



ҚАЗАҚСТАН ҰЛТТЫҚ БАНКІ

Төлем балансы және валюталық реттеу департаменті

**Сыртқы сектор статистикасын қалыптастыру мақсатында
қазақстандық кәсіпорындардың бағасы белгіленбейтін акцияларының
және басқа да капиталға қатысу құралдарының құнын бағалау
әдістемесі**

Алматы, 2017

Кіріспе

Халықаралық инвестициялық позиция жөніндегі статистикалық есепте резиденттердің сыртқы позицияға қатысты қаржылық активтері мен міндеттемелері олар есепті күні нарықтық операциялар барысында сатып алынған сияқты құнымен көрсетілуге тиіс.

Көптеген жағдайларда қаржы активтерінің сауда-саттығы тұрақты түрде ұйымдасқан нарықтарда жүзеге асырылады, бұл мұндай активтердің құнын тікелей нарықтық баға белгіленімдері негізінде бағалауға мүмкіндік береді. Егер халықаралық инвестициялық позиция қалыптастырылған кезеңде (есепті күні) қаржы нарықтары жабық болса және нарықтық баға белгіленімдері қол жетімсіз болса, құнды бағалау активтердің нарықтар ашық болған кездегі алдыңғы кезеңдердің ең жақын күнінде қолданыста болған нарықтық бағасын пайдаланыла отырып жүргізіледі.

Қаржылық активтер мен міндеттемелер айналыста болмайтын немесе өтімділігі төмен қаржы нарықтарында бағасы белгіленетін жағдайда, олардың нарықтық құнының баламасы негізіндегі құнының бағасы қажет. Халықаралық әдіснама осындай активтері мен міндеттемелерге қатысты шын мәнінде нарықтық бағаның аппроксимациясы болып табылатын әділ құнды бағалауды пайдалануға кеңес береді.

Акционерлері немесе қатысушылары шетелдік инвесторлар болып табылатын қазақстандық кәсіпорындар акцияларының және басқа да капиталға қатысу құралдарының айтарлықтай бөлігі айналыста болмайтыны немесе өтімділігі төмен қаржы нарықтарында бағасы белгіленетіні Қазақстанның айрықша ерекшелігі болып табылады. Сондықтан да тиісті қаржы құралдарының халықаралық инвестициялық позициядағы құнын көрсету кезінде статистиканы құрастырушылар ашықтық қағидатын міндетті түрде сақтай отырып (пайдаланылатын бағалау әдістерін жария ету арқылы) нарықтық құн баламасының негізінде осындай кәсіпорындардың құнын бағалау әдістерін пайдаланады.

Бұл әдістемеді қазақстандық кәсіпорындардың бағасы белгіленбейтін акцияларының және басқа да капиталға қатысу құралдарының құнын бағалау үшін Қазақстан Республикасының халықаралық инвестициялық позициясы бойынша статистикалық есептерді қалыптастыру кезінде қандай тәсілдер пайдаланылғаны ашып көрсетіледі. Құнды бағалау әдістерін таңдаудың теориялық негізі ретінде Халықаралық Валюта Қорының (ХВҚ) және Экономикалық ынтымақтастық және даму ұйымының (ЭЫДҰ) кәсіпорындар құнын бағалауға арналған әдіснамалық ұсынымдары, сондай-ақ акцияларының бағасы белгіленбейтін кәсіпорындарды бағалау проблемаларын шешудің халықаралық тәжірибесі келтірілген.

Әдістеме сыртқы экономикалық статистиканың халықаралық стандартқа сәйкес келуін қамтамасыз ету мақсатында әзірленді.

Мазмұны

1. Акцияларының бағасы белгіленбейтін және басқа да капиталға қатысу құралдары бар кәсіпорындардың құнын бағалау жөніндегі халықаралық әдіснамалық ұсынымдар
2. Акцияларының бағасы белгіленбейтін және басқа да капиталға қатысу құралдары бар кәсіпорындарды бағалау проблемаларын шешудің халықаралық тәжірибесі
3. Тікелей инвестициялау объектілері – қазақстандық кәсіпорындардың меншікті қаражаттарының баланстық құны
4. Қазақстандық кәсіпорындардың бағасы белгіленбейтін акцияларының және басқа да капиталға қатысу құралдарының құнын бағалау әдістемесі
5. Пайдаланылған әдебиеттер тізімі

1. Акцияларының бағасы белгіленбейтін және басқа да капиталға қатысу құралдары бар кәсіпорындардың құнын бағалау жөніндегі халықаралық әдіснамалық ұсынымдар

Егер ағымдағы нарықтық құнды тікелей байқауға келмесе, онда пайдаланылатын құнды бағалау әдістері туралы шешім:

- ақпараттың қолжетімділігі,
- қандай әдістің нарықтық құнға барынша жақын мәнді алуға мүмкіндік беретінін бағалау,
- құнды есепке алудың дебиторлар мен кредиторлардың ұстанымымен симметриялылығы ескеріле отырып қабылдануға тиіс.

Сонымен қатар, валюталық бағамның өзгерісін назарға алу қажет.

Халықаралық әдіснамада нарықтық құнды бағалаудың алты әдісіне пайдалану ұсынылады, олардың әрқайсысының қолдану кезінде ерекшелігі бар:

- 1) **Таяудағы соңғы мәміленің бағасы.** Кейде бағасы белгіленбейтін құралдармен мәмілелер жасалады, осы жағдайда осындай мәмілелер жасалған таяудағы бағалар (соңғы жыл шегінде) пайдаланылуы мүмкін. Егер компанияның жағдайында мәміле жасалған уақыттан бастап қандай да болсын елеулі өзгерістер болмаса, таяудағы бағалар ағымдағы нарықтық құнның жақсы көрсеткіші болып табылады.
- 2) **Баланстық құн бойынша меншікті қаражаттар.** Осы бағалау әдісі кәсіпорынның бухгалтерлік баланста Халықаралық қаржылық есептілікке (ХКЕС) сәйкес «Капитал» бабы бойынша көрсетілген, төленген капитал, резервтердің барлық түрлері, бөлінбеген пайда (зиян) кіретін құнын пайдалануға негізделген.
- 3) **Таза активтердің құны.** Капиталға қатысудың айналыста болмайтын құралдарын бағалауды кәсіпорындардың хабардар етілген басшылары немесе директорлары жүргізеді немесе тәуелсіз аудиторлар барлық активтердің ағымдағы нарықтық құны және барлық міндеттемелердің (меншікті капиталды қоспағанда) нарықтық құны арасындағы айырманы есептеу арқылы ұсынады. Құнды бағалаулар таяудағы (соңғы жылы жасалған) болуға тиіс.
- 4) **Нарықтық капиталдандыру әдісі.** Компания хабарлайтын баланстық құнды статистиканы жасаушы біріктірілген деңгейде түзетуі мүмкін. Капиталға қатысудың айналыста болмайтын құралдары болған кезде «баланстық құн бойынша меншікті қаражаттар» туралы ақпарат (*жогарыдағы 2-әдісті қараңыз*) осындай операцияларды жүргізетін кәсіпорындардан алынуы, одан кейін нарықтық капиталдандырудың сол елде бағасы белгіленетін компаниялардың баланстық құнына арақатынасы сияқты тиісті бағалар индикаторларына негізделген коэффициенттердің көмегімен түзетілуі мүмкін. Балама ретінде кәсіпорындар өзіндік құны бойынша есепке алатын активтер (жер, үйлер, ғимараттар мен жабдық, материалдық айналыс құралдары сияқты) активтер бағасының тиісті индекстерін пайдаланыла отырып ағымдағы кезеңнің бағалары бойынша қайта бағалануы мүмкін.
- 5) **Ағымдағы құнының/бағаның кірістерге арақатынасы.** Капиталға қатысудың бағасы белгіленбейтін құралдардың ағымдағы құны болжанатын болашақтағы кірістерді дисконттау арқылы бағалануы мүмкін. Қарапайым нұсқада бұл әдісті актив бағасының алынатын пайдаға, қаралып отырған кәсіпорын өткен кезеңге жататын пайдасының сомасына арақатынасын көрсететін жалпы немесе салалық коэффициентті қолдану негізінде кәсіпорынның бағасын белгілеу ретінде түсінуге болады.
- 6) **Бөлінген жаһандық құн.** Егер биржада қаралатын кәсіпорынның капиталына қатысу құралдарының бағасы белгіленбейтін болса, бірақ кәсіпорынның өзі

акцияларының бағасы белгіленетін жаһандық топқа кіретін болса, онда барлық жаһандық топтың ағымдағы нарықтық құнын әрбір экономикалық аймақ бойынша тепе-тең бөлуге болады. Құнды экономикалық аумақтар бойынша бөлу тиісті көрсеткішті (мысалы, сату көлемдері, таза кіріс, активтердің құны, жұмыспен қамтылу) қолдана отырып, жүргізілуге тиіс.

Бастау көзі ретінде кәсіпорындардың бухгалтерлік есебін пайдалану ұсынылады. Тікелей инвестициялар бойынша көрсеткіштердің халықаралық салыстырмалы болуына қабылдаушы ел де, инвестициялаушы ел де кәсіпорынның нарықтық құнын бағалау үшін бухгалтерлік есепті қалыптастырудың бірдей қағидаттарын пайдаланған кезде ғана қол жеткізуге болады.

Мәселен, ХВҚ өткізетін, негізгі факторы елдер арасында екіжақты негізде деректердің салыстырмалылығы болып табылатын Тікелей инвестициялар бойынша үйлестірілген зерттеу (CDIS) мақсаттары үшін бағасы белгіленбейтін акциялар үшін меншікті қаражаттың баланстық құны әдісін (2-ші әдіс) пайдалану ұсынылады. Еуропа Орталық Банкі де Еуроодақ елдерінде статистиканы қалыптастыру кезінде бағасы белгіленбейтін акциялар үшін баланстық құнды пайдалану бойынша ұсынымдар¹ берді.

Шетелдік тікелей инвестордың кәсіпорынның капиталына қатысу үлесінің құны кәсіпорын таратылған жағдайда инвестор алатын қалдық құнының шамасын көрсетеді.

Шетелдік тікелей инвестордың кәсіпорынның капиталына қатысу үлесінің құны үшін теріс мән мынадай жағдайларда пайда болуы мүмкін:

- a. кәсіпорынның қызметінің бастапқы және соңғы кезеңдерінде;
- b. кәсіпорынның активтерінің айналымдылығы жоғары болған кезде қысқа кезең ішінде (яғни, кәсіпорынның активтерін оның міндеттемелерін төленуге тиіс мерзімнен бұрын қолма-қол ақшаға айналдыруға болатыны талабымен);
- c. шетелдік акционерлер кәсіпорынның барлық (ішкі де, сыртқы да) міндеттемелерін өзіне алған немесе олар бойынша кепілгер болған кезде.

Экономикалық тұрғыдан инвестор үшін кәсіпорынның теріс баланстық құнының пайда болуы кәсіпорынның меншікті капиталы шығындарды өтеуге толық жұмсалғанын («нөлге» айналғанын) және міндеттемелерді өтеуге активтердің жеткіліксіз болуын білдіреді. Яғни кәсіпорынның қалған шығындары қарыз капиталмен өтеледі және шығындарға кәсіпорын емес, кәсіпорынға қарыз қаржыландыруды берген кредитор ұшырайды.

Корпоративтік қаржы теориясында дисконтталған ақша ағындарын бағалау кезінде егер кәсіпорынның құны бар міндеттемелер сомасынан төмен болса, акциялар пакетінің (қатысу үлестерінің) құны нөлге тең болады. Бұл ретте инвестор жауапкершілігінің шектеулі болуы (кәсіпорындар иелерінде ерекше опцион құрайды) салдарынан, тіпті компанияның құны өтелмеген борыштың номиналды құнынан әлдеқайда көп төмен түссе де, акциялар пакетінің құны оң болады, өйткені кәсіпорын активтері құнының міндеттемелер өтелуге тиіс сәтінде міндеттемелердің құнынан асатыны ықтималы бар². Осылайша, кәсіпорындардың капиталының теріс құны оның шектеулі жауапкершілігіне орай кәсіпорындардың акционеріне (инвесторына) тікелей ауыспайды.

Шетелдік тікелей инвестордың қатысу үлесі құнының теріс мәні ХИП статистикасын жасау кезінде елдің экономикасына салынған шетелдік тікелей инвестициялар бойынша елдің міндеттемелерін азайтады, бұл статистиканың жақсару

¹ «Еуропа орталық банкінің сыртқы статистика саласындағы статистикалық есептілігіне қойылатын талаптар туралы» нұсқамасы, Еуропа Орталық Банкі, 9 желтоқсан 2011, Guideline ECB/2011/23

² «Valuing Equity in distressed firms» мақаласы, NYU Stern Business School, Автор Aswath Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

жағына қарай бұрмалануына әкеледі. Сол себепті сыртқы сектордың статистикасын жасаушылар баланстық деректердің жай шоғырлануынан қаша отырып, шетелдік қатысумен кәсіпорындарда меншікті қаражаттың теріс құны туындаған жағдайда жеке зерделеуді және мүмкіндігі бойынша инвестордың активінің нақты ағымдағы нарықтық құнына пайдаланылатын мәнді барынша жақындатуды қамтамасыз ететін бағалау әдісін қолдануы қажет.

3. Акцияларының бағасы белгіленбейтін және басқа да капиталға қатысу құралдары бар кәсіпорындарды бағалау проблемаларын шешудің халықаралық тәжірибесі

Франция³

Францияның шетелдік тікелей инвестицияларының статистикасын Франция Банкі жылдық негізде таратады (жариялайды). Бағасы белгіленбейтін акциялардың және қатысу үлестерінің құны міндеттемелердегі, сол сияқты активтердегі (Inward and outward) Францияның тікелей шетелдік инвестициялардың құрылымында 90%-ды құрайды.

Бағасы белгіленбейтін акциялары және қатысу үлестері бар кәсіпорындардың құны баланстық құн (ол кәсіпорындардың бухгалтерлік баланстарына қарай алынады) бойынша және нарықтық құн (нарықтық капиталдандыру әдісі) бойынша бағаланады.

Нарықтық капиталдандыру әдісіне сәйкес нарықтық капиталдандыру (нарықтық капиталдандырудың сол елдегі баға белгілейтін компаниялардың баланстық құнына қатынасы) есептеу үшін Франция Банкі SBF 250⁴ индексі пайдаланады, ол Францияның барлық баға белгілейтін компанияларының 95%-ға жуығы нарықтық капиталдандыруды есепке алады.

Индекске қатысатын компаниялар 4 топқа салалық жіктеу стандартына (Industry Classification Benchmark) сәйкес жіктеледі. Бағасы белгіленбейтін акциялары және қатысу үлестері бар кәсіпорындар бойынша шоғырландырылған қаржылық есептіліктен ақпарат пайдаланылады. Бұл ретте осындай кәсіпорындар салалық жіктеу стандарттарына сәйкес салалар бойынша сұрыпталады.

Бағасы белгіленбейтін акциялары және қатысу үлестері бар кәсіпорындардың 4топтарынақатысты Франция Банкі нарықтық капиталдандыру индикаторлары үшін күрт ауытқитын мәндердің ықпалын алып тастау мақсатында, орташа алынған емес, алынған орта мәндерді пайдаланды; өтімділіксіз индикатор 25%⁵ мөлшерінде (бағасы белгіленетін акциялардың өтімділігіне орай 25%-ға қымбат екендігін болжамдау кезінде) қосымша қолданылды.

Түркия Орталық Банкі тікелей инвестицияларды осындай схема бойынша бағалайды.

Бельгия⁶

Бельгия Ұлттық Банкі бағасы белгіленбейтін акциялары, қатысу үлестері бар кәсіпорындардың құнын бағалау үшін меншікті қаражаттардың баланстық құнының әдісін пайдаланды. Алайда, меншікті қаражаттардың теріс баланстық құнының болуы Бельгияға әкелінетін тікелей инвестициялардың жиынтық көрсеткішін толық есепке алмауына әкелді. Бұл ретте осы бағасы белгіленбейтін акциялардың, қатысу үлесінің нақты құны

³ Мақала «Valuation of unquoted foreign direct investment stocks at market value: methods and results for France», Quaterly Selection of Articles Spring 2010, N17, Bank of France, Автор Dominique Nivat, Agnes Topiol

⁴ Société des Bourses Françaises 250 Index – 250 француз компаниясынан тұратын Франция қор индексі

⁵ Мақала «L'estimation d'une valeur de marché des actions non cotées», Économie et Statistique, N366, 2003, Автор Picart C

⁶ Мақала «Revised valuation of unquoted shares and other equity in the financial accounts», Statistical bulletin (2008-2010), National Bank of Belgium, pages 11-14

кәсіпорындардың заңды нысанын есепке ала отырып, теріс болған жоқ. Сондықтан Бельгияның Ұлттық Банкі осындай кәсіпорындардың нарықтық құнын (меншікті қаражаттарының теріс баланстық құнымен) нөлге тең деп тану туралы шешім қабылдады.

Бағасы белгіленбеген акциялары, қатысу үлестері бар қалған кәсіпорындар бойынша Франция Банкіне ұқсас есеп айырысу пайдаланылды. Бұл ретте өтімді емес индикатор 20% мөлшерінде белгіленді.

Швейцария⁷

Швейцария теріс меншікті капиталдың болу проблемасын шешуге заңнамалық тұрғыдан қарайды.

Швейцариялық корпоративтік құқық ауыр қаржылық жағдайдағы компанияның директорлар кеңесі компанияны ауыр жағдайдан алып шығу үшін заңда белгіленген шараларды қабылдауы тиістілігін көздейді. Бұл міндеттер иеліктен шығарылмайды және беруге жатпайды, және автономиялық компаниялар, сол сияқты корпоративтік топтар шеңберінде қолданылады. Шаралардың түрі компанияның меншікті капиталына қатысы бойынша зияндардың деңгейіне байланысты болады.

Швейцария заңнамасы, атап айтқанда: (I) мәртебе – артық берешек салдарынан капиталды ішінара жоғалту және (II) мәртебе – капиталды толық жоғалту немесе теріс меншікті капиталдың туындауы арасында айырмашылық жасайды.

<i>Міндеттемелер тарапынан қайта құрылымдау</i>	<i>Активтер тарапынан қайта құрылымдау</i>
Бар берешектің мерзімін ұзарту, қаржылық икемділікті құру үшін құралдардың түрін өзгерту	Компанияның айналым капиталын агрессивті басқару (мысалы, қорларды азайту, ақы төлеу талаптарын қатаңдату, сол сияқты дебиторлық берешекті қатаң басқару)
Борышты бағалы қағаздар пакетіне айырбастау	
Жаңа акционерлерден жаңа акционерлік капиталды тарту	Операциялық емес активтерді сату, лизингке сату, бизнестің негізгі емес бағыттарын сату

Заңнамада көзделген шараларды шығынды кәсіпорындарға қатысты қолдану шетелдік инвесторларда статистикалық деректерде теріс капиталдың туындауын болдырмауды көздейді.

3. Тікелей инвестициялау объектілері - қазақстандық кәсіпорындардың меншікті қаражаттарының баланстық құны

Қазақстанда бағасы белгіленген акциялар шағын нарығының болуы Еуроодақтың орталық банктерінің халықаралық тәжірибесіне ұқсас қазақстандық капиталдағы бағасы белгіленбеген акциялар мен қатысу құралдарының құнын бағалауды пайдалану мүмкіндігін болдырмайды. Нарықтық емес элементтің болуы, Қазақстан аумағында шетелдік бүкіл топпен салыстырғанда еншілес ұйымдардың шамалы мөлшерінің болуы, кәсіпорындардың салалық шоғырлануы басқа елдердің биржасында бағасы белгіленген ұқсас кәсіпорындардың деректерін салыстыру үшін пайдалануға мүмкіндік бермейді.

Осыны, сондай-ақ Қазақстанның Тікелей инвестициялар бойынша үйлестірілген тексеруге қатысуын ескере отырып қазақстандық капиталдағы бағасы белгіленбеген акциялар мен қатысу құралдарының құнын бағалау үшін шетелдік тікелей инвесторлардың қазақстандық кәсіпорындардың капиталына қатысу үлесінің нарықтық

⁷ Мақала «Dealing with financially troubled Swiss Corporates» мақаласы Alexander Vogel, Wolfgang Muller and Debora DurrerKern, <http://www.iflr.com/Article/3158664/DealingwithfinanciallytroubledSwisscorporates.html>

құнын бағалаудың екі неғұрлым қолжетімді әдісі тандап алынды – соңғы таяудағы мәміленің бағасы (*1-ші әдіс*) және заңды тұлғалардың қаржылық есептілігіндегі «Капитал» бабы бойынша көрсетілген меншікті қаражаттың баланстық құны (*2-ші әдіс*).

Ұлттық Банк 2014 жылғы 3-тоқсаннан бастап резиденттер үшін «Резидент еместерге қойылатын қаржылық талаптар және олар алдындағы міндеттемелер туралы есеп» 1-ТБ (бұдан әрі – Есеп) мемлекеттік статистикалық есептілік нысанының жаңа редакциясын енгізді, онда меншікті қаражатының баланстық құнының көрсеткіші қамтылады. Бұл есепті шетелдік қатысуы бар кәсіпорындар да ұсынады.

Осы есептің шегінде алынған респонденттердің деректері бойынша кәсіпорындар бойынша 2014 жылғы 3-тоқсаның соңында меншікті қаражаттарының теріс баланстық құны белгілі болды. Еркін құбылмалы айырбастау бағамы режиміне өтуге байланысты болған теңгенің девальвациясы (2015 жылғы тамыздан бастап) теріс баланстық құны бар кәсіпорындардың саны өсуіне әкеліп соқты. Осындай кәсіпорындар, ХҚЕС талап ететіндей, өз активтерін нарық құны бойынша қайта бағаламауы бірқатар кәсіпорындарда теріс баланс құны туындауының негізгі себебі болып табылады, ал олардың міндеттемелері (ішік және сыртқы) шетел валютасымен көрсетілгендіктен, теңгенің девальвациясы кезінде бірталай өсті.

2017 жылдың басындағы жағдай бойынша Есепті ұсынатын шетелдік қатысуы бар кәсіпорындардың үштен бір бөлігіне жуығы меншікті қаражаттарының теріс баланстық құнын көрсетті. Бұл ретте осындай кәсіпорындардың көпшілігі халықаралық әдіснама меншікті қаражаттарының баланстық құнының теріс шамасын қалыптастыруды рұқсат ететін өлшемшарттарға сәйкес келмейді.

Жоғарыда аталғандай, активтерді бағалауға арналған консервативтік тәсіл кәсіпорындар балансында меншікті қаражаттарының теріс құны туындауы себептерінің бірі болып табылады. Сонымен қоса, есептерінде теріс баланс құнын көрсеткен жекелеген респондент-кәсіпорындар бойынша балама ақпарат бар (БАҚ, арнайы сайттардағы ашық қолжетімділіктегі деректер), ол ағымдағы нарық құнына барынша жақын келетін кәсіпорны құнының бағасын есептеуге мүмкіндік береді.

Тікелей инвестордың қазақстандық кәсіпорында қатысу үлестері құнының теріс бағасы болуы нәтижесінде ХИП-та елдің бейрезиденттер алдындағы міндеттемелері бөлігінде көрсетілетін тікелей шетелдік инвестициялар бойынша деректер (қорлар) елдің таза инвестициялық позициясын жасанды түрде ұлғайта отырып, теріс құнының шамасына төмендетіледі.

Халықаралық валюта қорының сарапшыларымен жұмыс консультацияларынан кейін статистикалық бұрмалауды болдырмау мақсатында Ұлттық Банк 2014 жылғы 3-тоқсаннан басталған кезеңде теріс капиталы бар жекелеген қазақстандық кәсіпорындардың құнын қайта бағалау арқылы елдің ХИП-ында шетелдік тікелей инвесторлардың қатысу үлестерінің нарықтық құнын түзетті. Құнын қайтадан бағалау респонденттердің есептеріне берілген қосымша ақпараттың негізінде жүргізілді, бұл ретте халықаралық әдіснамада меншікті қаражаттарының баланстық құнының теріс шамасын қалыптастыруға рұқсат етілетін кәсіпорындардың құны қайта бағаланбады.

4. Қазақстандық кәсіпорындардың белгіленбейтін акцияларының және басқа да капиталға қатысу құралдарының құнын бағалау әдістемесі

Ұлттық Банк халықаралық тәжірибені, сондай-ақ ХВҚ ұсынымдарын ескере отырып, кәсіпорын қызметінің түріне, орын алған сыртқы талаптардың, міндеттемелердің мөлшеріне, аудиттелген қаржылық есептіліктің болуына қарай қазақстандық кәсіпорындардың капиталындағы бағасы белгіленбейтін акциялар мен басқа да құралдардың құнын бағалау үшін бірнеше тәсілдерді әзірледі.

1) Кен орындарының нарықтық құнын бағалау

Кен орындарын иеленген кәсіпорындар ұзақ уақыт кезеңінде кен орындарын игеруге және пайдалануға байланысты айтарлықтай шығындар шығаруы мүмкін.

Кен орындарын игеруде және пайдалануда жұмыстардың мынадай сатыларын бөліп көрсетуге болады:

- кен орындарын зерттеу – топографиялық және геологиялық зерттеулер, кен түрінің үлгілерін алу үшін бұрғылау және т.б. жүргізуді қоса алғанда, коммерциялық пайдалану үшін жеткілікті ресурстарды іздеу;
- қолда болуы мүмкін қорларды бағалау – техникалық жүргізілуін және коммерциялық өмірге қабілеттігін айқындау және тиісті бағасын шығару. Бұл ретте, техникалық жүзеге асырылуын растау активтер бөліміндегі инвестициялар (капитал салымдары) ретінде жіктеледі. ХҚЕС-6-ға сәйкес капитал салымдары ретіндегі шығындар кен орындарына лицензия алынғаннан кейін жүзеге асырылады. Егер кәсіпорын ХҚЕС-6-ны пайдаланбаса, онда барлық шығындар ағымдағы, болашақ кезеңдердің шығыстары⁸ ретінде жіктеледі;
- кен орындарын әзірлеу – өндіру, өңдеу және тасымалдау үшін талап етілетін инфрақұрылымды дайындау. Бұл ретте, шығындар әзірлеуге жұмсалған шығыстар ретінде жіктеледі;
- өндіріс – коммерциялық өндірісті іске қосу;
- кен орындарын жабу және оңалту – кен орындарын жабу, қоршаған ортаны қалпына келтіру⁹.

Өнеркәсіптік пайдалануды іске қосу басталғанға дейінгі сатыда кен орындарын иеленген кәсіпорындардың нарықтық құнын бағалау кезінде туындайтын негізгі проблема – бұл геологиялық барлауға және кен орындарын өндірістік пайдалану басталғанға дейін өндіруге арналған шығыстарды жіктеу кезінде қаржылық есептілік стандарттарын (атап айтқанда ХҚЕС-6) қолдануда кәсіпорындар тарапынан біріздендірілген тәсілдердің болмауы. Көбінесе, қазақстандық кәсіпорындар бойынша кен орындарын қандай да бір актив ретінде танудың немесе оны әділ құны бойынша танудың орын алмағандығы байқалады.

Өндірістік пайдалану сатысындағы кен орындарына ие кәсіпорындардың нарықтық құнын бағалау кезінде кен орындары актив ретінде танылады, бірақ бұл жерде басқа проблема туындайды – ол аталған активті нарықтық (әділ) құны бойынша қайта бағалаудың болмауы.

Нарықтық құнды бағалау Қазақстанда кен орындарын өңдеуді қаржыландыруда көп жағдайда кәсіпорынның жарғылық (акционерлік) капиталын қалыптастыру арқылы емес, қаржыландыруды тікелей шетелдік инвесторлардан да, сол сияқты үлестес бейрезиденттерден де, оның ішінде шетелдік банктерден де тарту арқылы жүзеге асырумен қиындайды.

Ұлттық Банк кен орындарын иеленетін кәсіпорындар үшін құнын бағалаудың мынадай әдістерін пайдаланады:

- а) ХҚЕС-6-ға сәйкес кен орындарын техникалық бағалау болмаған жағдайда – кен орындарын геологиялық барлауға жұмсалған ақша ағындарын капиталдандыру, ол туралы ақпаратты кәсіпорынның қаржылық есептілігінен алуға болады;

⁸ Қайта жіктеу логикасы жұмсалған шығындар ағымдағы шығыстар емес, ал күрделі шығыстар (бағдарламалық қамтамасыз етуге лицензияларды сатып алумен және т.б. ұқсастығы бойынша) екендігін түсінуде болып отыр.

⁹ Мақала “Financial Reporting in the global mining industry, survey of twenty one leading companies” 4.11.2003, Deloitte Touche Tohmatsu <https://www.iasplus.com/en/binary/dttpubs/0310deloittemining.pdf>

- b) бағалау құны тәсілі (appraised value method), мұндағы бағалау құны кен орындарын барлаудың маңызды бұрынғы шығындарының (тек дұрыс деп есептелетін және барлау әлеуетін айқындауға өз үлесін қосқан бұрынғы шығыстар ғана) және келешектегі кепілдік берілген шығыстар (әлеуетті тестілеуге болашақтағы бюджетке салынған) сомасын білдіреді. 3-5 жыл ішіндегі шығыстарды есепке алу. Егер кен орнының резерві жеткілікті болса – онда 100% бағалау қолданылады, егер нәтижесі теріс, бірақ, өндірудің қандай да бір әлеуеті болса, онда 25% бағалау қолданылады; егер өндіру әлеуеті жоқ болса – онда 0-10% бағалау қолданылады¹⁰;
- c) егер ХҚЕС-6-ға сәйкес кен орындарын техникалық бағалау болған жағдайда – кен орнын техникалық бағалаудағы мәнің негізінде ақша ағындары моделін қайта қалыптастыру (pre-feasibility, feasibility, «bankable» feasibility studies). Модель кен орнының барлық жұмыс істеп тұру кезеңіне есептеледі. Кен орнын техникалық бағалау кейде шетелдік тікелей инвестордың есептілігінде болады, көп жағдайда – егер тікелей инвестор нарықта белгілі болса.

2) Технологияны зерттеу мен дамыту шығындарының нарықтық құнын бағалау

Күрделі салымдар ретінде шығындарды сыныптау проблемасы тек кен орындарын бағалау аясында ғана туындамайды. Мұндай проблема технологияларды зерттеу мен дамытуға бағытталған шығындар (research and development costs) бойынша да бар. Бұл, атап айтқанда мұндай шығындарды күрделі салым ретінде емес (бухгалтерлік баланста актив ретінде көрсетілген) келешектегі кезеңдердің шығындары ретінде (кәсіпорынның пайдасын қысқарта отырып кірістер мен шығыстар есебінде көрсетілетін) жіктейтін фармацевтикалық компанияларда және ақпараттық технологияларды әзірлеумен байланысты компанияларда да өзекті болып отыр. Аталған шығындарға консервативті тәсіл болашаққа инвестициялайын (жаңа технологияларды зерттеу мен дамытуға инвестициялайды) компанияның бухгалтерлік балансы осы сияқты аталған инвестициялаумен айналыспайтын компанияға қарағанда қаржылық жағынан нашар болып көрінетін¹¹ жағдайларға әкеп соғады.

3) Толық бағаланбаған активтердің нарықтық құнын бағалау

Активтердің құнын толық бағаламау проблемасы кәсіпорында бухгалтерлік баланста активтердің бастапқы құны бойынша тәсілімен көрсетілген ірі өтімсіз активтердің болуымен байланысты, олар қарыз қаражаты есебінен, оның ішінде шетел валютасымен құрылған. Мұндай ірі өтімсіз активтерге, мысалы, құбырлар, жылжымайтын мүліктің нақты мамандандырылған объектілері, теміржол құрамдастары және т.б. жатады. Бастапқы құн тәсілі аталған активті құру кезінде туындаған міндеттемелер шетел валютасымен белгіленсе де, құрылған активтің (аяқталған құрылыстың) бағасын ұлттық валютамен белгілейді.

Құбырлар бойынша: бастапқыда жаңартылған күні бар активтің құнын қайта қалыптастыру бағасы қолданылған болатын. Бұл ретте ақпараттың жоқ болуына байланысты АҚШ-та құбыр құрылысының құны негізіндегі деректер қолданылды¹², құрылыс аяқталды деп танылған сәтте кәсіпорынның қаржылық есептілігінде баламасы доллармен көрсетілген құбыр құрылысының тарихи құнына жақын баға берілген.

¹⁰ Мақала «Valuation of metals and mining companies», Basinvest, University of Zurich, Swiss Banking Institute, Svetlana Baurens, T. Hens, 7.11.2011

¹¹ Мақала «Research and development expenses: implications for Profitability Measurement and Valuation», NYU Stern Business School, Автор Aswath Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹² Мақала “Challenges in appraising pipelines” Team consulting, llc, Anthony E. Bell, RPA & Robert Lehn, www.teamconsulting.cc/images/challenges_in_appraising_pipelines.pdf

Жүргізілген бағалау активті жете бағаламаудың негізгі себебі оның бастапқы құны емес (яғни құрылыс құны нарықтық бағаға сәйкес келеді), ал бағасы ұлттық валютамен белгіленген құбыр құнының мерзімді қайта бағалауының болмауы.

Осылайша, бухгалтерлік балансты жасау кезінде кәсіпорынның осы тобында теріс капитал туындауына негізгі салымды бағамдық құраушы енгізеді. Бағамдық құраушының активтерді бағалауға ықпалын болдырмау үшін пайдалануға беру сәтінде активтердің құны активті аяқталған құрылыс ретінде тану сәтіндегі бағам бойынша АҚШ долларымен қайта есептелген болатын. Яғни тиісті бағам бойынша АҚШ долларымен қайта саналған тоқсан сайынғы амортизацияланған ағындарды ескере отырып, оның АҚШ долларымен деноминирленген құны сияқты активтің бастапқы құны есептелді.

Құбырлардың тармақтарын пайдалануға енгізудің күніне қатысты ақпарат кәсіпорындардың интернет-ресурстарында жарияланған деректер бойынша алынған болатын.

Осыған ұқсас әдіс кәсіпорындардың басқа да ірі активтері (мекемелер, қонақүйлер, зауыттар және т.б.) қолданылады.

4) Жаһандық құнды бөлудің әдісін пайдалану

Осы әдіс салыстырмалы түрде қарапайым топтық құрылымы бар, бейрезидент-бас компанияның акцияларына биржада баға белгіленетін, ал негізгі өндірістік базасы Қазақстанда орналасқан орташа кәсіпорындарға қолданылады. Топтың құрылымын бас компанияның толық шоғырландырылған есебінде көруге болады. Топтың жаһандық құны елдер мен кәсіпорындар бойынша бөлуге болады, егер таза нарық құнының сатуға, таза кіріске, активтерге немесе жұмыспен қамтуға қатынасы кәсіпорынның барлық тобы шеңберінде тұрақты болып табылады деп болжасақ оларға бас компания осы индикатордың негізінде қатысады.

5) Нөлге теңеу

Нарықтық құнын есептеу үшін ақпарат болмаған (қаржылық есептіліктің болмауы, бас компания туралы ақпараттың болмауы, теріс капиталдың туындау себебінің түсініксіздігі) кәсіпорындар бойынша кәсіпорынның құнын нөлге теңеу әдісі қолданылады.

Экономикалық нөлге тең болу кәсіпорынның құны – бұл акционердің (қатысушының) қаражаттары және тиісінше нөлге тең болатын құн акционер (қатысушы) капиталға қай кезде болсын салған барлық инвестициясын жоғалтты дегенді білдіретін болжамға негізделеді.

Мұндай кәсіпорындардың басым бөлігінің қызметі, көп жағдайда, қызметтер ұсынумен *(тұрғын үйді және өндірістік мақсаттағы емес басқа да жылжымайтын мүлікті сату-сатып алу және жалға беру кезіндегі делдалдық қызметтер, тасымалдау бойынша қызметтер, коммерциялық қызмет және басқару мәселелері жөнінде консультациялар беру, салық салу бойынша консультациялар)*, сауда-саттықпен *(автомобиль бензинімен көтерме сауда, темекі өнімдерімен көтерме сауда, астық, тұқымдар және жануарларға арналған жемдермен көтерме сауда, ауыл шаруашылық техникасы, жабдықтар және қосалқы бөлшектермен көтерме сауда, басқа да техника және жабдықтармен көтерме сауда, пестицидтер және басқа да агрохимиялық өнімдермен көтерме сауда, қандай да бір нақтылаусыз тауарлардың кең түржісімен көтерме сауда)*, жалдаумен *(меншік немесе жалға берілетін жылжымайтын мүлікті жалдау және пайдалану)*, әртүрлі қызмет түрлерін *(жарнамалық агенттіктердің қызметі, инженерлік іздестірулер саласындағы қызмет және аталған салада техникалық консультациялар беру, бухгалтерлік есеп және аудит саласындағы қызмет, құмар ойындарын және бәс тігуді ұйымдастыру бойынша қызмет, тауарлардың кең*

түржынының сауда-саттығы бойынша агенттіктердің қызметі) ұсынумен байланысты.

Берілген әдіснамада қазақстандық кәсіпорындардың капиталындағы нарықтық құнды бағалаудың негізгі қағидаттары мен тәсілдері баяндалған. Онда келтірілген әдістер түпкілікті тізбе болып табылмайды және аталған бағыттағы жұмыс жалғасуда.

4. Пайдаланылған әдебиеттер тізімі

1. Шетелдік тікелей инвесторлар үшін ЭЫДҰ-ның эталондық анықтамасы, төртінші басылым, ЭЫДҰ, 2008;
2. Төлем балансы және халықаралық инвестициялық позиция бойынша нұсқаулық, алтыншы басылым, ХВҚ, 2009;
3. Тікелей инвестицияларды үйлестірілген зерттеу бойынша нұсқаулық, ХВҚ, 2015;
4. Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкі Басқармасы Төрағасының 2012 жылғы 29 желтоқсандағы №408 бұйрығымен бекітілген Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің сыртқы экономикалық қызметінің (сыртқы сектордың статистикасы) шоттарын қалыптастыру әдістемесі;
5. «Сыртқы статистика саласындағы Еуропалық орталық банктің статистикалық есептілігіне қойылатын талаптар туралы» нұсқаулық, Еуропалық Орталық Банк, 9 желтоқсан 2011, Guideline ECB/2011/23
6. Мақала «Valuing Equity in distressed firms», NYU Stern Business School, Авторы Aswath Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
7. Мақала «Valuation of unquoted foreign direct investment stocks at market value: methods and results for France», Quaterly Selection of Articles Spring 2010, N17, Bank of France, Авторы Dominique Nivat, Agnes Topiol
8. Мақала «L'estimation d'une valeur de marché des actions non cotées», Économie et Statistique, N366, 2003, Авторы Picart C
9. Мақала “Revised valuation of unquoted shares and other equity in the financial accounts”, Statistical bulletin (2008-2010), National Bank of Belgium, pages 11-14
10. Мақала «Dealing with financially troubled Swiss Corporates» Авторлары Alexander Vogel, Wolfgang Muller and Debora DurrerKern, <http://www.iflr.com/Article/3158664/DealingwithfinanciallytroubledSwisscorporates.html>
11. Мақала «Research and development expenses: implications for Profitability Measurement and Valuation», NYU Stern Business School, Авторы Aswath Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
12. Мақала «Valuation of Unlisted Direct Investment Equity» IMF Working Paper, 2009 Авторлары Emmanuel Kumah, Jannick Damgaard, and Thomas Elkjaer
13. Мақала “Financial Reporting in the global mining industry, survey of twenty one leading companies” 4.11.2003, Deloitte Touche Tohmatsu <https://www.iasplus.com/en/binary/dttdpubs/0310deloittemining.pdf>
14. Мақала «Valuation of metals and mining companies», Basinvest, University of Zurich, Swiss Banking Institute, Svetlana Baurens, T. Hens, 7.11.2011
15. Мақала “Challenges in appraising pipelines” Team consulting, llc, Anthony E. Bell, RPA & Robert Lehn, www.teamconsulting.cc/images/challenges_in_appraising_pipelines.pdf