

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

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

Мерхобие Жумабаева, кандидат экономических наук,  
дочернт Меркүрүчүрөдүй Адамови Бизнеска

В процессе рыночных преобразований в Казахстане повлиять на существование необходимости в определении обремененной стоимости сложных объектов, которые сами по себе чаще всего не обращаются на рынке. Речь идет о деактивированных 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 изготвлены специально для их функционирования в составе определенного производственного цикла). Во вторых, если отделить активы, из которых состоит имущество предприятия, можно оценить исходя из данных по сделкам с их аналогами, либо по способности 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 предприятия, во вторых, все активы отражены по рыночной стоимости и в-третьих, инвентаризация имущества на предприятии (особенно крупный) чаще всего остается 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 подлинной оценке всех активов предприятия по рыночной стоимости особое внимание уделяется оценке неактивных 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 неактивных активов, в широком смысле понимаемых как деактив и другие неактивные активы (НМА), может быть разбита на три категории:

Неактивные активы – не отделены от предприятия – наличие обремененного персонала, наличие или отсутствие достижений в области рекламы и продвижения своей продукции, предоплаченные стартовые труднотности преимуществ территориального расположения, не являющиеся характеристической собственностью объекта недвижимости, значимого предприятия, репутация предприятия.

Неактивные активы, не отделены от индивидуума – личная репутация работников или владельцев, принадлежность их личные профессиональные качества, включая ноу-хау и т.п.

Неактивные 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.

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

Для адекватной оценки стоимости неактивных активов сначала необходимо осуществить их видовой классификацию с описанием функционального назначения каждого из видов НМА. После этого в соответствии с выведенными особенностями можно проводить оценку их стоимости.

В отличие от оценки неактивных 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 проверки паспивов и активов предприятия и установления очереди кредиторов возникает необходимость определения ликвидационной стоимости, то есть стоимости, по которой в отношении короткого срока может быть реализовано имущество ликвидируемого предприятия банкрота. Эта стоимость обычно меньше рыночной стоимости из-за влияния трех факторов: ограниченности времени продажи раскладов, обусловленных реализацией активов и вынужденности продажи – психологического аспекта, воздействующего на инцидентную популяцию. Реально представляется возможным оценить величину воздействия фактора ограничения времени продажи, а также ликвидационных раскладов и невозможности – воздействием фактора вынужденности 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 вынужденности продажи.

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

## КОНСУЛЬТИРУЕТ СПЕЦИАЛИСТ

ни небольшого превышает номинальный размер ее обязательства. Если же стоимость обязательств становится сопоставимой со стоимостью активов, традиционная трактовка стоимости акционерного капитала не имеет смысла. Давать совет. В самом деле предположим, что размер обязательства компании (ее номинальная стоимость) составляет Дп, а стоимость активов – А. В ситуации, когда (А – Дп) < 0, стоимость акционерного капитала (СК) также будет = 0 (если руководствоваться вышеприведенными «техническими» определениями стоимости СК). Однако на практике акционерный капитал в этой ситуации будет иметь отличия от нуля стоимости. Этому может быть дано несколько объяснений.

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

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

В-третьих, возможность превышения в будущем Дп над А никоим образом не влияет на снижение стоимости СК, поскольку значение последнего не может стать нулем. Наоборот, возможность превышения стоимости активов А над номинальной стоимостью обязательств Дп 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 денежным единицам, номинальная стоимость обязательства – также 100 д.е. Пусть также известно, что стоимость данных активов колеблется в интервале 100 +/- 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 д.е.), 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 x 0 + 0,5 x 5 = 2,5 д.е. Естественно, при таком исходе требуется сделать одну из двух возможных корректировок корректировку размера обязательства (при неизменной стоимости активов), снижая 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 выплаты по обязательству, задается рынком.

Учитывая последние из трех вышеприведенных аргументов нестрогой 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 (вспомогательным образом отнимается от методики определения бухгалтерской стоимости автора, «ужих 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 неотчетных 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 лицензу, 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 лицензу, за минусом приведенной стоимости оставшихся лицензионных платежей; б) прибавлять к стоимости акционерного капитала, полученной без учета забалансовых статей, сумму затрат, величину оптимальной части стоимости оборудования. В обоих случаях при учете лицензионной стоимости следует дополнительно учесть характер конкретного лицензионного соглашения: будет ли оборудование полностью выкуплено, нет ли сроков договорных обязательств и т.п. В случае наличия рисков расторжения лицензионного соглашения со стороны владельца оборудования к полученному значению лицензий стоимость следует применять дисконт вплоть до 100%.