

Проблемы теории и практики оценки стоимости предприятий в Кыргызской Республике

С момента становления и развития Кыргызской Республики в качестве независимого суверенного государства в 1991 году и по настоящее время в стране идут процессы рыночных преобразований, направленные на реформирование всего хозяйственного механизма страны. Вследствие проведения приватизации на начальном этапе реформ, сыгравшей ключевую роль в демонополизации кыргызской экономики, в стране до сих пор продолжается формирование класса независимых собственников предприятий и фирм. Переход Кыргызстана к рыночной экономике потребовал углубленного развития ряда новых областей науки и практики. Процесс приватизации, возникновение фондового рынка, развитие системы страхования, переход коммерческих банков к выдаче кредитов под залог имущества формируют потребность в новой услуге – оценке стоимости предприятия, определении рыночной стоимости его капитала. Назрела необходимость переложения фундаментальных трудов этого научного направления в практическую плоскость и адаптации существующих теоретических разработок в области определения стоимости бизнеса к практической деятельности оценщиков в условиях только формирующегося еще в республике рынка оказания профессиональных услуг.

Одной из насущных проблем в этом плане является неудовлетворенная потребность в определении рыночной стоимости капитала предприятий. Потребность в определении рыночной стоимости предприятия не исчерпывается операциями купли-продажи. Главная цель большинства фирм – максимально увеличивать благосостояние акционеров. Эта цель, очевидно, отвечает интересам последних, но ее достижение позволяет также гарантировать, что ограниченные финансовые ресурсы распределяются эффективно, что выгодно

и с общеэкономической точки зрения. В условиях переходной экономики определение рыночной стоимости предприятия способствует его подготовке к борьбе за выживание на конкурентном рынке, дает реалистичное представление о потенциальных возможностях предприятия. Процесс оценки бизнеса предприятия служит основанием для выработки ее стратегии. Он выявляет альтернативные подходы и определяет, какой из них обеспечит компании максимальную эффективность, а, следовательно, и более высокую рыночную цену.

Капитал предприятия – товар уникальный и сложный по составу; его стоимость в значительной мере определяют конкретные факторы. Поэтому необходима комплексная оценка капитала с учетом всех соответствующих внутренних и внешних условий его развития. Стоимость капитала – это ключевой элемент во всех решениях финансового менеджмента и определяющий фактор при оценке бизнеса компании. Правильно подобранная модель оценки стоимости капитала обеспечивает возможность более глубокого анализа источников стоимости предприятия. В современной теории и практике финансового менеджмента применяются различные модели оценки стоимости капитала предприятия: модель средневзвешенной стоимости капитала (*WACC*) – для определения стоимости всего инвестированного в фирму капитала (собственного и заемного), модель ценообразования капитальных активов (*CAPM*), модель постоянного роста дивидендов (метод *DCF*) и метод сложения доходности облигаций и премии за риск – для оценки стоимости собственного капитала.

С целью объективного проведения оценки стоимости предприятия мы в качестве объекта исследования определили Открытое акционерное общество «Майлуу–Сууйский электроламповый завод» – крупнейший в Центрально-Азиатском регионе завод по производству более 100 типов электрических ламп накаливания для помещений, светильников, холодильников, швейных машин, автотранспортных средств, ночной рекламы, иллюминаций. ОАО «МС ЭЛЗ» специализируется в основном на производстве электрических ламп накаливания, их выпуск в общем объеме производства составляет более 90%. Предприятие выпускает в среднем 24–25 миллионов ламп на общую сумму около 80 миллионов сомов в месяц.

Продукция ОАО «МС ЭЛЗ сертифицирована Государственной инспекцией по стандартизации и метрологии при Правительстве Кыргызской Республики (Кыргызстандарт), удостоверяющий, что система качества соответствует требованиям международного стандарта ИСО 9001:2000. Имеется международный сертификат качества, выданный в мае 2002 года фирмой “КЕМА” подтверждающий соответствие системы управления качеством международному стандарту серии ИСО 9001–2000.

На основе проведения ряда предварительных исследований и анализов, мы пришли к выводу, что при оценке предприятия наиболее приемлем затратный подход. Такой вывод сделан нами, исходя из следующих заключений. Использование сравнительного подхода в расчетах невозможно, так как в связи с неразвитостью фондового рынка в Кыргызской Республике отсутствует открытая достоверная информация о предприятиях-аналогах, позволяющая определить стоимость предприятия данным подходом. Использование доходного подхода, не приемлемо, так как, во-первых, производится оценка действующего предприятия при существующем использовании, а по итогам последних отчетных периодов, оно имеет убыток. Во-вторых, прогнозирование будущих денежных потоков очень сложно и условно, так как предприятие не имеет постоянных заказчиков и его доход зависит от заключенных договоров на поставку продукции. В-третьих, величина денежных потоков от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью его чистых активов, а в этом случае рекомендуют определять ликвидационную стоимость, а точнее, имущественный подход. Имущественный подход включает в себя следующие методы:

- • метод расчета ликвидационной стоимости;
- • метод накопления активов;
- • метод чистых активов;
- • метод расчета стоимости замещения.

В нашем случае не подразумевается ликвидация. Имущество не будет продаваться и нет необходимости учитывать затраты по подготовке и продаже активов, поэтому метод расчета ликвидационной стоимости не подходит.

Метод чистых активов и стоимости замещения использовать не совсем корректно, так как они в малой степени учитывают рыночную ситуацию и основаны в основном на восстановительной стоимости имущества.

Таким образом, в расчетах было решено использовать метод накопления активов.

1. Расчет восстановительной стоимости зданий, сооружений предприятия и благоустройства земельного участка.

В основу расчета восстановительной стоимости улучшений положена методика, заключающаяся в переводе стоимости строительства аналогичных объектов из уровня цен по состоянию на 1984 год в современные цены путем умножения на соответствующие коэффициенты, учитывающие динамику удорожания материалов и работ за этот период.

При определении восстановительной стоимости ($C_{вос}$) улучшений использовались показатели из сборников УПВС (C_{84}), утвержденных Государственным комитетом Совета Министров СССР по делам строительства. Применялись индексы изменения цен в строительстве к уровню 1984г (I_{84-07}), опубликованные в межрегиональном информационно-аналитическом бюллетене «КО-ИНВЕСТ», №54, апрель 2007.

Расчет восстановительной стоимости производился по формуле:

$$C_{ВОС} = C_{84} \times K_i \times V \times I_{84-07} \times K_{ТЕР} \times K_{ПП}, \text{ где}$$

C_{84} – стоимость единичного показателя объекта оценки – сом/ м²;

K_i – поправочные коэффициенты, учитывающие наличие или отсутствие благоустройства, сетей или отдельных конструктивных элементов;

V – строительная характеристика объекта оценки (объем, площадь, протяженность и т.д.)

I_{84-07} – индекс изменения цен на строительные материалы с 1984 по 1.01.2007 г.;

$K_{ТЕР}$ – территориальный индекс для Ошской области Кыргызской Республики;

$K_{ПП}$ – коэффициент, учитывающий прибыль предпринимателя, воз-

награждение предпринимателя-застройщика, которое он намеревается получить за свою деятельность. В нашем случае прибыль предпринимателя определена опросным путем специалистов и равна 15%, а $K_{ПП}$ соответственно, 1.15.

Таблица 1. Расчет восстановительной стоимости зданий, сооружений и благоустройства земельного участка.

Объект оценки	$C_{84, Сом}$	$V, тыс.м^2$	I_{84-07}	$K_{ТЕР}$	$K_{ПП}$	Восстановительная стоимость объекта оценки, тыс. сом
Здания, сооружения	25	3 404,52	1.19	1.03	1.15	119 971,45
Благоустройство земельного участка	25	14,10	1.19	1.03	1.15	496,87
ИТОГО						120 467,32

Таким образом, общая восстановительная стоимость зданий и сооружений, а также благоустройства земельного участка на дату оценки составляет 120 467,32 тыс. сом.

2. *Определение остаточной стоимости основных фондов и нематериальных активов предприятия.* Расчет остаточной стоимости основных фондов осуществляется путем вычета из чистой восстановительной стоимости объекта оценки его функционального и внешнего износа¹ (Таблица 2).

Таблица 2. Расчет остаточной стоимости основных фондов и нематериальных активов

Оцениваемый объект	Восстановительная стоимость оцениваемого объекта, тыс. сом	Функциональный износ, %	Внешний износ, %	Совокупный износ, %	Остаточная стоимость
1	2	3	4	5	6
Здания, сооружения	119 971,45	23%	11%	31%	82 216,34
Благоустройство земельного участка	496,87	15%	27%	38%	308,22
Незавершенное строительство	285 805,40	–	–	–	285 805,40
Производственное оборудование	257 482,40	31%	12%	39%	156 343,31

¹ Процент износа определен на основе оценки эксперта.

Канторское оборудование	2 712,10	10%	15%	24%	2 074,76
Мебель и принадлежности	649,90	23%	38%	52%	310,26
Транспортные средства	13 962,30	17%	24%	37%	8 807,42
Программное обеспечение	460,60	36%		36%	294,78
ИТОГО					536 160,49

4. *Запасы (сырье, материалы, затраты в незавершенном производстве)*. Данная статья баланса не требует корректировки, так как метод их учета на предприятии отражает их рыночную стоимость.

5. *Денежные средства, дебиторская и кредиторская задолженность*. Корректировка по данным статьям не производилась, так как кредиторская задолженность – это краткосрочные обязательства и отсроченные платежи в бюджет (а они обязательны). Дебиторская задолженность у предприятия только краткосрочная (менее 12 месяцев), крупных должников нет, счета к получению отражены по чистой стоимости реализации.

Таблица 3. Сводная таблица определения рыночной стоимости предприятия

Наименование показателя	Рыночная стоимость показателя, тыс. сом
Активы	
Денежные средства	3 010,40
Дебиторская задолженность	61 994,80
Запасы	221 546,10
Запасы, оплаченные авансом	319 379,10
Основные фонды и нематериальные активы (см. Таблица 3.10.)	536 160,49
ИТОГО АКТИВЫ	1 142 090,89
Пассивы	
Краткосрочная задолженность	480 784,10
Долгосрочные обязательства	8 546,00
ИТОГО ПАССИВЫ	489 330,10
Стоимость активов предприятия $СК=A-O$	652 760,79

Таким образом, на основании имеющейся информации и данных, полученных в результате проведения анализа и расчетов, мы пришли к выводу, что рыночная стоимость предприятия, определенная иму-

щественным подходом, по состоянию на 31.12.2006 г., без учета НДС составляет 652 760,79 тыс. сомов. Как показывает практика, применяемые в данный момент времени в нашей стране методы оценки предприятий по стоимости их имущества несовершенно, поскольку они оценивают фактически лишь затраты на создание собственности. Инвестора же в первую очередь интересуют будущие доходы, а не необходимые затраты на создание объекта, хотя оценка бизнеса предприятий только на основе будущих доходов также может быть ошибочной. В силу этого вполне объясним рост потребности в проведении оценки бизнеса предприятия на основе многостороннего комплексного подхода: с точки зрения затрат на создание предприятия, его будущей доходности и цен продажи капитала аналогичных предприятий на рынке.

Ввиду отсутствия отечественных методик оценки стоимости бизнеса и оценки стоимости капитала, вполне понятно использование зарубежных методик оценки, применяемых в нашей стране. Однако, необходимо отметить условность полученных результатов, ввиду наличия специфических факторов, препятствующих проведению достоверной оценки бизнеса. Среди наиболее распространенных факторов можно выделить отсутствие соответствующих аналитических публикаций в Кыргызской Республике, неразвитость инфраструктуры рынка оценки недвижимости и, как следствие, дефицит высококвалифицированных оценщиков, фактическое отсутствие механизма регулирования оценочной деятельности со стороны государства.

В настоящий момент Кыргызстан делает лишь первые шаги на пути формирования организованного рынка оказания услуг по оценке бизнеса. До недавнего времени предпринимательская деятельность в этой сфере никак не контролировалась государством, и открывала широкие возможности для осуществления мошеннических операций, что и имело место в особенно широких масштабах на первых этапах приватизации государственного имущества в 90-х гг. С принятием постановления правительства, утверждающего основные стандарты оценки недвижимости и минимальные квалификационные требования к оценщикам в республике, была узаконена предпринимательская деятельность в сфере оказания услуг по оцен-

ке бизнеса и разграничен круг лиц, обладающих правом на осуществление этой деятельности.

В условиях отсутствия частной собственности на недвижимость такой профессии, как оценщик, не требовалось, так как государство в лице своих органов (Национальный Статистический Комитет, Госрегистр и др.) само определяло стоимость своих активов. С ростом частной собственности появилась необходимость в том, чтобы в сделках с недвижимостью участвовал профессионал, который мог бы ориентировать продавца и покупателя в стоимости участвующего в сделке объекта. Мировая практика показала, что если в сделках с недвижимостью не участвует независимый профессиональный оценщик, то одна из сторон сделки бывает обделена или просто обманута (как это произошло на первом этапе приватизации государственного имущества).

В настоящее время Кыргызская Республика находится на стадии становления системы подготовки организации оценочной деятельности. Необходимость оценки предприятий в Кыргызской Республике в настоящее время связана с перераспределением собственности, приватизированной в начале 1990-х гг. Проблема состоит в том, что прямое применение классических методов оценки стоимости бизнеса к кыргызским предприятиям затруднено в силу объективных причин. К ним относятся:

- неразвитость отечественного рынка ценных бумаг (в настоящее время он не оказывает фактического влияния), вследствие чего нет информации по рыночной котировке ценных бумаг оцениваемого предприятия;
- информационная закрытость кыргызского рынка — в ряде случаев невозможно получить публичную финансовую отчетность даже открытых акционерных обществ, что затрудняет сбор информации по компаниям-аналогам;
- неразвитость промышленного сектора экономики в Кыргызской Республике. Это также затрудняет, а иногда и вообще делает невозможным нахождение аналогов оцениваемого предприятия не только в нашей стране, но и за рубежом;
- большинство оцениваемых предприятий показывает прибыль,

близкую к нулю, что является следствием уклонения от уплаты налога на прибыль, либо они вообще убыточны, что является следствием общего состояния экономики в стране или следствием неэффективного менеджмента. Таким образом, использование метода дисконтированного денежного потока также проблематично;

- различно значение факторов, участвующих в формировании стоимости предприятия. За рубежом такой ресурс, как земля, теряет свое доминирующее значение при рассмотрении бизнеса. Для Кыргызстана земля или фактор местоположения играет существенную роль (удаленность поставщиков сырья, наличие соответствующей инфраструктуры в регионе);
- наличие слоя акционеров, которые получили акции бесплатно или почти бесплатно в процессе приватизации.

Отличительной чертой экономики Кыргызской Республики в настоящее время является ее нестабильность. Риски, с которыми сталкиваются предприниматели в Кыргызстане, намного превышают средние величины, характерные для стран с развитыми рыночными отношениями. Положение усугубляется высокими темпами инфляции, которые приводят к тому, что та незначительная информация, которую можно получить (или которая имеется) для оценки стоимости предприятия, отражает бизнес в «кривых зеркалах». Инфляционные процессы сказываются на положении предприятия: занижают стоимость имущества предприятия; накопление денег для капитальных вложений становится невозможным; доминируют краткосрочные интересы предприятия и т. п.

При оценке кыргызских предприятий особое значение приобретает дата проведения оценки. Привязка оценки ко времени особенно важна, когда, с одной стороны, рынок перенасыщен собственностью, находящейся в предбанкротном состоянии, и испытывает недостаток инвестиционных ресурсов, с другой стороны. Для кыргызской экономики характерно превышение предложения всех активов, в том числе недвижимости, над платежеспособным спросом. Этот дисбаланс в сторону предложения непосредственно влияет на ожидаемую стоимость предлагаемого к продаже имущества. Цена иму-

щества в условиях сбалансированного рынка не совпадает с ценой в условиях рыночной депрессии. Но владельцев имущества и инвесторов интересует именно реальная цена, которая будет предлагаться на конкретном рынке, в конкретный момент и в конкретных условиях. Покупатели стремятся уменьшить вероятность потери своих денег и требуют предоставления определенных гарантий. Поэтому при определении цены предприятия необходим учет всех факторов риска, в том числе риска инфляции и банкротства.

Применение сравнительного или рыночного подхода к оценке предприятия в нашей стране ограничено в силу невозможности получить объективную информацию для сравнения.

На первый взгляд в условиях инфляционной экономики для оценки предприятия в наибольшей степени подходит метод текущей стоимости предприятия (метод дисконтированных денежных потоков), так как процент инфляции учитывается в дисконтной ставке. Но это возможно, если темпы инфляции предсказуемы, а экономика нормально функционирует. Спрогнозировать поток чистого дохода от деятельности предприятия на несколько лет вперед в условиях нестабильной экономики весьма сложно.

В этих условиях мы опять возвращаемся к проблеме квалифицированной оценки стоимости активов, необходимости подготовки оценщиков для национального рынка. В разных странах становление профессии оценщика происходило по-разному. В каждом конкретном случае в зависимости от сложившейся практики делового оборота различные факторы, определяющие развитие оценочной деятельности, могут быть положительными или отрицательными. В частности, нельзя сказать однозначно, благоприятствует или ограничивает деятельность оценщиков регулирование со стороны государства, следует ли правительству выступать инициатором на всех этапах совершенствования практики оценочной деятельности или его задача – наметить основные направления пути развития данной сферы. Опыт организации стандартизированной системы оценки бизнеса за рубежом свидетельствует о необходимости адаптации различных вариантов к принципам хозяйствования той или иной страны в каждом конкретном случае. Однако определенные требо-

вания к профессионализму и этическим нормам оценщиков по всему миру должны служить рациональной основой любой системы организации и регулирования оценочной деятельности.

В Кыргызской Республике первые попытки организации цивилизованного рынка оказания услуг по оценке недвижимости были предприняты в 2002, когда на рассмотрение парламента (Жогорку Кенеш) был выдвинут проект Закона КР «Об оценочной деятельности». Следующим шагом на пути формирования механизмов регулирования оценочной деятельности стало Постановление Правительства КР от 3 апреля 2006 года, которым были утверждены:

- стандарт основных понятий и принципов оценки;
- стандарт оценки бизнеса;
- стандарт оценки машин и оборудования;
- стандарт оценки недвижимого имущества;
- стандарт требований к содержанию и оформлению отчета об оценке;
- стандарт профессиональной этики оценщиков.

Определенные заслуги в разработке и продвижении данных законопроектов принадлежат Объединению кыргызских оценщиков. Однако эти мероприятия являются лишь подготовительной стадией становления цивилизованного рынка оценки недвижимости в Кыргызстане.

В конечном итоге задача оценщика – рассчитать и предугадать мнение возможного (среднерыночного) инвестора о стоимости объекта. Решение этих вопросов связано со сбором и анализом огромного количества информации из многих источников и различных областей деятельности. Сбор и анализ этой информации сопряжены с определенными трудностями. В связи с этим у участников оценочной деятельности создается впечатление о непредсказуемости оценки, как деятельности, что может создавать впечатление вседозволенности. То есть, раз никто точно не может определить исходные параметры для расчета – можно принять любые параметры в угоду Заказчику, так как ответственность за такие действия не поступит. Мнения о вседозволенности в оценочной деятельности значительно распространены в среде возможных инвесторов (заказчиков), порой

даже складывается впечатление, что обществу вообще не нужна объективная оценка.

Однако, оценочная деятельность – вполне предсказуемая и объективная деятельность. Эта деятельность при объективном и добросовестном ее выполнении способна содействовать экономическому развитию. Для этого нужно принять закон, который бы точно определял права и обязанности участников и который бы не связывал инициативу исполнителей, способствовал бы развитию оценки. Основной целью закона должно быть создание полноценной развитой системы оценочной деятельности. Должны быть установлены четкие границы деятельности, полномочия и ответственность. С этой целью необходимо:

- ввести понятия независимого и внутреннего оценщиков и определить границы их деятельности и полномочия;
- предъявлять для внутренних и независимых оценщиков единые требования по квалификации, опыту, аттестации;
- исключить, предлагаемое в проекте лицензирование и заменить его сертификацией, обязательной для всех оценщиков;
- ограничить область деятельности государственной и внутренней оценок только задачами, решаемыми для внутренних целей;
- ввести обязательное требование по независимой оценке значимых для республики инвестиционных проектов и грантов;
- ограничить область деятельности коммерческих (независимых) оценочных организаций только оценочной деятельностью, а также с деятельностью совместимой с оценкой;
- определить перечень видов деятельности, совместимых с оценкой;
- предусмотреть паритетное участие оценочной общественности в регулировании деятельности.

С целью создания условий для развития оценочной деятельности в Кыргызской Республике, по нашему мнению, необходимо проведение следующих мероприятий:

1. предусмотреть в законе возможность создания и функционирования Общественных организаций оценщиков, а также определить порядок их взаимодействия с госорганами;

2. предусмотреть режим добровольного страхования гражданской ответственности оценщиков;
3. предусмотреть порядок введения в действие Закона «Об оценочной деятельности» после подготовки и утверждения Правительством КР всего пакета нормативных актов по обучению и аттестации оценщиков, а также после создания необходимых структур для решения этих задач.

Streszczenie

Od momentu powstania Republiki Kirgiskiej, jako niezależnego i suwerennego państwa w 1991 roku, w kraju tym trwa proces przemian rynkowych, mających na celu reformę mechanizmów gospodarczych. Rozpoczęty w początkowej fazie reform proces prywatyzacji i trwający nadal, odegrał kluczową rolę w demonopolizacji gospodarki kirgiskiej, której celem jest utworzenie klasy niezależnych właścicieli przedsiębiorstw i firm. Autor niniejszego artykułu stara się przeanalizować rozwój praktyki wyceny spółek w Kirgistanie oraz przedstawia sposoby mające stworzyć odpowiednie warunki prawne dla tych celów.

Słowa kluczowe: wycena spółek, teoria, praktyka, przemiany, Kirgistan

Abstract

Since the inception of the Kyrgyz Republic as an independent and sovereign state in 1991 processes of market transformation aimed at reforming the economic mechanisms continue in this country. Started as a result of privatization in the early stages of reforms, playing a key role in the de-monopolization of the Kyrgyz economy the process aiming to create a class of independent business and company owners continues. The author of this article tries to analyze the development of the practice of valuation of companies in Kyrgyzstan and presents suggestions of changes intended to create suitable legal conditions for these purposes.

Keywords: valuation of companies, theory, practice, transformation, Kyrgyzstan

Aigul M. Kalchakeeva, Candidate of Economic Sciences
Department of "Finance and Credit"
Kyrgyz-Russian Slavic University
720022, Kyrgyz Republic
Bishkek, pr. Chuy 6

к. э. н. Айгюль М. Калчакеева
Кыргызско-Российский Славянский университет
Кафедра «Финансы и кредит»
720022, Кыргызская Республика
г. Бишкек, пр. Чуй 6