задача оценки присущая только указанному объекту оценки – приватизация⁴. В зависимости от организационно-правовой формы государственного предприятия идентификация объекта оценки будет разной (табл. 3), и здесь можно сразу выделить вторую особенность оценки стоимости государственного предприятия.

Таблица 3

ИДЕНТИФИКАЦИЯ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ ПРИ ПРИВАТИЗАЦИИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ В РАЗРЕЗЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫХ ФОРМ

| Организационно-правовая форма государственного предприятия | Идентификация объекта оценки | |
|--|---|---|
| | Бизнес | Имущественный комплекс |
| Унитарное предприятие | - | Имущественный комплекс унитарного предприятия или его часть |
| Акционерное общество | Право собственности на ценные бумаги, представленные (категория, тип) акциями в количестве ___ штук, что составляет ___% уставного капитала | Часть имущественного комплекса |
| Общество с ограниченной ответственностью | Право собственности на долю в уставном капитале | Часть имущественного комплекса |

Для целей приватизации оценка бизнеса с долей участия государства возможна только для таких организационно-правовых форм, как акционерные общества⁵ и общества с ограниченной ответственностью.

⁴ В соответствии с распоряжениями Правительства РФ «Об утверждении прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества и основные направления приватизации федерального имущества на 2011-2013 гг.» от 27 ноября 2010 г. №2102-р и «Об утверждении прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества и основных направлений приватизации федерального имущества на 2014-2016 гг.» от 1 июля 2013 г. №1111-р на 2011-2013 гг. числится на приватизацию 114 унитарных предприятий и 809 ОАО, а на 2014-2016 гг. соответственно 514 унитарных предприятий и 436 ОАО. Ожидаемый доход от приватизации имущества (без учета стоимости акций крупнейших компаний) в 2014-2016 гг. составит 3 млрд. руб. (ежегодно).

⁵ Ст. 13 Федерального закона «О приватизации государственного и муниципального имущества» от 21 декабря 2001 г. №178-ФЗ (с изм. и доп.) определены способы приватизации государствен-

При этом для таких объектов оценки может осуществляться оценка их стоимости и для других задач (отличных от приватизации). И в этих случаях унитарные предприятия не могут выступать в качестве объектов оценки ни в рамках бизнеса, ни в рамках имущественного комплекса, так как право хозяйственного ведения и оперативного управления не имеет рынка и ни один из видов стоимости, указанных в ФСО №2, не может быть определен по отношению к данным вещным правам. Идентификация объектов оценки государственных предприятий в этой ситуации отражена в табл. 4.

Таблица 4

ИДЕНТИФИКАЦИЯ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ ПРИ ИНЫХ ЗАДАЧАХ ОЦЕНКИ (ОТЛИЧНЫХ ОТ ПРИВАТИЗАЦИИ) ГОСУДАРСТВЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ В РАЗРЕЗЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫХ ФОРМ

| Организационно-правовая форма государственного предприятия | Идентификация объекта оценки | |
|--|---|--|
| | Бизнес | Имущественный комплекс |
| Унитарное предприятие | - | - |
| Акционерное общество | Право собственности на ценные бумаги, представленные (категория, тип) акциями в количестве ___ штук, что составляет ___% уставного капитала | Имущественный комплекс АО или его часть |
| Общество с ограниченной ответственностью | Право собственности на долю в уставном капитале | Имущественный комплекс ООО или его часть |

В настоящее время (по состоянию на начало сентября 2013 г.), согласно официальному сайту Росимущества [31], в собственности РФ (в управлении Росимущества) находится 2 227 акционерных обществ и 111 общества с ограниченной ответственностью с государственным участием⁶.

На основании положений постановления Правительства РФ «Об утверждении положения о федеральном агентстве по управлению государственным имуществом» от 5 июня 2008 г. №462 и постановлением Правительства РФ «О совершенствовании учета федерального имущества» от 16 июля 2007 г. №447 Росимущество выполняет полномочия собственника, осуществляет деятельность по нормативно-правовому регулированию и учету федерального имущества, а также ведению реестра. Таким образом, третья особенность, влияющая на формирование стоимости акционерного общества и его управление, состоит в контроле со стороны Росимущества определения величины стоимости голосующих акций.

ного и муниципального имущества, среди которых не предусмотрена приватизация имущества и долей обществ с ограниченной ответственностью, а также имущественного комплекса целиком акционерного общества.

⁶ РФ по состоянию на 1 января 2013 г. являлась собственником имущества 1795 федеральных государственных унитарных предприятий, акционером 2337 акционерных обществ (распоряжение Правительства РФ «Об утверждении прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества и основных направлений приватизации федерального имущества на 2014-2016 гг. от 1 июля 2013 г. №1111-р).

Стоит обратить внимание на то, что на основании требований ст. 77 Федерального закона «Об акционерных обществах» [3], если государство и (или) муниципальное образование владеют количеством голосующих акций общества от 2% до 50% включительно, то определение цены (денежной оценки) имущества, цены размещения эмиссионных ценных бумаг общества, цены выкупа акций общества осуществляется советом директоров (наблюдательным советом) общества, и обязательным является уведомление Росимущества [9] об определении цены выкупа акций. В указанных случаях для оценки рыночной стоимости привлекается независимый оценщик.

В соответствии с требованиями ст. 31 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» [6], определяются обременения приватизируемого государственного или муниципального имущества. И с этим обстоятельством связана четвертая особенность оценки предприятий с участием государства. В состав указанных обременений входят:

- обязанность использовать приобретенное в порядке приватизации имущество по определенному назначению;
- обязанность содержать имущество, не включенное в состав приватизированного имущественного комплекса унитарного предприятия;
- иные обязанности, предусмотренные федеральным законом или в установленном им порядке.

Пятой особенностью оценки стоимости предприятий с долей участия государства являются требования по созданию ОАО, общества с ограниченной ответственностью путем преобразования унитарного предприятия. Эти требования предусмотрены ст. 37 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества». Для созданных таким образом обществ с ограниченной ответственностью не применяются положения абзаца третьего п. 2 ст. 15 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 г. №14-ФЗ [4], что отрицательно отражается на кредиторах общества с ограниченной ответственностью – в этом случае возрастают риски финансово-хозяйственной деятельности в ближайшие три года существования такого общества.

Правительством РФ и органами государственной власти субъектов РФ в соответствии со ст. 38 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» предусмотрено использование специального права на участие соответственно РФ и субъектов РФ в управлении ОАО. Это право носит название специального права «золотая акция». И шестая особенность оценки стоимости предприятий с долей участия государства связана с правовым положением ОАО, созданных в процессе приватизации унитарных предприятий или при принятии решения об исключении ОАО из перечня стратегических акционерных обществ независимо от количества акций, находящихся в государственной собственности.

Представители РФ, субъектов РФ, представляющие указанное специальное право, имеют право вносить предложения в повестку дня годового общего собрания акционеров и требовать созыва внеочередного общего собрания акционеров. Такие представители, назначенные в совет директоров (наблюдательный совет) ОАО, участвуют в общем собрании акционеров с правом вето при принятии общим собранием акционеров решений:

- о внесении изменений и дополнений в устав ОАО или об утверждении устава ОАО в новой редакции;
- о реорганизации ОАО;

- о ликвидации ОАО, назначении ликвидационной комиссии и об утверждении промежуточного и окончательного ликвидационных балансов;
- об изменении уставного капитала ОАО;
- о совершении ОАО указанных в гл. X и XI Федерального закона «Об акционерных обществах» крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность [6].

В постановлении Правительства РФ «Об управлении находящимися в федеральной собственности акциями акционерных обществ и использовании специального права на участие РФ в управлении акционерными обществами («золотой акции»)» от 3 декабря 2004 г. №738 более подробно рассматривается содержание специального права «золотая акция».

Седьмая особенность связана с ограничениями по проведению дивидендной политики акционерного общества, акции которого находятся в федеральной собственности [18; 19]. К этим ограничениям относятся:

- направление на выплату дивидендов не менее 25% чистой прибыли акционерного общества (без учета доходов, полученных от переоценки финансовых вложений);
- направление чистой прибыли, не распределенной на финансирование инвестиционных проектов и иные цели, на выплату дивидендов;
- соответствие инвестиционных проектов установленным в акционерном обществе требованиям доходности.

Кроме указанных выше особенностей оценки стоимости предприятий с долей участия государства, нужно обратить внимание на требования Положения «Об управлении находящимися в собственности РФ долями в обществах с ограниченной ответственностью, созданных в процессе приватизации», утвержденным постановлением Правительства РФ «Об управлении находящимися в собственности РФ долями в обществах с ограниченной ответственностью, созданных в процессе приватизации» от 27 января 2012 г. №34.

На основании положений данного документа права участника общества с ограниченной ответственностью, доля в уставном капитале которого находится в собственности РФ (далее участник), от имени РФ осуществляет Росимущество.

Примерный устав общества с ограниченной ответственностью, доля в уставном капитале которого находится в собственности РФ, приводится в приказе Министерства экономического развития РФ (Минэкономразвития РФ) «Об утверждении примерного устава общества с ограниченной ответственностью, доля в уставном капитале которого находится в собственности РФ» от 25 июня 2012 г. №347, где рассматриваются распорядительные функции долей. В табл. 5 приведен сравнительный анализ функций долей, указанных в Федеральном законе «Об обществах с ограниченной ответственностью» [4] (ФЗ «Об ООО») и указанного приказа.

П. 3.11 вышеуказанного приказа Минэкономразвития РФ указывает в качестве учредительного документа общества устав, тогда как ст. 11 ФЗ «Об ООО» таким документом указывает решение об учреждении общества. Т.е. одним из отличий является учредительный документ.

Проведенный сравнительный анализ указывает на восьмую особенность оценки предприятий с государственным участием. Она заключается в том, что для обществ с ограниченной ответственностью с государственным участием решения по увеличению уставного капитала за счет имущества, за счет дополнительных вкладов в уставной капитал; изменять устав общества,

в том числе изменять размер уставного капитала общества; создавать филиалы и открывать представи-

тельства принимаются 3/4 голосов, тогда как в ФЗ «Об ООО» – 2/3 голосов.

Таблица 5

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РАСПОРЯДИТЕЛЬНЫХ ФУНКЦИЙ ДОЛЕЙ В ОБЩЕСТВЕ С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ В СООТВЕТСТВИИ С ФЗ «ОБ ООО» И ПРИКАЗОМ МИНЭКОНОМРАЗВИТИЯ РФ ОТ 25 ИЮНЯ 2012 г. №347

| Размер доли от голосов всех участников общества | Права участника в соответствии с ФЗ «Об ООО» | Права участника в соответствии с приказом Минэкономразвития РФ |
|---|---|---|
| Менее 1% голосов (любой участник общества) | Требовать проведения аудиторской проверки (за свой счет) (ст. 48 ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»); требовать представления информации по документации (ст. 50, п. 4); предлагать добровольную ликвидацию и назначение ликвидационной комиссии (ст. 57 п. 2) | Вносить предложения о включении в повестку дня Общего собрания участников Общества дополнительных вопросов не позднее чем за 15 (пятнадцать) дней до его проведения (пп. 7.11); предлагать добровольную ликвидацию и назначение ликвидационной комиссии (пп. 12.4) |
| 10% (1/10) голосов | Требовать в судебном порядке исключения из общества участника, который грубо нарушает свои обязанности либо своими действиями (бездействием) делает невозможной деятельность общества или существенно ее затрудняет (ст. 10); требовать созыва внеочередного собрания общества (ст. 35, п. 2) | Требовать проведения голосования на общем собрании участников общества закрыто (тайно) (пп. 7.6.); требовать созыва внеочередного собрания общества (пп. 7.12) |
| 20% голосов | Обязанность доводить сведения общего собрания участников общества информацию об аффилированности (ст. 45, п. 2) | Нет отличий |
| Более 1/4 (25%) голосов | Блокировать решения об избрании органов управления общества, образование ревизионной комиссии или избрание ревизора общества и утверждение аудитора общества | - |
| Более 1/3 голосов | Блокировать решения: <ul style="list-style-type: none"> • о создании филиалов и представительств; • о возложении дополнительных обязанностей на определенного участника общества; • об увеличении уставного капитала за счет имущества и дополнительных вкладов; • об исключении из устава общества положений, устанавливающих преимущественное право покупки доли или части доли в уставном капитале общества по заранее определенной уставом цене; • о внесении изменений в устав об изменении срока выкупа доли на общество, отличного от требований ст. 23 ФЗ «Об ООО»; • о внесении вкладов в имущество общества и внесении изменений в устав, устанавливающих порядок определения размеров вкладов в имущество общества; • об изменении устава общества, в том числе об изменении размера уставного капитала общества | Нет отличий |
| Более 50% голосов | Соглашаться на залог доли или части доли в уставном капитале общества (ст. 22, п. 1); определять основные направления деятельности общества, а также принимать решения об участии в ассоциациях и других объединениях коммерческих организаций, образовывать исполнительные органы общества и досрочно прекращать их полномочия, избирать и досрочно прекращать полномочия ревизионной комиссии (ревизора) общества, утверждать годовые отчеты и годовые бухгалтерские балансы, принимать решения о распределении чистой прибыли общества между участниками общества, утверждать (принимать) документы, регулирующие внутреннюю деятельность общества (внутренние документы общества), принимать решения о размещении обществом облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг, назначать ликвидационную комиссию и утверждать ликвидационные балансы (ст. 37, п. 8); одобрять сделки, в которых имеется заинтересованность (ст. 45, п. 3) | Определять основные направления деятельности общества, а также принимать решения об участии в ассоциациях и других объединениях коммерческих организаций, утверждать годовые отчеты и годовые бухгалтерские балансы, принимать решения о распределении чистой прибыли общества между участниками общества, утверждать (принимать) документы, регулирующие внутреннюю деятельность общества (внутренние документы общества), принимать решения о размещении обществом облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг, назначать ликвидационную комиссию и утверждать ликвидационные балансы, избрание генерального директора и досрочное прекращение его полномочий, установление размеров выплачиваемых ему вознаграждения и компенсаций, а также принятие решения о передаче полномочий генерального директора управляющему, утверждение такого управляющего и условий договора с ним, назначение аудиторской проверки; утверждение аудитора и определение размера оплаты его услуг, утверждение денежной оценки имущества, вносимого для оплаты долей в уставном капитале общества, решение об одобрении обществом сделки, связанной с отчуждением (обременением) недвижимого имущества общества, включая заключение договора аренды на срок более чем один год, решение иных вопросов, отнесенных федеральным законом к компетенции общего собрания участников общества (пп. 7.3) |

| Размер доли от голосов всех участников общества | Права участника в соответствии с ФЗ «Об ООО» | Права участника в соответствии с приказом Минэкономразвития РФ |
|---|---|---|
| 2/3 голосов | Создавать филиалы и открывать представительства (ст. 5, п. 1); прекращать или ограничивать дополнительные права, если участник общества, которому принадлежат такие дополнительные права, голосовал за принятие такого решения или дал письменное согласие (ст. 8, п. 2); возлагать дополнительные обязанности на определенного участника общества при условии, если участник общества, на которого возлагаются такие дополнительные обязанности, голосовал за принятие такого решения или дал письменное согласие (ст. 9, п. 2); увеличивать уставной капитал за счет имущества (ст. 18, п. 1) и за счет дополнительных вкладов в уставной капитал (ст. 19, п. 1); исключать из устава общества положения, устанавливающие преимущественное право покупки доли или части доли в уставном капитале общества по заранее определенной уставом цене (ст. 21, п. 4); вносить изменения в устав об изменении срока выкупа доли на общество, отличного от требований ст. 23 ФЗ «Об ООО» (ст. 23, п. 2); принимать решения о внесении вкладов в имущество общества (ст. 27, п. 1) и внесении в устав изменений, устанавливающих порядок определения размеров вкладов в имущество общества при согласии участника общества, относительно которого установлены ограничения (ст. 27, п. 2); изменять устав общества, в том числе изменять размер уставного капитала общества (ст. 37, п. 8) | Возлагать дополнительные обязанности на определенного участника общества при условии, если участник общества, на которого возлагаются такие дополнительные обязанности, голосовал за принятие такого решения или дал письменное согласие (пп. 5.1.6) |
| 75% (3/4) голосов | Избирать органы управления общества, образовывать ревизионную комиссию или избирать ревизора общества и утверждать аудитора общества (ст. 11, п. 4) | Увеличивать уставной капитал за счет имущества (пп. 4.4), за счет дополнительных вкладов в уставной капитал (пп. 4.5); изменять устав общества, в том числе изменять размер уставного капитала общества (пп. 7.3); создавать филиалы и открывать представительства (пп. 7.3) |
| 100% голосов | Принимать решение о дополнительных правах (ст. 8, п. 2) и обязанностях участника общества (ст. 9, п. 2); прекращать и ограничивать дополнительные права (ст. 8, п. 2) и обязанности (ст. 9, п. 2); иметь преимущественное право покупки доли или части доли в уставном капитале участниками общества или обществом по заранее определенной уставом цене, в том числе изменять размер такой цены или порядок ее определения (ст. 21, п. 4); вносить изменения в устав о сроке выкупа доли на общество (ст. 23, п. 2); принимать решение о продаже доли или части доли участникам общества, в результате которой изменяются размеры долей его участников, а также продавать долю или часть доли третьим лицам и определять иную цену на продаваемую долю (ст. 24, п. 4); принимать решение о выплате кредиторам действительной стоимости доли остальными участниками общества пропорционально их долям (ст. 25, п. 2); принимать решение о праве участника общества на выход из общества путем отчуждения доли обществу независимо от согласия других его участников или общества (ст. 26, п. 1); принимать решение о внесении в устав изменений о внесении вкладов в имущество общества (ст. 27, п. 1) и внесении в устав изменений, устанавливающих порядок определения размеров вкладов в имущество общества (ст. 27, п. 2); устанавливать порядок распределения прибыли между участниками общества и вносить изменения в устав относительно этого порядка (ст. 28, п. 2); устанавливать порядок определения числа голосов участников общества на общем собрании участников общества и изменять этот порядок в уставе (ст. 32, п. 1); принимать решение о реорганизации или ликвидации общества (ст. 37, п. 8) | Принимать решение о внесении дополнительного вклада участником общества (участниками общества) или третьим лицом (третьими лицами) (пп. 4.6); принимать решение о дополнительных обязанностях участника общества (пп. 5.1.6.) и правах (пп. 5.3.7); принимать решение о реорганизации или ликвидации общества (пп. 7.3) |

Таблица 6

ИДЕНТИФИКАЦИЯ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ЗАДАЧИ ОЦЕНКИ

| Организационно-правовая форма | Объект и задача оценки | | | |
|-------------------------------|---|---|---|--|
| | Приватизация | | Иные задачи | |
| | Бизнес | Имущественный комплекс | Бизнес | Имущественный комплекс |
| Унитарные предприятия | Не может быть объектом оценки | Имущественный комплекс унитарного предприятия или его часть | Не может быть объектом оценки | Не может быть объектом оценки |
| ОАО | Право собственности на ценные бумаги, представленные (категория, тип) акциями в количестве ___ штук, что составляет ___% уставного капитала | Часть имущественного комплекса | Право собственности на ценные бумаги, представленные (категория, тип) акциями в количестве ___ штук, что составляет ___% уставного капитала | Имущественный комплекс акционерного общества или его часть |
| ООО | Право собственности на долю в уставном капитале | Часть имущественного комплекса | Право собственности на долю в уставном капитале | Имущественный комплекс ООО или его часть |

Таким образом, проведенный выше анализ указывает на наличие факторов, оказывающих влияние на расчет стоимости имущественного комплекса и бизнеса, акции, доли в уставном капитале которого находятся в государственной или муниципальной собственности. К числу таких факторов можно отнести:

- наличие приватизации в качестве задачи оценки;
- наличие особенностей в зависимости от организационно-правовой формы предприятия с долей участия государства и задач оценки при идентификации объекта оценки;
- контроль со стороны Росимущества при определении величины стоимости государственного имущества;

- наличие обременений приватизируемого государственного или муниципального имущества (ст. 31 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества») (определяется индивидуально для каждого объекта в зависимости от того какие ограничения наложены – всегда будет уменьшать стоимость объекта);
- наличие дополнительных рисков для кредиторов и финансово-хозяйственной деятельности общества с ограниченной ответственностью в ближайшие три года после приватизации (ст. 37 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества») (положения абз. 3 п. 2 ст. 15 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 г. №14-ФЗ не применяются: для кредиторов общества в этом случае возрастают риски финансирования такой деятельности в ближайшие три года существования такого общества. В федеральном законе речь идет о том, что оценщик и собственник несут субсидиарную ответственность в случае завышения стоимости вклада, внесенного в уставный капитал неденежными средствами, в течение трех лет. В данном случае этот пункт не работает, что перекладывает указанный риск на покупателя (инвестора). Стоимость объекта в связи с этим будет ниже, так как инвестор должен компенсировать риски, но относительно расчета величины риска исследование не проводилось);
- наличие специального права («золотая акция») для открытых акционерных обществ (ст. 38 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества») (по сути, это право дает возможность наложить вето на решение общего собрания акционеров в случаях, когда такое решение противоречит интересам государства. Эта особенность снижает стоимость бизнеса. Ее можно учесть определением вероятности наступления такого события и заложить как дополнительный риск в ставку дисконтирования. Риск, например, можно рассчитать как значение вероятности умноженное на среднеотраслевую ставку дисконтирования);
- наличие ограничений по проведению дивидендной политики акционерного общества, акции которого находятся в федеральной собственности (общество обязано перечислять в виде дивидендов собственнику в лице государства 25% чистой прибыли. Это означает, что при формировании денежных потоков в прогнозных периодах, оценщик должен уменьшить чистую прибыль на 25%, поскольку чистая прибыль является элементом расчета денежного потока. Кроме того, нужно дополнительно проанализировать риски такой организации, так как наличие такого ограничения при активной инвестиционной политике может привести к нехватке денежных средств или потере платежеспособности);
- наличие отличий в правах участника при принятии решений в государственном обществе с ограниченной ответственностью, учредительном документе.

Кроме того, некоторые авторы [25] определяют и другие отличия государственных предприятий от частных, что влечет за собой рост транзакционных издержек государственных предприятий. Они выражаются в:

- в получении от государства дополнительных льгот в кредитовании, налогообложении и других условиях финансовой поддержки;
- в директивном планировании и административном контроле над ценами (наличие государственного заказа, сбыт по государственным твердым ценам);
- в необходимости решения социальных проблем и нужд общества;
- в отсутствии тесной связи между поведением членов трудового коллектива, менеджмента и конечными результатами использования государственной собственности (издержки принятых решений, в конечном счете, ложатся на государство);
- в возможности реализации собственных интересов государственных предприятий, которые проявляются в отклонении от целевых установок общества.

Изложенные выше факторы, влияющие на стоимость предприятий с государственным участием, можно си-

стематизировать в методику оценки стоимости бизнеса и имущественного комплекса предприятий с долей участия государства. Последовательность действий по определению стоимости любого объекта оценки определена в п. 16 Федерального стандарта оценки (ФСО) №1 [12]. Изложим методику оценки исходя из этапов, сформулированных в ФСО.

1-й этап. Идентификация объекта оценки, задачи и цели оценки

В рамках данного этапа оценщик определяет элементы задания на оценку, некоторые из которых существенно отличаются для целей оценки государственных предприятий.

В частности, при приватизации в качестве задачи оценки объект оценки может быть идентифицирован и описан только в рамках имущественного комплекса унитарного предприятия или бизнеса государственного открытого акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью. Для других задач оценки унитарное предприятие не является объектом оценки, а ОАО и общество с ограниченной ответственностью с государственным участием могут выступать и как бизнес, и как имущественный комплекс (табл. 6). Также при описании государственного общества с ограниченной ответственностью необходимо учесть особенности учредительного документа и правах участников при принятии решений.

2-й этап. Сбор и обработка информации

На этапе сбора информации, помимо традиционных источников внешней и внутренней информации, в рамках оценки стоимости государственных предприятий:

- в блоке внутренней юридической информации необходимо запросить информацию о:
 - наличии обременений приватизируемого имущества в соответствии со ст. 31 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества»;
 - наличии и частоте применения в прошлых периодах специального права («золотая акция») для ОАО.
- в блоке внутренней экономической информации необходимо запросить информацию:
 - о величине расходов (и возможно, доходов), связанных с наличием обременений приватизируемого имущества;
 - об ограничениях по проведению дивидендной политики акционерного общества, акции которого находятся в федеральной собственности;
 - о наличии льгот в области налогообложения, финансирования и т.д.

Кроме того, при подготовке отчетности для целей оценки стоимости бизнеса с долей участия государства возникает необходимость учета особенностей при нормализации отчетности. В отличие от традиционной методики нормализации для бизнеса с участием государства необходимо учесть и выявить денежные потоки, связанные с обремененным приватизированным имуществом (не связанные с основной деятельностью организации), льготным финансированием и налогообложением. В рамках проведения финансового анализа необходимо сопоставление показателей предприятия с аналогичными предприятиями в разрезе форм собственности. Приведенный анализ группы государственных предприятий в сравнении с частными (табл. 7, 8, 9), свидетельствует о низкой эффективности работы государственных предприятий по сравнению с негосударственными аналогами, что наводит на мысль об особенностях применения сравнительного подхода для оценки их бизнеса.

Таблица 7

АНАЛИЗ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЙ С ГОСУДАРСТВЕННОЙ СОБСТВЕННОСТЬЮ В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ В 2006-2011 гг.

| Отрасль | Форма собственности | Годы | | | | | | | Среднее |
|--------------------|---------------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Промышленность | Государственная | 0,206 | 0,089 | 0,053 | -0,018 | -0,111 | 0,028 | 0,096 | 0,049 |
| | Частная | 0,276 | 0,23 | 0,204 | 0,156 | 0,281 | 0,202 | 0,169 | 0,217 |
| | отклонение | 0,07 | 0,141 | 0,151 | 0,174 | 0,392 | 0,174 | 0,073 | 0,168 |
| Сельское хозяйство | Государственная | 0,019 | -0,04 | -0,115 | -0,247 | -0,107 | 0,076 | 0,089 | -0,046 |
| | Частная | 0,159 | 0,133 | 0,133 | 0,121 | 0,147 | 0,041 | 0,090 | 0,118 |
| | отклонение | 0,14 | 0,173 | 0,248 | 0,368 | 0,254 | -0,035 | 0,001 | 0,164 |
| Строительство | Государственная | 0,082 | 0,093 | -0,271 | -0,185 | 0,026 | 0,068 | 0,046 | -0,020 |
| | Частная | 0,285 | 0,347 | 0,275 | 0,193 | 0,164 | 0,211 | 0,156 | 0,233 |
| | отклонение | 0,203 | 0,254 | 0,546 | 0,378 | 0,138 | 0,143 | 0,110 | 0,253 |
| Торговля и общепит | Государственная | 0,28 | 0,221 | 0,042 | 0,225 | 0,123 | 0,064 | 0,122 | 0,154 |
| | Частная | 0,211 | 0,297 | 0,326 | 0,213 | 0,237 | 0,24 | 0,164 | 0,241 |
| | отклонение | -0,069 | 0,076 | 0,284 | -0,012 | 0,114 | 0,176 | 0,042 | 0,087 |
| Транспорт и связь | Государственная | -0,09 | 0,035 | -0,016 | -0,021 | -0,038 | 0,028 | -0,030 | -0,019 |
| | Частная | 0,164 | 0,233 | 0,109 | 0,191 | 0,036 | 0,149 | 0,151 | 0,148 |
| | отклонение | 0,254 | 0,198 | 0,125 | 0,212 | 0,074 | 0,121 | 0,181 | 0,166 |

Таблица 8

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ И ФОРМ СОБСТВЕННОСТИ В 2006-2011 гг.

| Отрасль | Форма собственности | Число предприятий | Годы | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------|----------------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | 2006 | | 2007 | | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | | 2012 | |
| | | | Ракт | Рпр | Ракт | Рпр | Ракт | Рпр | Ракт | Рпр | Ракт | Рпр | Ракт | Рпр | Ракт | Рпр |
| Промышленность | Государственная | 84 | 0,061 | -0,067 | 0,081 | 0,022 | 0,027 | -0,009 | -0,015 | -0,005 | -0,083 | -0,018 | -0,026 | -0,039 | -0,001 | -0,001 |
| | Частная | 6598 | 0,114 | 0,030 | 0,124 | 0,045 | 0,099 | 0,043 | 0,045 | 0,024 | 0,016 | 0,024 | 0,072 | 0,027 | 0,048 | 0,067 |
| | По данным Росстата [30] | | 0,156 | 0,166 | 0,148 | 0,183 | 0,086 | 0,171 | 0,061 | 0,134 | 0,082 | 0,148 | 0,084 | 0,132 | 0,081 | 0,107 |
| | По данным Приказа ФНС [14] | | 0,151 | 0,159 | 0,143 | 0,184 | 0,111 | 0,177 | 0,056 | 0,125 | 0,078 | 0,143 | 0,082 | 0,132 | - | - |
| Торговля и общепит | Государственная | 93 | 0,154 | 0,020 | 0,152 | 0,022 | 0,170 | 0,042 | 0,150 | 0,033 | 0,102 | -0,014 | -0,024 | -0,023 | 0,018 | -0,030 |
| | Частная | 10000 | 0,100 | 0,038 | 0,132 | 0,040 | 0,081 | 0,048 | 0,057 | 0,038 | 0,057 | 0,032 | 0,079 | 0,038 | 0,041 | 0,074 |
| | По данным Росстата | | 0,115 | 0,101 | 0,09 | 0,088 | 0,053 | 0,108 | 0,078 | 0,071 | 0,071 | 0,083 | 0,098 | 0,089 | 0,079 | 0,067 |
| | По данным Приказа ФНС | | 0,099 | 0,115 | 0,086 | 0,095 | 0,041 | 0,117 | 0,079 | 0,083 | 0,069 | 0,092 | 0,102 | 0,105 | - | - |
| Строительство | Государственная | 71 | 0,026 | 0,035 | 0,061 | 0,060 | 0,043 | 0,034 | -0,015 | 0,006 | -0,025 | -0,045 | 0,009 | -0,009 | -0,010 | 0,031 |
| | Частная | 5357 | 0,097 | 0,043 | 0,126 | 0,055 | 0,100 | 0,051 | 0,018 | 0,023 | -0,001 | 0,016 | 0,048 | 0,018 | 0,026 | 0,022 |
| | По данным Росстата | | 0,045 | 0,051 | 0,046 | 0,058 | 0,031 | 0,056 | 0,026 | 0,05 | 0,031 | 0,045 | 0,021 | 0,043 | 0,029 | 0,050 |
| | По данным Приказа ФНС | | 0,04 | 0,056 | 0,044 | 0,063 | 0,038 | 0,069 | 0,029 | 0,066 | 0,022 | 0,057 | 0,026 | 0,068 | - | - |
| Транспорт и связь | Государственная | 58 | -0,050 | -0,082 | -0,025 | -0,034 | -0,029 | -0,180 | -0,051 | -0,120 | -0,033 | -0,126 | 0,004 | -0,058 | 0,042 | -0,028 |
| | Частная | 1447 | 0,141 | 0,057 | 0,133 | 0,070 | 0,088 | 0,065 | 0,039 | 0,040 | 0,029 | 0,035 | 0,077 | 0,043 | 0,042 | 0,067 |
| | По данным Росстата | | 0,063 | 0,151 | 0,08 | 0,157 | 0,054 | 0,142 | 0,044 | 0,134 | 0,053 | 0,135 | 0,049 | 0,114 | 0,055 | 0,111 |
| | По данным Приказа ФНС | | 0,05 | 0,143 | 0,068 | 0,163 | 0,052 | 0,137 | 0,045 | 0,141 | 0,05 | 0,138 | 0,047 | 0,128 | - | - |
| Сельское хозяйство | Государственная | 105 | 0,002 | -0,067 | 0,006 | -0,071 | -0,023 | -0,127 | -0,033 | -0,126 | -0,061 | -0,126 | -0,042 | -0,041 | -0,027 | -0,086 |
| | Частная | 1058 | 0,051 | 0,020 | 0,086 | 0,079 | 0,058 | 0,065 | 0,018 | 0,021 | 0,002 | 0,018 | 0,045 | 0,050 | 0,039 | 0,061 |
| | По данным Росстата | | 0,04 | 0,082 | 0,064 | 0,143 | 0,048 | 0,10 | 0,029 | 0,078 | 0,029 | 0,091 | 0,039 | 0,091 | 0,035 | 0,107 |
| | По данным Приказа ФНС | | 0,04 | 0,09 | 0,065 | 0,145 | 0,051 | 0,108 | 0,031 | 0,084 | 0,034 | 0,103 | 0,042 | 0,103 | - | - |

Таблица 9

АНАЛИЗ ОТКЛОНЕНИЙ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ С ГОСУДАРСТВЕННОЙ СОБСТВЕННОСТЬЮ В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ В 2006-2011 гг.

| Отрасль | | Годы | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|---------------------|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | Среднее | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | Среднее |
| | | Рентабельность активов | | | | | | | Рентабельность продаж | | | | | | | | |
| Промышленность | Откл 1 ⁷ | 0,053 | 0,043 | 0,072 | 0,06 | 0,099 | 0,098 | 0,049 | 0,068 | 0,097 | 0,023 | 0,052 | 0,029 | 0,042 | 0,066 | 0,068 | 0,054 |
| | Откл 2 ⁸ | 0,095 | 0,067 | 0,059 | 0,076 | 0,165 | 0,11 | 0,082 | 0,093 | 0,233 | 0,161 | 0,18 | 0,139 | 0,166 | 0,171 | 0,108 | 0,165 |
| | Откл 3 ⁹ | 0,09 | 0,062 | 0,084 | 0,071 | 0,161 | 0,108 | - | 0,096 | 0,226 | 0,162 | 0,186 | 0,13 | 0,161 | 0,171 | - | 0,173 |

⁷ Отклонение рентабельности предприятий с государственной собственностью от рентабельности предприятий с частной собственностью («+» – превышение среднеотраслевых данных; «-» – превышение данных государственных предприятий).

⁸ Отклонение рентабельности предприятий с государственной собственностью от среднеотраслевой по данным Росстата («+» – превышение среднеотраслевых данных; «-» – превышение данных государственных предприятий).

⁹ Отклонение рентабельности предприятий с государственной собственностью от среднеотраслевой по данным ФНС России («+» – превышение среднеотраслевых данных; «-» – превышение данных государственных предприятий).

| Отрасль | | Годы | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------|--------|------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|-----------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|
| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | Среднее | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | Среднее |
| | | Рентабельность активов | | | | | | | | Рентабельность продаж | | | | | | | |
| Торговля и общепит | Откл 1 | -0,054 | -0,02 | -0,089 | -0,093 | -0,045 | 0,103 | 0,023 | -0,025 | 0,018 | 0,018 | 0,006 | 0,005 | 0,046 | 0,061 | 0,104 | 0,037 |
| | Откл 2 | -0,039 | -0,062 | -0,117 | -0,072 | -0,031 | 0,122 | 0,061 | -0,020 | 0,081 | 0,066 | 0,066 | 0,038 | 0,097 | 0,112 | 0,097 | 0,080 |
| | Откл 3 | -0,055 | -0,066 | -0,129 | -0,071 | -0,033 | 0,126 | - | -0,038 | 0,095 | 0,073 | 0,075 | 0,05 | 0,106 | 0,128 | - | 0,088 |
| Строительство | Откл 1 | 0,071 | 0,065 | 0,057 | 0,033 | 0,024 | 0,039 | 0,036 | 0,046 | 0,008 | -0,005 | 0,017 | 0,017 | 0,061 | 0,027 | -0,009 | 0,017 |
| | Откл 2 | 0,019 | -0,015 | -0,012 | 0,041 | 0,056 | 0,012 | 0,039 | 0,020 | 0,016 | -0,002 | 0,022 | 0,044 | 0,044 | 0,052 | 0,019 | 0,034 |
| | Откл 3 | 0,014 | -0,017 | -0,005 | 0,044 | 0,047 | 0,017 | - | 0,017 | 0,021 | 0,003 | 0,035 | 0,06 | 0,06 | 0,077 | - | 0,050 |
| Транспорт и связь | Откл 1 | 0,191 | 0,158 | 0,117 | 0,09 | 0,062 | 0,073 | 0 | 0,099 | 0,139 | 0,104 | 0,245 | 0,16 | 0,161 | 0,101 | 0,095 | 0,144 |
| | Откл 2 | 0,113 | 0,105 | 0,083 | 0,095 | 0,086 | 0,045 | 0,013 | 0,077 | 0,233 | 0,191 | 0,322 | 0,254 | 0,261 | 0,172 | 0,139 | 0,225 |
| | Откл 3 | 0,1 | 0,093 | 0,081 | 0,096 | 0,083 | 0,043 | - | 0,083 | 0,225 | 0,197 | 0,317 | 0,261 | 0,264 | 0,186 | - | 0,242 |
| Сельское хозяйство | Откл 1 | 0,049 | 0,080 | 0,081 | 0,051 | 0,063 | 0,087 | 0,066 | 0,068 | 0,087 | 0,150 | 0,192 | 0,147 | 0,144 | 0,091 | 0,147 | 0,137 |
| | Откл 2 | 0,038 | 0,058 | 0,071 | 0,062 | 0,09 | 0,081 | 0,062 | 0,066 | 0,149 | 0,214 | 0,227 | 0,204 | 0,217 | 0,132 | 0,193 | 0,191 |
| | Откл 3 | 0,038 | 0,059 | 0,074 | 0,064 | 0,095 | 0,084 | - | 0,069 | 0,157 | 0,216 | 0,235 | 0,210 | 0,229 | 0,144 | - | 0,199 |

3-й этап. Оценка стоимости объекта оценки с использованием трех общепринятых подходов

С учетом того, что в статье мы рассматриваем два объекта оценки, принципиально, отличающиеся друг от друга: бизнес с долей участия государства и имущественный комплекс государственного предприятия, то рассмотрим применение подходов к оценке этих объектов отдельно.

Сначала рассмотрим сущность трех общепринятых подходов к оценке объектов оценки.

Доходный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки (п. 13 ФСО №1).

Сравнительный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними (п. 14 ФСО №1).

Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом его износа (п.15 ФСО №1). С учетом специфики указанных объектов оценки (бизнес и имущественный комплекс предприятия) основными подходами к оценке стоимости бизнеса являются доходный и сравнительный, а для оценки имущественного комплекса применяется затратный подход. Исходя из этих особенностей, рассмотрим применение подходов к оценке для соответствующих объектов оценки.

Для оценки стоимости бизнеса

В рамках применения доходного подхода к оценке бизнеса выделяют два метода оценки: метод капитализации дохода и дисконтированных денежных потоков. В подавляющем большинстве случаев на практике применяется метод дисконтированных денежных потоков, который учитывает нестабильность формирования денежных потоков в будущем. Основными параметрами модели при формировании стоимости бизнеса этим методом выступают денежный поток и ставка дисконтирования. Необходимо учесть особенности формирования этих параметров для оценки бизнеса с долей участия государства. К ним относятся:

- учет при формировании величины денежного потока обременений приватизируемого имущества в соответствии со ст. 31 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества»; наличия ограничений по

проведению дивидендной политики акционерного общества, акции которого находятся в федеральной собственности; наличия льгот в области налогообложения, финансирования (в том числе кредитования) и т.п.;

- учет при формировании величины денежного потока или ставки дисконтирования специального права («золотая акция») для ОАО;
- в случае оценки в течение трех лет после приватизации, наличие дополнительных рисков для кредиторов и финансово-хозяйственной деятельности общества с ограниченной ответственностью в соответствии с требованиями ст. 37 ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества»;
- учет при формировании величины рисков, и соответственно, ставки дисконтирования для оценки бизнеса, прав участников при принятии решений в государственном ООО с учетом требований к уставу (т.е. учет при формировании стоимости государственного общества с ограниченной ответственностью уровня корпоративного управления);
- с учетом результатов расчета показателей рентабельности, представленных в табл. 7-9, можно утверждать наличие более низких показателей для государственных предприятий по сравнению с предприятиями с частной формой собственности, что свидетельствует о необходимости дополнительного исследования рисков бизнеса с долей участия государства и их учета при расчете денежных потоков или ставки дисконтирования.

При применении сравнительного подхода в оценке бизнеса оценщик в качестве основного критерия отбора аналога оцениваемого бизнеса использует отраслевое сходство. В рамках применения сравнительного подхода к оценке бизнеса с государственным участием необходимо учесть особенности отбора аналогов не только по отраслевому признаку, но и по форме собственности. Кроме того, с учетом особенностей дивидендной политики государственного акционерного общества, которая имеет по сути дела сходство с выплатами по привилегированным акциям, что создает предпосылки для определения величины чистой прибыли для расчетов за вычетом 25% обязательных к выплате в виде дивидендов, что в свою очередь оказывает влияние на формирование доходных финансовых мультипликаторов в части чистой прибыли для ОАО.

Для оценки стоимости имущественного комплекса предприятия

При оценке стоимости имущественного комплекса предприятия, как уже было указано, применяется затратный подход в оценке. В рамках его применения, необходимо учесть обременения приватизируемого имущества в соответствии со ст. 31 ФЗ «О приватиза-

ции государственного и муниципального имущества» в части наличия публичного сервитута¹⁰.

4-й этап. Согласование результатов оценки

Согласование результатов оценки стоимости заключается в обобщении всей информации, проверке логических допущений и суждений, синтезе оценочных стоимостей, полученных с использованием трех подходов, в единое окончательное заключение об оценочной стоимости объекта – итоговую величину стоимости объекта (см. пп. 6 и 24 ФСО №1).

По нашему мнению эта процедура, не имеет существенных отличий от существующих методик выбора весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки. Однако результаты оценки мажоритарных или миноритарных долей в уставном капитале общества должны быть проверены:

- на наличие специального права «золотая акция» для открытых акционерных обществ;
- на наличие возможных последствий при учете требований к уставу государственного общества с ограниченной ответственностью.

При наличии указанных факторов, при согласовании результатов оценки может возникнуть необходимость применения скидок за неконтрольный характер или низкую ликвидность.

5-й этап. Подготовка отчета об оценке

Отчет об оценке – итоговый документ, предоставляемый оценщиком заказчику и содержащий заключение об оценочной стоимости объекта (подробное описание требований к отчету можно найти в ст. 11 ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ», а также в федеральном стандарте оценки №3, утвержденном приказом Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. №254 «Требования к отчету об оценке (ФСО N 3)»).

При формировании данного документа следует учитывать необходимость прохождения экспертизы отчета об оценке в Росимуществе. Это обстоятельство, с одной стороны, должно свидетельствовать о высоком качестве отчета, но с другой стороны, – о продолжительном времени получения результатов оценки в связи с проведением формальных процедур экспертизы.

Таким образом, приведенный в статье анализ проблем корпоративного управления и особенностей формирования стоимости бизнеса с долей участия государства и имущественных комплексов государственных предприятий дал возможность сформировать методику их оценки, которая учитывает указанные отличия.

Рассмотренные особенности и методика позволят собственникам принимать более подготовленные управленческие решения, а оценщикам более качественно провести анализ и оценку стоимости бизнеса или имущественного комплекса государственного предприятия, что будет

способствовать улучшению качества отчетов об оценке таких объектов.

Литература

1. О государственной программе приватизации государственных и муниципальных предприятий в РФ [Электронный ресурс] : указ Президента РФ от 24 дек. 1993 г. №2284 (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Об основных положениях государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в РФ после 1 июля 1994 г. [Электронный ресурс] : указ Президента РФ от 22 июля 1994 г. №1535 (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Об акционерных обществах [Электронный ресурс] : федер. закон от 26 дек.1995 г. №208-ФЗ (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Об обществах с ограниченной ответственностью [Электронный ресурс] : федер. закон от 8 февр. 1998 г. №14-ФЗ (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
5. Об оценочной деятельности в РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
6. О приватизации государственного и муниципального имущества [Электронный ресурс] : федер. закон от 21 дек. 2001 г. №178-ФЗ (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
7. О Счетной палате РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 11 янв. 1995 г. №4-ФЗ (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
8. Об управлении находящимися в федеральной собственности акциями акционерных обществ и использовании специального права на участие РФ в управлении акционерными обществами («золотой акции») [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 3 дек. 2004 г. №738. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
9. О Федеральном агентстве по управлению государственным имуществом [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 5 июня 2008 г. №462 (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
10. О совершенствовании учета федерального имущества [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 16 июля 2007 г. №447 (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
11. Об управлении находящимися в собственности РФ долями в обществах с ограниченной ответственностью, созданных в процессе приватизации [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 27 янв. 2012 г. №34. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
12. Об утверждении Федерального стандарта оценки №1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО №1)» [Электронный ресурс] : приказ М-ва экономического развития РФ от 20 июля 2007 г. №256 (с изм. и доп.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
13. Об утверждении примерного устава общества с ограниченной ответственностью, доля в уставном капитале которого находится в собственности РФ [Электронный ресурс] : приказ М-ва экономического развития РФ от 25 июня 2012 г. №347. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
14. Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок [Электронный ресурс] : приказ Федер. налоговой службы РФ от 30 мая 2007 г. №ММ-3-06/333@ (ред. от 10 мая 2012 г.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
15. Об утверждении прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества и основные направления приватизации федерального имущества на 2011-2013 гг. [Электронный ресурс] : распоряжение Правительства РФ от 27 нояб. 2010 г. №2102-р. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

¹⁰ Публичным сервитутом может являться обязанность собственника допускать ограниченное использование приватизированного государственного или муниципального имущества (в том числе земельных участков и других объектов недвижимости) иными лицами, а именно: обеспечивать беспрепятственный доступ, проход, проезд; обеспечивать возможность размещения межевых, геодезических и иных знаков; обеспечивать возможность прокладки и использования линий электропередачи, связи и трубопроводов, централизованных систем горячего водоснабжения, холодного водоснабжения и (или) водоотведения, систем и мелиорации (ст. 31 п. 3 пп. 3) ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества»).

16. Об утверждении прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества и основных направлений приватизации федерального имущества на 2014-2016 гг. [Электронный ресурс] : распоряжение Правительства РФ от 1 июля 2013 г. №1111-р. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
17. Распоряжение Правительства РФ от 29 мая 2006 г. №774-р. [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
18. О внесении изменений в распоряжение Правительства РФ от 29 мая 2006 г. №774-р [Электронный ресурс] : распоряжение Правительства РФ от 12 нояб. 2012 г. №2083-р. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
19. Распоряжение Правительства РФ от 23 янв. 2003 г. №91-р (с изм. и доп.) [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
20. О Концепции управления федеральным имуществом на период до 2018 г. [Электронный ресурс] : проект постановления Правительства РФ. URL: http://www.economy.gov.ru/minec/about/structure/depreal/doc20121030_02
21. Ломадзе В.Б. Совершенствование управления государственной собственностью в современной российской экономике : на примере государственных предприятий [Текст] : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / В.Б. Ломадзе ; Рос. заоч. ин-т текстил. и лег. пром-сти. – М., 2005.
22. Сатаев С.Б. Развитие региональной системы управления предприятиями государственного сектора экономики : на примере Республики Калмыкия [Текст] : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / С.Б. Сатаев ; Гос. ун-т упр. – М., 2005.
23. Смирнова М.Ю. Управление предпринимательской деятельностью федеральных государственных унитарных предприятий [Текст] : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / М.Ю. Смирнова; С.-Петерб. гос. инженер.-эконом. ун. – СПб., 2003.
24. Федотов А.В. Институциональные особенности государственных предприятий [Текст] : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : 08.00.01 / А.В. Федотов ; Моск. гос. ун-т им. М.В. Ломоносова. – М., 2005.
25. Беликов И.В. Директивы в компаниях с госучастием: за и против (по результатам проведенного исследования практики использования директив представителями интересов Российской Федерации в компаниях с госучастием) [Текст] / И.В. Беликов // Актуальные проблемы управления государственной собственностью : мат-лы конф. / Москва, Торгово-промышленная палата, 14 июня 2013 г. – М., 2013.
26. Старченко Н.В. Анализ итогов «малой» приватизации 2010-2013 годов [Текст] / Н.В. Старченко // Актуальные проблемы управления государственной собственностью : мат-лы конф. / Москва, Торгово-промышленная палата, 14 июня 2013 г. – М., 2013.
27. Звороно А.Ф. Проблемы трансформации имущественного комплекса государственных унитарных предприятий [Текст] / А.Ф. Звороно // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – №3.
28. Косорукова И.В. Бизнес и имущественный комплекс как объекты гражданских прав и объекты оценки [Текст] / И.В. Косорукова // Аудит и финансовый анализ. – 2011. – №5. – С. 337-341.
29. Российский статистический ежегодник [Электронный ресурс] : 2013 : стат. сб. / Росстат. – М., 2013. – 717 с. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135087342078
30. Федеральное агентство по управлению государственным имуществом [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.rosim.ru/>

Косорукова Ирина Вячеславовна

Шуклина Мария Александровна

Ключевые слова

Стоимость; государственное предприятие (предприятие с долей участия государства); корпоративное управление.

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы. Продолжающийся процесс приватизации российских предприятий и отсутствие общепринятой методики оценки стоимости государственных предприятий обуславливает актуальность темы статьи.

Научная новизна и практическая значимость. В статье разработана методика оценки стоимости бизнеса с долей участия государства, позволяющая более обоснованно осуществлять оценку его стоимости. В основе методики лежит учет особенностей, присущих российским государственным предприятиям с точки зрения корпоративного управления и, на каждом этапе процесса оценки: формирования задания на оценку, включающего идентификацию объекта оценки, цель и задачу оценки; сбора и обработки информации; выбора подходов и методов к оценке; согласования результатов оценки; подготовки отчета об оценке.

Раскрыты особенности формирования стоимости бизнеса с долей участия государства, обусловленные:

- задачей оценки в виде приватизации;
- наличием отличий при идентификации объекта оценки различных организационно-правовых форм государственного предприятия и задач оценки;
- контролем со стороны Федерального агентства по управлению государственным имуществом (Росимущество) при определении величины стоимости государственного имущества;
- наличием обременений приватизируемого государственного или муниципального имущества;
- дополнительными рисками для кредиторов и финансово-хозяйственной деятельности общества с ограниченной ответственностью в ближайшие три года после приватизации;
- специального права («золотая акция») для открытых акционерных обществ;
- ограничением по проведению дивидендной политики акционерного общества, акции которого находятся в федеральной собственности;
- отличием в учредительном документе, правах участника при принятии решений в государственном обществе с ограниченной ответственностью.

Заключение: рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к публикации.

Леднев В.А., д.э.н., первый проректор Московского финансово-промышленного университета «Синергия»

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)