

Собственник



Главный редактор

Л. Нусупбаева

Редактор

К. Паталахина

Помощник редактора

О. Перекрестова

Отдел подписки

А. Киященко

Верстка

Л. Адонина

Корректор

Н. Григорьева

Подписка принимается  
в пунктах подписки по каталогам:

«Казпочта», «Эврика пресс»,

«Евразия пресс», «Kaz Press».

Подписные индексы – 25788; 75788; 75120;

75511; 75514; 75119; 75559

Региональные дилеры:

г. Аксай, тел. (7113) 334442

г. Актобе, тел. (7132) 542837; 578438

г. Караганда, тел. (7212) 493350; 493935; 437087

г. Кокшетау, тел. (7162) 254090

г. Павлодар, тел. (7182) 321585

г. Петропавловск, тел. (7152) 464093

г. Уральск, тел. (7112) 508805

г. Усть-Каменогорск, тел. (7232) 767451; 522940

г. Шымкент, тел. (7252) 558279

г. Экибастуз, тел. (7187) 755554

Вопросы в адрес редакции направляйте  
по e-mail: [vivat.fip@alnet.kz](mailto:vivat.fip@alnet.kz)

[www.vivatpress.kz](http://www.vivatpress.kz).

Адрес редакции:

050060, г. Алматы,

ул. Тимирязева, д. 80, офис 19

Тел. (727) 2753601; факс: (727) 2740463

Журнал зарегистрирован  
в Министерстве культуры и информации

Республики Казахстан

Свидетельство № 8390-Ж от 08.06.2007 г.

Мнение авторов не всегда отражает точку  
зрения редакции. Перепечатка материалов,

опубликованных в журнале, допускается

с письменного разрешения редакции.

Ссылка на журнал обязательна.

Ответственность за достоверность

фактов и сведений, содержащихся

в публикациях, несет автор.

Объем 1,5 п. л., формат 60x84/8. Тираж 2000 экз.

Отпечатано в ТОО «VIVAT PRESS»

ул. Тимирязева, д. 80, офис 19

# БЮЛЛЕТЕНЬ

---

## Финансы и право

---

ВЫПУСК № 27 (485)  
28 июня – 4 июля 2010 г.

---

### СОДЕРЖАНИЕ:

- XII- Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций (постановления Правления)**
- XII-0031 Об утверждении Правил о методике расчета ставки обязательных, дополнительных взносов и условных обязательств, порядке и сроках уплаты обязательных, дополнительных и чрезвычайных взносов, формирования и учета условных обязательств страховыми организациями – участниками Фонда гарантирования страховых выплат** стр. 2
- XVII- Министерство туризма и спорта Республики Казахстан (приказы)**
- XVII-0001 Об утверждении перечня и форм документов, подтверждающих соответствие организатора игорного бизнеса квалификационным требованиям** стр. 8
- R- разъяснения, комментарии, вопросы-ответы, ситуации, консультации специалистов**
- R-1636 Относительно уплаты НДС организациями, осуществляющими переработку сельскохозяйственного сырья** стр. 11
- R-1637 Относительно применения части 2 статьи 210 КоАП РК** стр. 12
- R-1638 М. Жумабаева «Проблемы оценки рыночной стоимости капитала»** стр. 14
- R-1639 Г. Мурзахметова «О предоставлении информации о состоянии индивидуальных пенсионных счетов вкладчиков»** стр. 16



### R-1638 Проблемы оценки рыночной стоимости капитала

Мырзабике Жумабаева, кандидат экономических наук,  
доцент Международной Академии Бизнеса

В процессе рыночных преобразований в Казахстане появилась насущная необходимость в определении обоснованной стоимости сложных объектов, которые сами по себе чаще всего не обращаются на рынке. Речь идет о действующих предприятиях. Однако сложность заключается в том, что, во-первых, многие предприятия имеют в своем составе уникальные специализированные активы, сделки с которыми на открытом рынке никогда не осуществлялись (поскольку эти активы были изготовлены специально для их функционирования в составе определенного производственного цикла). Во-вторых, если отдельные активы, из которых состоит имущество предприятия, то весь имущественный комплекс предприятия оценить только исходя из данных по себестоимости приобретения, то весь имущественный комплекс предприятия оценить только исходя из данных о суммарной стоимости его отдельных активов чаще всего не представляется возможным. Во-первых, практически полностью отсутствует информация о сделках с крупными пакетами акций предприятий, во-вторых, не все активы оценены по рыночной стоимости, и в-третьих, инвентаризация имущества на предприятиях (особенно крупных) чаще всего оставляет желать лучшего. Последнее обстоятельство обусловлено недостатками как в системе бухгалтерского учета, так и методического характера (нерегулярная переоценка фондов, неадекватность методологической базы для отражения высокотехнологичных активов, таких как патенты, программное обеспечение, лицензии и т.п.)

При поэтапной оценке всех активов предприятия по рыночной стоимости особое внимание уделяется оценке нематериальных активов, так как, с одной стороны, процедуры их оценки являются наименее разработанными, с другой стороны, данная проблематика в настоящее время является актуальной в Казахстане.

Совокупность нематериальных активов, в широком смысле описываемых как гудвилл и другие нематериальные активы (НМА), может быть разбита на три категории:

нематериальные активы, не отделенные от предприятия, – наличие обученного персонала, наличие клиентуры, достижения в области рекламы и продвижения своей продукции, преодоленные стартовые трудности, преимущества территориального расположения, не являющиеся характеристикой собственно объекта недвижимости, занимаемого предприятием, репутация предприятия;

нематериальные активы, не отделенные от индивидуума, – личная репутация работников или владельцев предприятия, их личные профессиональные качества, включая ноу-хау, и т.п.;

нематериальные активы, которые в принципе могут быть отделены как от предприятия, так и от индивидуума – товарные знаки, секретные методы и технологии, авторские права, патенты, лицензии, франшизы, чертежи и шаблоны, архивы и т.п.

Помимо степени отделенности от предприятия перечисленные типы нематериальных активов различаются по следующим характеристикам: установивший или неустановивший срок службы, возможность/невозможность индивидуальной/групповой идентификации.

Для адекватной оценки стоимости нематериальных активов сначала необходимо осуществить их видовую классификацию с описанием функционального назначения каждого из видов НМА. После этого в соответствии с выявленными особенностями можно производить оценку их стоимости.

В отличие от оценки нематериальных активов, процедура оценки основных средств и незавершенного строительства в настоящее время является наиболее проработанной темой.

Недостаточно разработанной представляется процедура оценки ликвидационной стоимости активов. Как уже отмечалось выше, в ряде случаев при возбуждении процедуры банкротства после выверки пассивов и активов предприятия и установления очереди кредиторов возникает необходимость определения ликвидационной стоимости, то есть стоимости, по которой в относительно короткие сроки может быть реализовано имущество ликвидируемого предприятия-банкрота. Эта стоимость обычно меньше рыночной стоимости из-за влияния трех факторов: ограниченности времени продажи, расходов, обусловленных реализацией активов, и вынужденности продажи – психологического аспекта, воздействующего на инициативу покупателей. Реально представляется возможным оценить величину воздействия фактора ограничения времени продажи, а также ликвидационных расходов и невозможным – воздействие фактора вынужденной продажи. Поэтому при определении реальной ликвидационной стоимости следует сначала аналитически оценить ее верхнюю границу (т.е. ликвидационную стоимость без учета скидки, обусловленной вынужденностью продажи), после чего экспертным путем сделать скидку на фактор вынужденной продажи.

Рассмотрим далее особенности взаимосвязи оценки активов и обязательств действующего предприятия. Традиционно стоимость акционерного капитала определялась как разница между стоимостью активов компании и номиналом ее суммарных обязательств, т.е. это означало, что по сути акционерам принадлежит лишь часть активов, остающаяся после удовлетворения требований более приоритетных инвесторов в активы предприятия (кредиторов). Такая формулировка хороша до тех пор, пока стоимость активов компа-

### КОНСУЛЬТИРУЕТ СПЕЦИАЛИСТ

нии намного превышает номинальный размер ее обязательств. Если же стоимость обязательств становится сопоставимой со стоимостью активов, традиционная трактовка стоимости акционерного капитала начинает давать сбой. В самом деле, предположим, что размер обязательств компании (ее номинальная стоимость) составляет  $D_n$ , а стоимость активов –  $A$ . В ситуации, когда  $(A - D_n) \times 0$ , стоимость акционерного капитала (СК) также будет = 0 (если руководствоваться вышеприведенным «линейным» определением стоимости СК). Однако на практике акционерный капитал в этой ситуации будет иметь отличную от нуля стоимость. Этому может быть дано несколько объяснений.

Во-первых, управление активами компании (пусть даже целиком принадлежащими кредиторам) юридически и экономически осуществляется акционерами (по крайней мере, до введения внешнего или арбитражного управления), а право такого управления имеет свою стоимость.

Во-вторых, обязательства компании, как правило, не подлежат сиюминутному удовлетворению, а имеют отсрочку исполнения. Поэтому текущая рыночная стоимость обязательств, по которой не начисляются проценты и имеющих отсрочку исполнения, будет всегда ниже их номинальной стоимости, и чем больше отсрочка исполнения, тем ниже будет цена (здесь ценообразование абсолютно идентично облигациям – при большем сроке до погашения возрастают риск дефолта и инфляционный риск, из-за чего стоимость облигации снижается). Таким образом, разница между номинальной и рыночной стоимостями обязательств компании является прибавкой (в форме аванса) к рыночной стоимости акционерного капитала.

В-третьих, возможность превышения в будущем  $D_n$  над  $A$  никоим образом не влияет на снижение стоимости СК, поскольку значение последнего не может стать ниже нуля. Наоборот, возможность превышения стоимости активов  $A$  над номинальной стоимостью обязательств  $D_n$  сразу же приводит к повышению стоимости СК на величину, равную произведению вероятности такого повышения (полностью исключить которую практически невозможно) и величины изменения стоимости активов (при таком утверждении предполагается, что номинальная стоимость обязательств не превышает стоимость активов). Например, пусть стоимость активов компании равна 100 денежных единиц, номинальная стоимость обязательств – также 100 д.е. Пусть также известно, что стоимость данных активов колеблется в интервале  $100 \pm 5\%$  с равновероятными исходами. Тогда в ближайшем будущем стоимость активов может стать равной 95 или 105 д.е. (т.е. математическое ожидание стоимости активов равно 100 д.е.). В первом случае стоимость акционерного капитала СК будет равна нулю ( $95 - 100 = -5 = 0$ , т.к. отрицательные значения невозможны), во втором случае – +5 д.е. ( $105 - 100 = 5$ ). Значит, математическое ожидание стоимости акционерного капитала при этих исходах будет равно:  $0,5 \times 0 + 0,5 \times 5 = 2,5$  д.е. Естественно, при таком исходе требуется сделать одну из двух возможных корректировок: корректировку размера обязательств (при неизменной стоимости активов), снизив их со 100 до 97,5, либо (при неизменной стоимости обязательств) повысить стоимость активов до 102,5. Представляется, что первый подход является более правильным, поскольку стоимость активов, являющихся источником выплат по обязательствам, задается рынком.

Учитывая последний из трех вышеприведенных аргументов отрицательной рыночной стоимости акционерного капитала, можно сделать вывод о том, что не только рыночная стоимость беспроцентных обязательств (как это отмечалось выше в «во-вторых»), но и рыночная стоимость процентных обязательств также может отличаться от номинальной стоимости.

Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод о том, что методика определения рыночной стоимости акционерного капитала естественным образом отличается от методики определения бухгалтерской стоимости акционерного капитала (вспоминается различие бухгалтерской и экономической прибыли).

По мнению автора, «узким местом» затратного подхода является отсутствие методических рекомендаций по учету забалансовых статей имущества. С одной стороны, такая ситуация объясняется предельно просто: затратный подход учитывает только имущество, принадлежащее предприятию, а арендованное имущество таковым не является. С другой стороны, идеология затратного подхода предполагает выявление всех неучтенных активов предприятия. Если предприятие пользуется каким-либо арендованным оборудованием, то методы оценки должны это учитывать. Доходный подход учитывает этот аспект. Поэтому для сопоставимости результатов оценки, полученных различными подходами, имущество, передаваемое по лизингу, также должно учитываться затратным подходом. В этой связи автор предлагает при практической реализации учета забалансовых статей использовать один из двух методов: а) прибавлять к стоимости акционерного капитала, полученной без учета забалансовых статей, стоимость оборудования, передаваемого по лизингу, за минусом приведенной стоимости оставшихся лизинговых платежей, б) прибавлять к стоимости акционерного капитала, полученной без учета забалансовых статей, суммарную величину оплаченной части стоимости оборудования. В обоих случаях при учете «лизинговой» стоимости следует дополнительно учесть характер конкретного лизингового соглашения: будет ли оборудование полностью выкуплено, нет ли срывов договорных обязательств и т.п. В случае наличия рисков расторжения лизингового соглашения со стороны владельца оборудования к полученному значению «лизинговой» стоимости следует применить дисконт вплоть до 100%.