

Таким образом, в результате специализации и кооперации двух предприятий увеличился общий объем перерабатываемого сырья с 800 (400+400) ед. до 1200 ед., а также возрос выпуск конечной продукции с 400 (200+200) ед. до 600 ед. Заметим, что увеличение производства в 1,5 раза достигнуто на прежней технологической базе при неизменной численности работников. Следовательно, специализация и кооперация ранее конкурирующих предприятий, обусловила рост производительности труда в 1,5 раза.

Мы не можем заглянуть за стены тысяч предприятий в Беларуси и России и оценить степень их интеграции, но о том, что такая интеграция развивается свидетельствует факт удвоения объема внешней торговли Беларуси и России в период 2002-2007 гг. [2, С. 83].

Список использованных источников

1. Республика Беларусь в цифрах: 2006. Мн. 2006.
2. Беларусь в цифрах: 2007. Мн. 2007.

УДК

## **ЭФФЕКТИВНОСТЬ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В БАНКОВСКОМ СЕКТОРЕ БЕЛАРУСИ**

**М.А. Дубовик**

*УО "Белорусский государственный экономический  
университет", г. Минск, РБ*

Имеющий место в настоящее время растущий интерес иностранных инвесторов к банковской отрасли Республики Беларусь поставил вопрос об эффективности существующих методов оценки активов в сделках по слиянию и поглощению компаний. Практикуемый сейчас в Беларуси подход исходит из понятия "имущество", в то время как оно игнорирует некоторые элементы стоимости, влияющие на цену сделки и, следовательно, эффективность инвестиций для компаний инвесторов и реципиентов. Речь идет об эффекте синергии, возникающем в момент инвестирования как результат комплементарности компаний и создающем дополнительную стоимость сверх суммы отдельных стоимостей компании-инвестора и реципиента.

В условиях невысокого уровня раскрытия информации о стоимости пакетов акций, приобретаемых иностранными инвесторами в белорусских банках можно проанализировать те инвестиции, данные о которых были разглашены СМИ. К таким инвестициям относятся приобретение Банком Грузии 70% акций Белорусского народного банка в мае 2008г., инвестиции американской управляющей компании Horizon Capital в 31,5% акций Минского транзитного банка в декабре 2007г., выкуп российским Внешторгбанком доли в размере 50% в Славнефтебанке. К анализируемой выборке сделок также относятся инвестиции Внешэкономбанка в приобретение 53,2% Белвнешэкономбанка и приобретение Альфабанком 39% Межторгбанка.

В международной практике принято оценивать такие сделки с помощью коэффициентов "цена приобретения к активам", "цена приобретения к собственному капиталу", которые позволяют установить процент превышения рыночной стоимости компании, проявившейся в ее цене, по отношению к ее балансовой стоимости. Также имеют место оценки коэффициента "цена/нераспределенная прибыль за предшествующий период". Указанные коэффициенты:

- служат для оценки эффекта синергии, ожидаемой в результате инвестиций,
- являются индикатором интенсивности конкурентной борьбы инвесторов между собой,

- делают возможным сопоставление степени привлекательности тех или иных объектов инвестирования между собой,
- на этой основе позволяют косвенно судить о причине “недооценки”/“переоценки” объектов инвестирования.

Названные коэффициенты для анализируемых сделок, рассчитанные на базе стоимости активов и капитала банков на начало года, в который сделки были зарегистрированы, показаны в таблице 1.

Таблица 1 - Расчетные коэффициенты превышения цены инвестиций над балансовой оценкой банка-реципиента

| Инвестор           | Реципиент                 | Цена/балансовая стоимость активов | Цена/балансовая стоимость капитала | Цена/прибыль | Тип сделки  |
|--------------------|---------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|--------------|---|
| Внешэкономбанк     | Белвнешэкономбанк         | 0,12                              | 1,05                               | 11,81        | Продажа доли государства                              |
| Horizon Capital    | Минский транзитный банк   | 0,82                              | 3,67                               | 24,35        | Выкуп доли частных инвесторов, дополнительная эмиссия |
| ВТБ                | Славнефтебанк             | 0,26                              | 1,87                               | 8,67         | Дополнительная эмиссия                                |
| Банк Грузии        | Белорусский народный банк | 1,01                              | 2,02                               | 21,71        | Продажа доли государства                              |
| Альфабанк          | Межторгбанк               | 0,18                              | 1,28                               | 21,98        | Продажа доли НБ РБ                                    |
| Getin Holding S.A. | СОМБелБанк                | 0,32                              | 0,86                               | 7,63         |   |

Стоит отметить, что консолидация Внешэкономбанком 53,2% акций Белвнешэкономбанка осуществлялась посредством выкупа доли Национального банка Республики Беларусь в размере 33,52% уставного капитала, доли Госкомимущества - 6,66%, госпредприятий - 7,2% и доли ряда миноритарных акционеров. Таким образом, со стороны продавца в сделке выступало государство, а условия инвестирования и сам процесс согласования сделки находились под непосредственным государственным контролем. Как следует из таблицы 1, мультипликатор “цена/стоимость капитала” на данном этапе инвестиций был обеспечен на уровне 1,05, что значительно меньше, чем по другим сделкам. Такой низкий показатель можно объяснить, в том числе, “зачетом” части стоимости банка в счет погашения издержек российского инвестора на процедуры согласования инвестиций.

В мае 2008 текущего года российский Внешэкономбанк выкурил еще 20% акций Белвнешэкономбанка у частного Национального космического банка. Стоимость приобретенного пакета не раскрывалась, однако в прессе было отмечено, что она превысила цену первоначальной оферты. Таким образом, рост дополнительных издержек инвестиций Внешэкономбанка был связан с увеличением контроля над белорусским банком и неизбежной необходимостью согласования цены акций с частным инвестором.

Схожая ситуация наблюдалась в связи с продажей государственной доли в Межторгбанке российскому Альфа-банку. Основываясь на информации о планируемом объеме инвестиций, которая раскрывалась в официальных заявлениях сторон, можно рассчитать прогнозный мультипликатор “цена/стоимость капитала” на уровне 1,28.

Вхождение российского инвестора в капитал Славнефтебанка осуществлялось за счет дополнительной эмиссии, которая полностью была выкуплена банком ВТБ.

Мультипликатор к капиталу составил 1,87, при этом следует отметить, что ценность Славнефтебанка для инвестора была обеспечена высоким показателем прибыльности его работы в предшествующий период. С другой стороны, цена приобретения сдерживалась недостаточно развитой филиальной сетью Славнефтебанка, в то время как основным критерием выбора ВТБ являлось наличие многофилиальной территориальной сети.

Самое высокое значение мультипликатора (3,67) было достигнуто в сделке по приобретению 31,5% Минского транзитного банка управляющей компанией американского инвестиционного фонда Horizon Capital.

В то же время в трех крупнейших российских сделках в банковской сфере в 2007 г. мультипликаторы “стоимость/капитал” составляли 3,9, 4,3 и 4,9, в трех сделках в 2006 г. – 2,6, 3,1 и 3,4. Согласно обзору рынка слияний и поглощений в банковской сфере России за 2007 год, произведенный аналитической группой ReDeal, среднее значение мультипликатора “стоимость/активы” составляло 0,4, мультипликатора “стоимость/капитал” – 3,5, мультипликатора “стоимость/прибыль” – 22,3. В 2006 г. данные показатели равнялись соответственно 0,4 к активам, 2,5 к капиталу, 77,5 к прибыли. Это свидетельствует о том, что адекватность оценки белорусских банков иностранными инвесторами только в отдельных сделках была сравнима с оценкой российских активов.

Объективными причинами невысокой оценки белорусских банков-реципиентов стала более низкая прибыльности, оцениваемая показателями рентабельности капитала и активов по сравнению с банками соседних стран, менее ясные перспективы развития макроэкономической среды.

В то же время следует учитывать, что ценность приобретаемых активов в значительной степени зависит также от доли контроля, который иностранный инвестор получает над банком-реципиентом. По подсчетам инвестиционного банка HSBC, изучившего слияния и поглощения банков в странах СНГ и ЦВЕ, наибольшую ценность для инвестора имеет приобретение пакета акций в размере от 50 до 75%, т.е. контрольного пакета. Именно в таких сделках достигаются наиболее высокие значения мультипликаторов стоимости, как показано на рисунке.

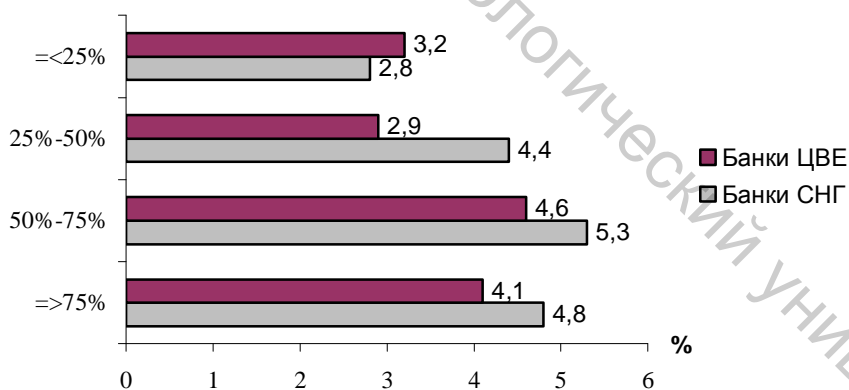


Рисунок 1 - Исторические коэффициенты цена/балансовая стоимость в случаях инвестирования в банковскую отрасль стран СНГ и ЦВЕ

Примечание. Источник: расчеты HSBC

Результаты рассмотрения сделок СиП в Беларуси позволяют утверждать, что, во-первых, выступление государства в лице его структур или контролируемых государством предприятий на стороне продавца снижает эффект мультипликации. Конечно, рассмотренные коэффициенты “цена/капитал”, “цена/активы” учитывают исключительно финансовую сторону сделки и описывают денежный выигрыш компании-реципиента или его акционеров при продаже доли компании иностранному

инвестору. Проигрывая в данном аспекте, государство при продаже контролируемых им активов имеет возможность выиграть в неценовых аспектах, связанным, например, с социальными гарантиями и гарантиями качества окружающей среды. Во-вторых, недооценка компаний-реципиентов иностранными инвесторами может являться следствием недостаточной гибкости государства как продавца активов, выступающего параллельно в роли регулятора сделки. В том случае когда причиной недополучения компанией-реципиентом, и, следовательно, экономикой иностранных инвестиций является чрезмерное государственное участие в процессах инвестирования, следует для нивелирования негативного эффекта предусматривать первоначальную передачу контроля над потенциально привлекательными для иностранных инвесторов объектами в руки частных инвесторов, так как практика показывает, что частные сделки в большей мере способствуют реализации эффекта синергии при прямом иностранном инвестировании в страну.

УДК 657.62

## **ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ БАЗОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЛЯ РАСЧЕТА УРОВНЯ СУЩЕСТВЕННОСТИ В АУДИТЕ**

***Е. Ю. Дулебо***

*УО «Витебский государственный технологический  
университет», г. Витебск, РБ*

В аудиторской практике используется принцип существенности, в соответствии с которым аудитор обязан установить достоверность бухгалтерской (финансовой) отчетности не с абсолютной точностью, а во всех существенных отношениях. Информация, представленная в отчетности, считается существенной, если ее пропуск или искажение не позволит квалифицированному пользователю на ее основе сделать правильные выводы и принять обоснованные решения. Поэтому на этапе планирования аудита определяется уровень существенности, т.е. предельное значение ошибки, начиная с которого отчетность считается недостоверной.

Существует несколько способов определения уровня существенности. В соответствии с Правилами аудиторской деятельности, утвержденными Постановлением Министерства финансов Республики Беларусь № 24 от 06.03.2001, уровень существенности следует вычислять как определенную долю от каких-либо базовых показателей: числовых значений счетов бухгалтерского учета, статей баланса или показателей бухгалтерской (финансовой) отчетности.

Перечень базовых показателей указанным документом не конкретизируется. Безусловно, в процессе выбора следует ориентироваться на степень их важности для пользователей отчетности. Однако, поскольку интересы различных пользователей могут существенно отличаться, следовательно, один и тот же показатель может иметь для них разную значимость. В связи с этим возникает проблема определения единой базы для расчета уровня существенности. Для ее решения Управлением аудита Министерства финансов Республики Беларусь разработаны рекомендации по определению уровня существенности, где отмечается, что при выборе единой базы для различных пользователей следует пользоваться показателями, которые наименее подвержены рискам отраслевого и общеэкономического характера и (или) наиболее предсказуемы в деятельности проверяемого субъекта. В качестве примера в рекомендациях приводятся такие базовые показатели, как балансовая прибыль (убыток), собственный капитал, выручка (без НДС), валюта баланса, общие расходы.