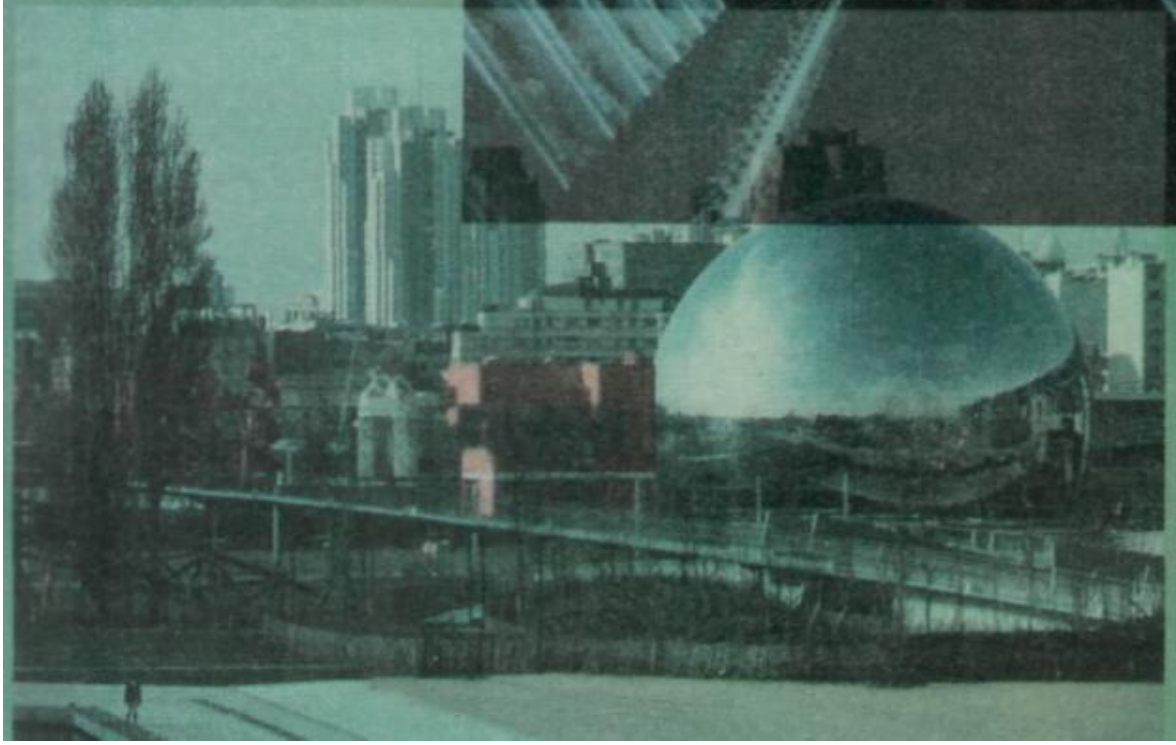
О. Т. ИСАЕВ

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЫНОЧНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ





САМАРКАНДСКИЙ ИНСТИТУТ СЕРВИСА
И ТОРГОВЛИ

О.Т. ИСАЕВ

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЫНОЧНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Ташкент – 2006

5.9(2)29
И57

О.Исаев. Совершенствование рыночных методов оценки предприятия. Т., Изд-во «Fan va texnologiya», 2006, 160 стр.

Под общей редакцией доктора экономических наук, профессора Пардаева М.К.

Рецензенты:
Салимов Б., доктор экономических наук, профессор,
Абдукаримов Б., кандидат экономических наук, доцент.

© Изд-во «Fan va texnologiya», 2006 г.

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы

Наука об оценке очень молода. Так, самый первый стандарт - «Стандарт по оценке бизнеса. BVS-1. Терминология» принят Комитетом по экономической оценке бизнеса в июне 1988 г. и одобрен Правлением Американского Общества Оценщиков (АОО) в январе 1989 г. [2.24]. С введением его в оценочной сфере самого развитого в мире рынка бизнеса – США - была обеспечена однозначность восприятия оценочных документов. И лишь в 1991 году были приняты стандарты по оценке бизнеса, методам оценки, оформлению отчета об оценке и др. [3.1].

Основные международные стандарты оценки были приняты Международным комитетом по стандартизации имущества МКСОИ (TIAVSC) лишь в 1994 г. В их состав вошли стандарты: МСО-1 «Рыночная стоимость как база оценки»; МСО-2. «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости»; МСО-4. «Оценка в целях финансовой отчетности и смежной документации» и др. [2.5-2.9].

При этом следует отметить, что эти стандарты в основном содержали этические нормы и организационные правила, сформированные практикой оценки, но не на основе научных исследований, комплексно охватывавших проблему оценки. Такое положение позволяет оценщикам, не находящим в теории четких детерминированных алгоритмов оценочных расчетов и ответов на свои многочисленные вопросы, рожденные в практике оценки, утверждать, что оценка – это искусство.

Дело в том, что в основе оценки лежит потребительная стоимость, которая широко варьируется в зависимости от вкусов и потребностей индивидов – потенциальных участников рынка бизнеса. К примеру, некоторое прибыльное предприятие может быть желанным приобретением для многих бизнесменов и оставлять равнодушным массу людей искусства, педагогов, врачей, простых рабочих и др. В практике

SamISI
Inv № 457356

оценки встречаются важные случаи, не находящие объяснения теории. Так, значительная часть территории нашей планеты находится в сейсмически опасной зоне. Под руководством д.т.н. Туйчиева Н.Д. группа отечественных ученых исследовала влияние реализации антисейсмических мер в строительстве зданий и сооружений в Узбекистане. Разработанные ими методики были утверждены Узгеодезкадастром в 1997 г. [6.8, 6.9]. Попытки применять их приводят к следующей ситуации. При оценке предприятия доходным методом фактор сейсмической устойчивости мало интересует инвестора. Ему безразлично, какова отраслевая специализация предприятия, ассортимент продукции и т.п. Само предприятие, выражаясь языком кибернетики, является для него «черным ящиком» главная цель которого – производство прибыли. Но если оценивать предприятие методом восстановительной стоимости, то в смете затрат будут присутствовать дополнительные расходы по обеспечению сейсмичности зданий и сооружений предприятия.

Развитие теории оценки бизнеса сильно осложняет многогранность объекта оценки, исследуемого с позиций экономики, финансов, менеджмента и маркетинга, воздействие применяемых работодателем стимулов на развитие предприятия, расширение его экономических связей с внешним миром, морально-психологический климат в трудовом коллективе и многое другое. То есть по существу теория оценки, основываясь на достижениях современных наук, является комплексной прикладной наукой, обосновывающей принципы, подходы, методологию, стандарты и методы расчета оценки. Для этого она исследует все факторы, влияющие на оценку объекта, ранжирует их по влиянию на конечный результат, определяет способы нахождения оценки, принимаемой в качестве окончательной среди множества их, полученных разными методами и т.д.

Мощный толчок развитию практики и теории оценки предприятия дала приватизация государственной собственности в многочисленных странах мира, начавших перестраивать экономику по рыночным принципам. Приватизация государственной собственности в Узбекистане вызвала к жизни необходимость в массовых масштабах проводить оценку продаваемого имущества предприятий различной отраслевой специализации и разных по стоимости входящего в их состав

имущества. Без этого широкомасштабные процессы разгосударствления и реформирования экономики Узбекистана осуществить было бы невозможно. Проблема рыночной оценки (стоимости) предприятия (РОП или РСП) возникает практически в процессе каждой сделки по купле-продаже предприятия целиком или значительной доли его активов – в форме контрольного или блокирующего пакета акций. Не имея РОП, инвестор не может вынести суждение о целесообразности предстоящего заключения сделки, рассмотреть ее выгодность под разными углами зрения. Сама же оценка представляется по-разному участникам рынка бизнеса: продавцу она всегда кажется заниженной, покупателю, наоборот, - завышенной. Без научно обоснованной теории оценки, опыта ее использования, отраженного в статистике заключенных сделок, эффективности сделок, определяемой на основе мониторинга результатов деятельности предприятий, у которых произошла смена собственника, невозможно вынести обоснованное суждение о тех или иных тенденциях в развитии рынка бизнеса. Диссертация посвящена узловым вопросам теории оценки – совершенствованию существующих методов оценки с учетом специфики переходной экономики Узбекистана.

Проблема оценки рыночной стоимости предприятия заключается в следующем:

- сложное взаимодействие объективных и неподдающихся количественной оценке субъективных факторов влияет на конечный результат, вследствие чего он у разных оценщиков не является одинаковой величиной, и это, на первый взгляд, ненормальное явление принимается всеми пользователями и заказчиками как неизбежность;

- недостаточная информационная обеспеченность процесса оценки предприятия. Обычно отсутствуют оценки влияния качества менеджмента и действующей на предприятии системы маркетинга на результаты хозяйственной деятельности, оказывающие решающее значение на величину стоимости предприятия;

- уровень либерализации экономики определяется теснотой связей предприятий страны с мировой хозяйственной системой. А формы этих связей многообразны: объединение капиталов с целью создания совместного предприятия, ввоз иностранным партнером зарубежных технологий и новой техники, выпуск импортозамещающей и экспортной продукции,

выкуп части активов предприятия иностранным инвестором. При формировании каждого вида связи тем или иным образом инвестор учитывает оценку предприятия с позиций своего опыта, знаний, методик, применяемых в его стране, а также в международной практике. Для успешного сотрудничества с ним необходимо не только знать его понятия об оценке, но и уметь рассчитать ее удовлетворительным для него методом, успешно преодолевая возникающие при этом разногласия;

- на величину оценки предприятия оказывают сильное влияние цены на его продукцию, стоимость его активов и пассивов, их структура. В условиях либерализации экономики перечисленные величины будут неодинаковыми для внутреннего рынка страны с переходной экономикой и страны иностранного партнера предприятия. Необходимо расчетами обосновывать и веско аргументировать взаимно согласованные величины их, приемлемые для обеих сторон, создавая соответствующие научные методы увязки и согласования окончательной оценки.

В качестве ***объекта исследования*** выступает в виде категории рыночная стоимость (оценка) предприятия (РСП или РОП) в условиях либерализации экономики Узбекистана. При этом объект исследования является категорией микроэкономики, которая в свою очередь является первичной ячейкой макроэкономики. В совокупном взаимодействии предприятий-объектов микроэкономики зарождаются тенденции будущего развития страны, описываемые показателями макроэкономики. Раскрытие объекта исследования осуществлено на основе законодательства Республики Узбекистан и нормативно – правовой базы по либерализации экономики и оценке предприятий, действующих национальных стандартов по оценке, а также стандартов оценки, принятых Международным комитетом оценщиков имущества. Для конкретизации РОП послужили оценки предприятий Ташкентской области, котирующихся на Республиканской фондовой бирже (РФБ), их годовые отчеты, на базе которых она рассчитывается.

Цель исследования заключается в анализе функционирования существующего института оценки предприятия в условиях либерализации, разработке путей совершенствования методологии оценки и в подготовке предложений по всеоб-

щему охвату предприятий услугами консалтинговых компаний по рыночной оценке имущества и активов предприятия. Чтобы в перспективе рыночная оценка предприятия могла стать не только всеобщим индикатором на рынке инвестиций, но и служить основой для расчета экономического потенциала и национального богатства страны.

Задачи исследования:

– анализ национальных особенностей, влияющих на практику рыночной оценки предприятия, выявление их практической целесообразности и научной обоснованности;

– расширение и углубление основ теории оценки на основе учета национальной специфики переходной экономики и разработка для этого не только новых методик, но и соответствующих программ расчета, реализуемых на базе широко распространенных персональных компьютеров;

– повышение эффективности национального института оценки, основанной на расчетах такой величины рыночной оценки предприятия в условиях либерализации, которая будет широко признаваема внутренними, зарубежными инвесторами и международными финансовыми и консалтинговыми организациями;

– привлечение иностранных инвесторов в отечественную экономику на основе достижения равновесия между спросом и предложением на рынке продаж предприятий, их активов, что будет способствовать ускоренному совершению сделок, активизации рынка бизнеса, переходу предприятий в руки реальных собственников и явится экономической основой повышения эффективности сферы материального производства продукции, работ и услуг.

На уровне микроэкономики исследованы:

– интересы участников рынка бизнеса, совершающих сделки по купле-продаже предприятия; характер проявляемых ими взаимосвязей под воздействием их интересов на процесс купли-продажи; суть возникающих в этом процессе конфликтов по РОП и пути их разрешения;

– практикуемые в Узбекистане методы рыночной оценки стоимости предприятия, различия между ними, преимущества и недостатки каждого из них. Возможности более полного учета специфики Узбекистана при их использовании с помощью соответствующих корректировок;

– эффективность методов корректировки РОП с помощью индексации оптовых промышленных цен на основные фонды;

– возможности рыночной оценки предприятия на основе краткосрочного прогнозирования курсовой стоимости акций открытой компании, выставляемых на фондовый рынок.

Общенаучную методологию исследования определили следующие принципы рассмотрения оценки стоимости предприятия: системность, развитие, единство объективного и субъективного в проблеме оценки, историческая обусловленность формирования института оценки в Узбекистане, обратная связь с рынком бизнеса, рыночная саморегуляция и внутренняя противоречивость РОП.

Для решения поставленных выше актуальной задачи расширения привлечения в Узбекистан иностранных инвестиций на основе развития теории и практики оценки национальных предприятий в условиях либерализации экономики в диссертации впервые в отечественной науке:

1) разработана методика анализа ежегодных индексов удорожания оптовых цен промышленности на инвестиционную продукцию на основе аппроксимации динамических рядов уравнениями регрессии различных типов. Обоснован временный характер необходимости применения индексов и утрата целесообразности их использования уже в ближайшие два-три года;

2) предложена методика анализа и прогнозирования курсовой стоимости акций открытой компании с помощью корреляционно-регрессионных методов обработки динамических рядов о стоимости заключенных на республиканской фондовой бирже сделок;

3) предложена методика и выполнены соответствующие расчеты по приближенной оценке влияния либерализации налогообложения на конкурентоспособность и прибыльность национальных предприятий;

4) доказано, что в Узбекистане имеют место специфические гудвиллы в форме трудового фактора и обеспеченности предприятия сырьем и материалами местного производства. Такие же гудвиллы свойственны другим странам СНГ, что создает международную базу для их учета и оценки в ходе определения рыночной стоимости предприятия. Это правомерно потому, что роль выявленных гудвиллов в Узбекистане и странах СНГ существенно выше, чем в развитых странах, где

вследствие высокого развития сети платных объектов социальной инфраструктуры и относительно равномерного их размещения по территории роль этих гудвиллов нивелируется и при оценке предприятия не учитывается;

5) внесены конкретные предложения по уточнению действующих в Узбекистане стандартов оценки и их переутверждению.

Теоретическая значимость исследования заключается в комплексном и во взаимосвязанном представлении социально-экономических аспектов оценки предприятия в условиях либерализации. Сформированы и обобщены некоторые специфические факторы, учитывающие влияние либерализации на оценку предприятия в условиях переходной экономики, и вытекающие на основе их учета выводы по совершенствованию института оценки в Узбекистане. На основе полученных эмпирических и научных данных внесены предложения по дальнейшему совершенствованию методологии оценки предприятия с целью активизации и развития бизнеса в условиях либерализации.

Практическая значимость работы определяется тем, что в ее рамках:

- разработана методика прогноза величины индексов оптовых промышленных цен на основные фонды, на основе которой доказан временный характер действия индексов и утрата ими своей функции в ближайшие два-три года. Это доказательство весьма привлекательно для иностранных инвесторов;

- определены требования к разработанной с помощью персональных компьютеров методики оценки предприятия на основе курсовой стоимости его акций. Чтобы быть доступной для широкого круга пользователей, она основана на типовом программном обеспечении персональных компьютеров низших моделей. Поэтому входящую в ее состав любую программу расчета можно эксплуатировать на базе компьютеров более высоких, иначе говоря, - всех других моделей;

Методика анализа оценки курсовой стоимости акций опубликована в декабрьском журнале налогоплательщика за 2005 г. в рубрике «В помощь инвесторам и оценщикам» под названием «Просчитаем, а стоит ли вкладывать средства?», она в январе 2006 г. принята Республиканской фондовой биржей для внедрения в практику обслуживания потенциальных инвесторов;

- разработанная методика анализа и расчета стоимости гудвиллов, специфичных для экономики Узбекистана и стран СНГ, может быть положена в основу научного выявления новых гудвиллов, повышающих инвестиционную привлекательность нашей республики. Предложено определять их величину и включать ее в рыночную оценку предприятия, в соответствии с международными стандартами рыночной оценки бизнеса.

Положения, выносимые на обсуждения ученых экономистов:

1. Достижение эффективности оценки предприятия основывается, прежде всего, благодаря переходу предприятий в руки реальных собственников в условиях либерализации.

2. Оценка предприятия в Узбекистане в определенной мере должна соответствовать ценностям народа, а также современным условиям социально-экономического развития, выражаемым платежеспособным спросом покупателей, и отвечать требованиям практической результативности в условиях либерализации. В то же время она не должна в существенной мере отклоняться от международных стандартов и практики оценки. Необходимо, чтобы заложенные в РОП основу принципы и подходы отражали международную практику оценки, признаваемую иностранными инвесторами, что будет содействовать притоку их инвестиций в экономику нашей страны.

3. В наследство от командно-административной системы независимый Узбекистан получил морально и физически устаревшие основные фонды, балансовая стоимость которых сформировалась на основе искусственно заниженных цен на сырье, материалы, топливно-энергетические ресурсы и отсутствия налогов на недра, воду и землю. Так как до настоящего времени часть этих фондов находится в эксплуатации, необходимо точнее учитывать их реальную рыночную стоимость. Поэтому необходимо доказать правомерность и эффективность практикуемой в нашей стране системы индексации стоимости основных фондов.

4. При использовании апробированных в мировой практике различных методов оценки предприятия нужно учитывать специфику экономики переходного периода, конкретные факторы либерализации, чтобы получить научно обоснованную РОП.

5. Благодаря развитию рынка бизнеса в нашей стране непрерывно расширяется статистика заключенных сделок. Необходимо показать возможности использования ее для целей математические модели и методы прогнозирования курсовой стоимости акций открытых компаний, чтобы представлять иностранным инвесторам научно обоснованный прогноз ее на краткосрочный период.

6. Требуется доказать на конкретных примерах, что либерализация налогового режима и другие ее факторы в Узбекистане способствуют повышению РОП.

7. Необходимо выявить и обосновать правомерность включения стоимости специфических для экономики Узбекистана и стран СНГ гудвиллов в РОП.

Монография состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии, включающей 122 наименования использованной литературы, в том числе, 10 на иностранном языке, 4 приложений (4 стр.). В ней, помимо приложения, имеются 29 таблиц, 8 рисунков.

ГЛАВА 1. АНАЛИЗ МЕТОДОЛОГИЧЕСКОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ РЫНОЧНОЙ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

1.1. Этапность формирования института рыночной оценки предприятий в Узбекистане и ее социально - экономическая обусловленность

С момента объявления Узбекистаном государственной независимости 31 августа 1991 г. и до введения в июле 1994 года национальной валюты – сум денежное обращение основывалось на рублях Госбанка СССР – банка государства, прекратившего в декабре 1991 г. свое существование и являвшегося его единственным учредителем. Актуальность проблемы формирования института оценки предприятий объяснялась тем, что с момента распада СССР рубль в качестве средства платежа ничем не был обеспечен, и стимулировать процесс приватизации национального имущества в период обращения рублевой массы было не целесообразно. Ее сущность осложнялась свойственными странам СНГ особенностями: низкий уровень жизни населения осложнял реализацию принципа платности приватизации, инвесторы не желали покупать предприятия вместе с дорогостоящими убыточными объектами социальной инфраструктуры и пр. Этот фактор отразился и на экономических основах приватизации.

Постановлением Кабинета Министров при Президенте Республики Узбекистан от 18 июня 1992 г. № 293 «Об организации работы по пересчету стоимости основных фондов по действующим ценам» [1.17] было сделано единственно возможное в то время. Был утвержден порядок проведения пересчета стоимости основных фондов предприятий, организаций и учреждений на основе общеотраслевых усредненных индексов цен на строительно-монтажные работы, машины и оборудование. Величина индексов рассчитывалась исходя из структуры строительства по межотраслевому балансу и индексов цен в отраслях народного хозяйства. В рассматриваемый

период времени еще действовали хозяйственные связи по кооперации производства и разделению труда между предприятиями бывшего Союза, но распад его уже вызвал гиперинфляцию. В сложившихся экономических условиях принятый не рыночный подход к оценке имущества обеспечивал в структуре цен национального производителя увеличение нормы амортизации, без чего предприятия не смогли бы накапливать средства на замену отслуживших свой срок средств производства.

Вслед за этим было утверждено «Положение об оценке стоимости имущества государственных предприятий и организаций, подлежащих выкупу, продаже, преобразованию в акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью» [1.18]. Оно устанавливало, что «оценка стоимости основных средств, подлежащих выкупу (продаже), осуществляется поэтапно на основе последовательного определения:

а) первоначальной (восстановительной) стоимости основных средств;

б) остаточной стоимости основных средств;

в) оценочной стоимости основных средств, но не ниже остаточной».

То есть в условиях почти полного отсутствия рынка основных средств производства и единственного существовавшего в то время документального источника для оценки стоимости предприятия - бухгалтерской отчетности подход к оценке в основном основывался именно на ней. Более того, названное положение предусматривало: «В случае, если предприятие выкупается членами трудового коллектива, орган, уполномоченный управлять государственным имуществом, может принять решение о выкупе предприятия в размере уставного фонда. При этом стоимость имущества также уменьшается на сумму непокрытых убытков и на стоимость объектов непроизводственного назначения, не переданных на баланс местных Советов народных депутатов, а трудовой коллектив становится правопреемником обязательств выкупаемого предприятия».

Оба названных постановления правительства составили нормативно – правовую и расчетную базу оценки стоимости предприятия, на которой основывались первоначальные приватизационные решения руководства страны. Естественно, что вскоре выпущенное вслед за ними 23 сентября 1992 г. по-

становление правительства, открывшее дорогу так называемой «малой приватизации»: «О мерах по организации разгосударствления и приватизации предприятий и организаций местной промышленности, бытового обслуживания населения, государственной торговли и общественного питания» [1.19] - содержало в себе ряд норм защиты от продажи национального имущества пришлым покупателям с мешками и чемоданами ничем не обеспеченных советских рублей. В соответствии с провозглашенными Президентом Республики Узбекистан И.А. Каримовым принципами социальной защиты населения в условиях реформирования экономики страны, предусматривалось:

«обеспечение социальной справедливости, защиты интересов и прав каждого работника и трудового коллектива в целом;

самостоятельное определение трудовым коллективом организационно – правовых форм разгосударствляемых предприятий (организаций);

первоочередное преобразование в другие формы собственности низовых структурных звеньев по заявкам трудовых коллективов, с учетом их готовности;

предоставление ветеранам труда, ушедшим на пенсию с данного предприятия, а также членам трудового коллектива, проработавшим на нем не менее 10 лет, возможности приобретения акций, выкупа имущества на льготных условиях и в рассрочку;

безвозмездность передачи в собственность трудовых коллективов разгосударствляемых предприятий объектов социальной инфраструктуры и охраны окружающей среды, находящихся на их балансе;

«обеспечение полной гласности, широкой информированности работников отрасли и контроля со стороны коллективов предприятий, профсоюзных и других общественных организаций за процессом разгосударствления и приватизации».

Забота об интересах населения, самую активную часть которого представляли собой трудовые коллективы, находилась постоянно в фокусе внимания правительства. Его постановлением от 3 января 1993 г. №3 [1.20] был утвержден обширный перечень дополнительных льгот, предоставляемых трудовым коллективам, вовлеченным в малую приватизацию. При этом в частности, учитывались осуществляемые трудовым

коллективом меры по социальной поддержке населения, что стимулировало широкое участие всех предприятий в этом высоко значимом общенациональном процессе своеобразной взаимопомощи. Тем самым государство как бы возвращало трудовому коллективу его вклад в социальное благополучие общества. В целом льготы были таковы:

«безвозмездно передается часть государственного имущества, приобретенного, построенного предприятием за счет его чистой прибыли, а также заемных средств, возмещенных из этой прибыли;

при принятии новым собственником обязательств по поставкам для государственных нужд товаров народного потребления для социально уязвимых слоев населения (детей, лиц старшего возраста, инвалидов) в объемах не менее 50 процентов производственной программы предусматривать со стоимости подлежащего выкупу имущества в размере 20 процентов.

Первоначальная стоимость выкупаемого имущества уменьшается на:

стоимость конкретных основных фондов, каждый из которых имеет физический износ 70 и более процентов, и передаваемых трудовому коллективу безвозмездно;

часть стоимости инженерных сетей (электро-, газо-, тепло-, водоснабжения, канализационные и дренажные коллекторы, насосные установки и др.), находящиеся на балансе основного производства и используемых для обслуживания объектов социальной инфраструктуры и охраны окружающей среды, передаваемых трудовому коллективу безвозмездно.

Передавать безвозмездно полностью амортизированные небольшие, с числом рабочих мест до трех, бытовые объекты (парикмахерские, мастерские по ремонту обуви, одежды и др.), при условии заключения на срок не менее трех лет соглашений о взаимных обязательствах сторон по сохранению профиля деятельности, объемов оказываемых услуг, без права продажи, передачи на период действия договора другим негосударственным юридическим лицам и гражданам.

В сельской местности осуществлять передачу трудовым коллективам безвозмездно указанных объектов на тех же условиях независимо от уровня изношенности основных фондов».

А в нашей республике на основе разработанной Президентом Республики Узбекистан И.А. Каримовым националь-

ной модели перехода экономики Узбекистана к рыночным условиям функционирования [1.13-1.16] удалось обеспечить не только социальную справедливость и общественную устойчивость, но реализовать платную приватизацию. Государственная, а по существу - ничейная собственность на первых порах, до формирования рынка основных средств стала переходить преимущественно в руки неопытных, часто неэффективных собственников – трудовых коллективов предприятий. Впоследствии, с укреплением рыночных отношений в результате свободного обращения на рынке долей, паев и акций, а также – целых предприятий собственность попадала в руки тех, кто сумел наладить современную систему управления производством, маркетинг, освоить выпуск конкурентоспособной продукции. Так состоялось начало формированию рыночной экономики в секторе малой приватизации, и, причем, произошло оно в исторически кратчайшие сроки – менее чем за полтора года. В результате малой приватизации появилось 52268 новых собственников, 95 % которых ранее не имели статуса юридического лица. Приватизация имела подлинно массовый характер и привела к созданию 12561 частных объектов собственности в сфере бытового обслуживания, 10638 – в торговле, 4753 – в системе заготовок продукции и 24316 – в потребительской кооперации [5.4]. В стране появилось 28846 частных предприятий, 95 % из них не имело ранее статуса юридического лица. Из состава названных предприятий были выведены 53902 приватизированных объекта, получивших права полной экономической самостоятельности [5.3, 5.4]. Приватизированные объекты стали началом формирования рынка бизнеса в Узбекистане.

Основанная преимущественно на частной форме собственности независимая торговля стала сама выбирать товары, пользовавшиеся спросом у покупателей, способствуя объективному переходу от диктата производителя советских времен к диктату потребителя, в реализации которого она выполняла функции посредника. Те собственники в торговой сфере, которые не следовали этому правилу, быстро разорялись, а их предприятия приобретали более опытные и знающие торговцы. Аналогичные процессы происходили в сфере бытового обслуживания населении и общественного питания. Так в интересах потребителя проявлялась социальная сущность изменения формы собственности в Узбекистане.

Ускорению приватизации, формированию рынка основных средств и применению рыночных методов оценки имущества способствовало введение Узбекистаном с июля 1994 г. полноценной национальной валюты – сум. Ею могли располагать только национальные предприятия и граждане республики, а из нерезидентов – лишь учредители и собственники совместных и полностью иностранных предприятий. Для доступа на отечественный рынок средств производства иностранных инвесторов необходимо было не только разработать адаптированные к местным условиям методы рыночной оценки предприятий, но и сформировать достаточный рынок бизнеса на основе реализации политики поддержки малого и частного предпринимательства (МЧП). Поскольку изначально МЧП рассматривалось в качестве потенциального рынка труда и занятости, то в Узбекистане были приняты широкомасштабные меры по его развитию.

В 1994 г. для обслуживания ускоренно формирующегося негосударственного сектора экономики в Узбекистане были созданы важнейшие институты рыночной инфраструктуры: Республиканская фондовая биржа (РФБ), Республиканская биржа недвижимости (РБН), Республиканская товарно-сырьевая биржа (РТСБ), Национальный депозитария (НД) «Вакт». Следует отметить, что создание НД во многом способствовало строгой фиксации размещения и движения акций в разрезе регионов, отраслей, упорядочению начисления дивидендов на них, четкому подтверждению прав собственников акций.

Так как МЧП рассматривалось в качестве емкого рынка труда и занятости, то в Узбекистане были приняты широкомасштабные меры по его развитию. С их помощью в одном только 1995 г. было создано 64428 предприятий, из них – 36443 частных, 17272 - дехканских и фермерских, 10713 – малых [5.4]. Так было положено начало формированию рынка бизнеса, масштабы которого росли с каждым годом.

Для обслуживания массового приватизационного процесса в Узбекистане быстро сформировался институт оценки имущества во главе с Агентством по недвижимости и инвестициям, региональными экспертными центрами по оценке имущества, к которым присоединились Самаркандская Международная Бизнес Школа и оценочные фирмы. Институт Экономического Развития Всемирного Банка помог в подготовке пяти международных семинаров в Самарканде - по

Инв № 457356

оценке недвижимости (1995 г.) и по основам анализа и оценки бизнеса (1996 и 1997 гг.) [6.3, 6.4]; в Бухаре по оценке бизнеса (1996 г.); в Ташкенте по оценке недвижимости (1998 г.) [6.9]. На этих семинарах прошло обучение более трехсот местных специалистов-оценщиков. Оценочные организации республики установили контакты с зарубежными оценочными компаниями и Международным комитетом стандартов оценки. На общественных началах в 1997 г. было создано Республиканское общество оценщиков. Предложение услуг по оценке полностью удовлетворяло платежеспособный спрос на них.

Сформировавшийся таким образом институт оценки внес свой вклад в успешное осуществление приватизационных процессов в Узбекистане, обеспечив их социальную направленность.

1.2. Рыночная оценка предприятия и ее роль в условиях либерализации экономики

Либерализация вынуждает хозяйство любой страны функционировать на основе исторически сформировавшихся и оправданных мировым опытом развития правил рыночной экономики, которая отличается высокой прагматичностью и целенаправленностью. В условиях рынка ни один предприниматель не станет строить объект с неясными результатами его назначения и использования для какой-либо конкретной цели. Не будет делать этого и государство с подлинной демократией, поскольку использование бюджетных средств образовавшихся за счет налогов с населения и юридических лиц, находится под контролем избранных ими депутатов, обязанных следить за обоснованностью каждой статьи расхода. Прагматизм рыночной экономики приводит к качественно новым принципам оценки предприятия, ключевыми факторами которой являются его прибыльность, устойчивость (или противоположное ему качество – риск), ликвидность (возможность, при необходимости продать предприятие и как быстро и по какой именно цене).

Отметим, что в этих трех названных факторах нет места балансовой оценке стоимости предприятия, которая носит исторический характер и отражает затраты, понесенные в период строительства предприятия и амортизационный процесс восстановления его первоначальной стоимости. Балансовая

стоимость в условиях рынка приобрела в значительной мере справочный характер и используется для оценки затратными методами, в которых она выступает в модернизированной форме после различного рода преобразований и корректировок. В качестве наглядных антиподов рыночному подходу можно привести примеры неразумного создания предприятий, которые стали долгостроями г. Ташкента из прошлого командно-административной экономики, и в частности, - разбираемое высотное здание на углу улиц А. Навои и Ш. Рашидова, предназначавшееся в 1980-х годах для размещения Главного вычислительного центра Госплана.

Но помимо отмеченных инвестиционных рисков, связанных с командно-административной экономикой, имеются классифицированные в различной форме сведения о рисках, которыми пользуются консалтинговые и оценочные компании. Так, крупнейшей мировой консалтинговой компанией «Делойт и Туш» исключительно для использования в качестве учебного пособия Институтом Экономического развития Всемирного Банка и Американским Обществом Оценщиков в качестве условного примера разработан пакет документов по оценке совместного предприятия «Путешественник» [6.3, С. 64]. В составе этого пакета имеется таблица, классифицирующая риск по странам. Сокращенные сведения из нее приведены в табл. 1.1.

Даже беглое ознакомление с перечисленными в табл. 1.1 факторами риска дает наглядное представление о чрезвычайной сложности и широком круге вопросов, связанных с точным определением рыночной стоимости предприятия. И в то же время становятся понятными настойчивые шаги правительства Узбекистана, по реализации мероприятий, способствующих повышению рейтинга и рыночной оценки национальных предприятий, их привлекательности для иностранных инвесторов. Для максимально возможного снижения рисков политического характера руководством страны обеспечены [1.1, 1.3, 1.7-1.9, 1.12]:

- стабильность правительственного курса на последовательное реформирование национальной экономики, обеспечивающая предсказуемость национальной политики;
- в законодательном порядке: исключены возможности экспроприации и национализации, создан благоприятный инвестиционный климат;

- четко урегулированы все отношения собственности; регламентировано вмешательство государственных органов управления в деятельность хозяйствующих субъектов; твердо определено равенство всех форм собственности, меры по стимулированию развития частного сектора экономики; урегулированы правовые основы и нормы взаимоотношений между хозяйствующими субъектами;

Таблица 1.1.

Классификация риска по странам

№	Факторы	Тип	Ранг*
1	Вероятность резкой смены состава правительства или государственной политики		1,2
2	Политика экспроприации	Политический	1,3
3	Политика национализации	Политический	1,3
4	Отношение к иностранным инвестициям	Политический	1,3
5	Местное законодательство о собственности	Политический	1,3
6	Конвертируемость национальной валюты	Финансовый	1,3
7	Вмешательство государства в управление	Политический	1,4
8	Регулирование цен	Финансовый	1,4
9	Экономический рост	Экономический	1,5
10	Настроения против частного сектора	Политический	1,7
11	Обязательность в исполнении договоров	Политический	1,8
12	Наличие и стоимость местной рабочей силы	Хозяйственный	1,8
13	Отношения со страной материнской компании	Политический	1,9
14	Качество правительственного руководства страной	Политический	1,9
15	Стабильность национальной валюты	Финансовый	1,9
16	Налоговые ставки	Финансовый	1,9
17	Отношения с сопредельными странами	Политический	2,0
18	Способность навязывания непопулярных экономических методов	Политический	2,0

19	Уровень инфляции	Финансовый	2,0
20	Возможность местного финансирования	Финансовый	2,0
21	Требования национального характера	Политический	2,0
22	Влияние профессиональных союзов	Политический	2,0
23	Привилегии для национальных конкурентов	Политический	2,0
24	Социально-культурные факторы	Политический	2,1
25	Положение иностранных граждан	Политический	2,1
26	Внешний долг	Финансовый	2,1
27	Энергетическая зависимость	Экономический	2,1
28	Бюрократизм	Политический	2,2
29	Сальдо платежного баланса	Экономический	2,2
30	Местная стоимость фондов	Финансовый	2,3
31	Доход на душу населения	Экономический	2,4
32	Отношение резервы/импорт	Экономический	2,5

Источник: INTERNATIONAL RISK MANAGEMENT

** Численное значение ранга используется оценщиком для корректировки оценки за риск по стране.*

- государством провозглашена политика содружества с соседними странами; если экономические требования национального характера вступают в противоречие с нормами международного права, то признается приоритет международных договоров и соглашений. Политика протекционизма местному предпринимательству проводится взвешенно. Например, государством не поддерживаются те предприятия машиностроения, деревообрабатывающей отрасли, которые ориентированы в основном на переработку завозимых издалека ресурсов, что удорожает их стоимость, и не обеспечивает конкурентоспособность на внешних рынках, а также на внутреннем рынке, по сравнению с импортными товарами. Не поставляя свою продукцию на экспорт в достаточном количестве, предприятие за счет своих доходов не может оплачивать импорт сырья и материалов;

- для жизнедеятельности иностранных граждан созданы нормальные условия;

- для пресечения бюрократизма созданы телефоны доверия в парламенте страны, в Торгово-промышленной палате, Государственном налоговом комитете, Государственном ко-

митете по демонополизации и развитию конкуренции и других органах государственного управления, по всем поступившим сигналам проводятся разборы и устраняются выявленные недостатки.

Не менее масштабны государственные меры по финансовому оздоровлению экономики страны:

- с 2003 г. обеспечена конвертация национальной валюты по текущим платежам; в перечне регулируемых цен осталось менее десяти самых остро необходимых товаров (хлеб, растительное масло, хозяйственное мыло и т.д.) [1.15]. Обеспечена высокая стабильность национальной валюты; от года к году снижаются налоговые ставки; уровень инфляции неуклонно уменьшается. Коммерческие банки способны удовлетворить потребности в местном финансировании бизнес-планов, отвечающих принятым в международной практике кредитования требованиям. Внешний долг страны гораздо ниже уровня, выше которого возникают связанные с ним риски осложнения внутренней хозяйственной среды; при определении стоимости фондов используются рыночные методы оценки, широко практикуется продажа имущества через аукционы и конкурсы. Государством определен порядок продажи экономически слабых предприятий по пониженным ставкам или даже за 1 доллар США, в случае принятия на себя покупателем инвестиционных обязательств.

Благодаря успешно осуществляемому реформированию экономики:

- Узбекистан первым среди стран СНГ в 2000 г. превзошел уровень производства 1991 г., обеспечен дальнейший неуклонный экономический рост, на основе которого увеличиваются масштабы национальной экономики. Наша республика не только обеспечила энергетическую независимость, но и поставляет излишки произведенных энергоресурсов на экспорт;

- доход на душу населения и отношение резервы свободно конвертируемой валюты/импорт постоянно растут;

- сальдо платежного баланса положительное.

Особо следует подчеркнуть весьма привлекательные для иностранных инвесторов особенности местного рынка труда. Уровень общего и специального образования в Узбекистане весьма высок, что позволяет внедрять высокотехнологичные проекты. Рабочая сила по стоимости низка, но в то же время квалифицирована и отличается дисциплинированностью.

При осуществлении работ оценке следует иметь в виду позитивное влияние проводимых руководством республики мероприятий, влияющих на повышение рыночной стоимости национальных предприятий путем снижения до возможного минимума отмеченных выше факторов риска.

Очевидно, что по существу РСП является агрегированным показателем, воплощающим в себе влияние учтенных оценщиком факторов, так или иначе изменяющих при расчете ее величину. Осуществляя функции своеобразного эквивалента эффективности на уровне микроэкономики, или уровне предприятия, совокупная рыночная оценка в то же время определяет эффективность национальной экономики, объединяя в себе множество оценок входящих в нее предприятий. Для этой цели в нашей стране уже в первые годы независимости созданы и успешно используются институты рыночной инфраструктуры:

- фондовый рынок (ФР), включающий з себя частный и государственный акционерный капитал в акциях и иных ценных бумагах (ЦБ);
- рынок бизнеса, к которому относятся не акционированные негосударственные предприятия (РБ);
- рынок недвижимости, охватывающий частную и государственную недвижимость, приносящую доход ее владельцам.

На базе ведущих национальных предприятий с помощью различных индексов определяется уровень активности бизнеса в стране в целом. Так в рыночной экономике функционирует тесная связка между рыночной оценкой каждого предприятия и национальной экономикой.

Рыночная стоимость (оценка) предприятия (РСП или РОП) является сводным агрегированным показателем, на основе которого инвестором принимаются стратегические решения по инвестированию предприятия, приобретению его целиком или доли, составляющей контрольный пакет, или в объеме портфельных инвестиций, обеспечивающих получение дивидендов выше среднеотраслевого уровня. Правильность определения величины РСП прямым образом влияет на эффективность принимаемых инвестором решений, скорость их реализации и косвенным образом, вследствие оздоровления предприятия, повышению конкурентоспособности его самого и экономики страны в целом. А РСП, в свою очередь, зави-

сит от структуры, достоверности и полноты данных, содержащихся в первичном учете и используемых для ее расчета различными принятыми в международной практике оценки методами.

В практике рынка бизнеса в зависимости от целей заключаемых сделок используются различные виды стоимости, знание сущности которых помогает оценщику правильно выбрать соответствующий метод оценки предприятия. Определения видов стоимости систематизированы в табл. 1.2.

Таблица1.2.

Определения видов стоимости, используемых на рынке бизнеса в практике заключаемых сделок

Виды стоимости	Определения видов стоимости
Обоснованная рыночная стоимость (fair market value)	Цена сделки купли-продажи предприятия, обе стороны которой заинтересованы в ее заключении, достаточно информированы об ее условиях, считая их справедливыми, действуют не по принуждению и обладают достаточно полной информацией об объекте и условиях сделки.
Обоснованная стоимость (fair value)	Стоимость предприятия, определенная через стоимость неконтрольного пакета его акций. Применяется при рассмотрении судебных исков, возбужденных акционерами.
Инвестиционная стоимость (investment value)	Стоимость предприятия, основанная на бизнес-плане его развития, учитывающая издержки, ожидаемые доходы и риск его реализации.
Полная стоимость замещения (replacement cost new)	Выраженная в текущих ценах усредненная стоимость выбранной группы предприятий-аналогов в заключенных сделках, с допустимым приближением аналогичных оцениваемому предприятию.
Стоимость действующего предприятия (going-concern value)	Стоимость предприятия, имеющего собственные активы, товарно-материальные запасы, постоянную рабочую силу, выполняющего заказы на выпускаемую продукцию и не находящегося под угрозой прекращения работы.
Балансовая стоимость (book value)	Стоимость предприятия, определяемая на основе годового отчета как разница между

	общей стоимостью активов (за вычетом износа, использованных ресурсов и амортизации) и общей суммой обязательств.
Скорректированная балансовая стоимость (adjusted book value)	Балансовая стоимость предприятия, получаемая после корректировки в бухгалтерских книгах отдельных статей с целью обеспечения соответствия численных значений активов и обязательств баланса их рыночной стоимости.
Ликвидационная стоимость (liquidation value)	Стоимость выручки от продажи активов предприятия по частям. Упорядоченная ликвидация, как правило, предусматривает подготовительный период от шести до девяти месяцев на ее подготовку. Сроки ликвидации предприятия на аукционе устанавливаются его регламентом.

Информация табл. 1.2 наглядно отражает, как под воздействием цели проведения оценки формировались разные виды стоимости предприятия. Необходимость знания тонкостей связи между ними подчеркнул Шеннон Пратт [3.6] *«Я сталкивался буквально с сотнями неверных оценок компаний вследствие того, что оценщику не удавалось выбрать ту методологию, которая соответствовала бы цели проведения оценки, или из-за того, что заказчик пытался использовать оценку в каких-либо целях, для которых она не была предназначена»*. Так как заказчики сами по себе неоднородны, для дальнейшего изучения проблемы нужна их классификация в разрезе преследуемых ими интересов.

1.3. Классификация участников рынка бизнеса в разрезе их интересов в оценке предприятия

В Узбекистане для оживления рынка бизнеса необходимы научно обоснованные оценки предприятия, способные обеспечить взаимопонимание участников рынка бизнеса и тем самым помочь им быстрее придти к цене равновесия сделки. Чтобы как можно успешнее решить эту задачу, целесообразно разобраться в их различных интересах, а чтобы преодолеть трудности, связанные с их многочисленностью и разнородностью, нужна соответствующая классификация. Ключом к создаваемой классификации выберем отношение к оценке пред-

приятия, корнем которой являются их интересы в потенциальной сделке купли-продажи предприятия. В первую группу отнесем продавцов предприятия. В качестве продавца предприятия может выступать сам собственник или уполномоченное им юридическое или физическое лицо (рис. 1.1). То же самое относится и к покупателю, поэтому изображенная на рисунке схема оказалась симметричной.

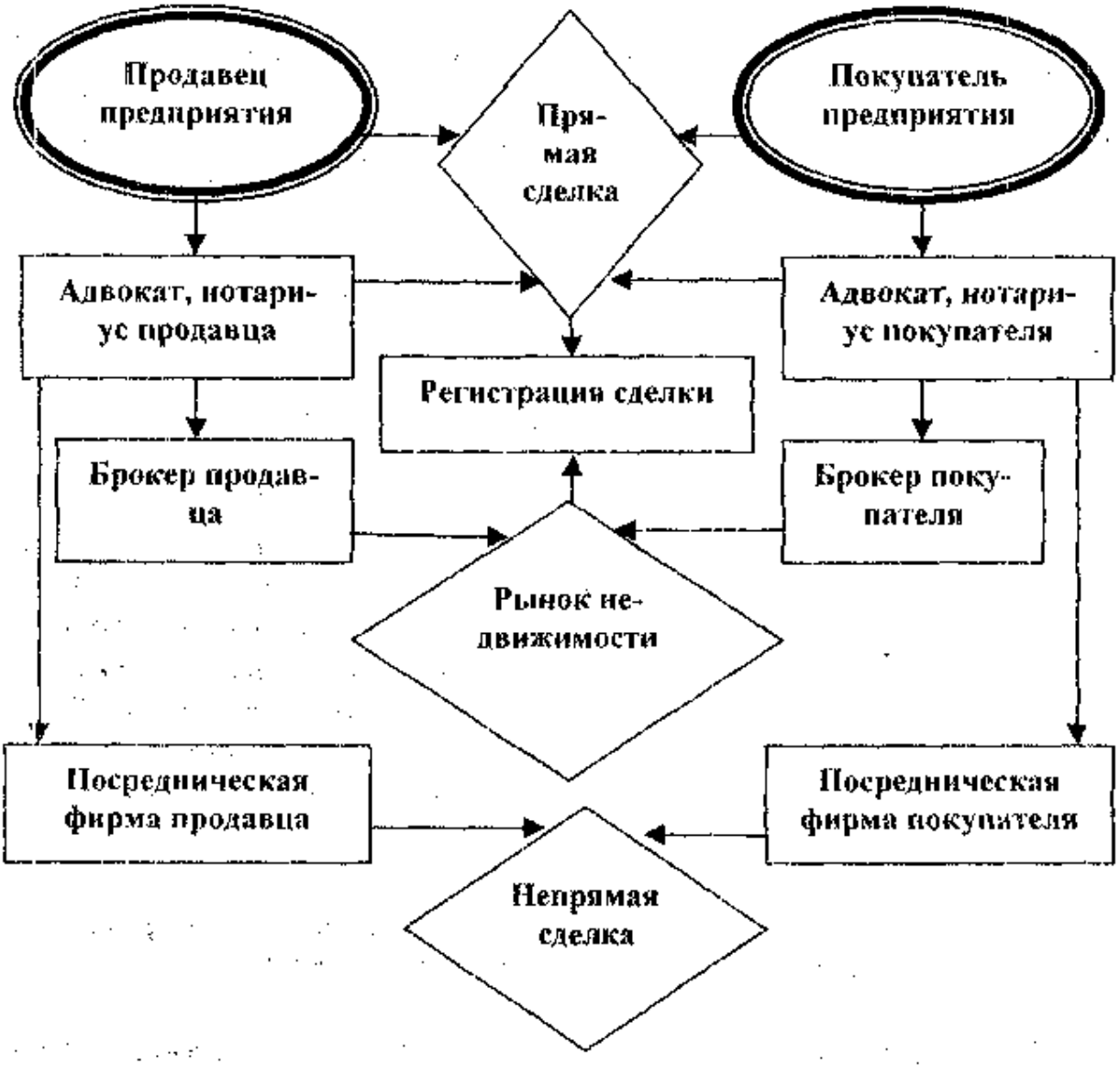


Рис. 1.1. Взаимодействие основных участников рынка бизнеса.

В роли уполномоченных лиц, как у продавца, так и у покупателя могут выступать их наемные адвокаты или нотариусы. Благополучие, оплата труда, уровень внутрифирменного сервиса этих наемных работников находится в огромной за-

висимости от финансового положения их работодателя, с которым у них за много лет совместной работы между ними часто складываются не только чисто должностные, но также и прочные личные отношения взаимного уважения и доверия. Будучи доверенными лицами, адвокаты или нотариусы получают от своего работодателя только ключевую информацию, например, собственник предприятия может установить им нижний порог цены, выше которого можно заключать сделку, условия и сроки платежа. Во всем остальном, доверенный представитель свободен в своих действиях.

Если продаваемым предприятием является объект торговли, питания, сферы бытового или технического обслуживания, каких много выставляется на открытый рынок бизнеса, он может перепоручить подготовку и заключение сделки своему брокеру. Если же объект нетипичен, специализирован в рамках какого-либо вида деятельности, то за помощью можно обратиться к посреднику, в роли которого выступают фирмы, специализирующиеся на подготовке сделок по купле-продаже предприятий, консалтинговые или оценочные фирма.

Здесь уместно заметить, что когда в Узбекистане намечалась приватизация крупных стратегических объектов, то договором с привлекаемыми консультантами «Делойт и Туш», «Артур Андерсен» предусматривалось не только выполнение ими работ по оценке объекта, но поиск ими потенциальных покупателей. А оплату выполненных консультантом работ предусматривалось осуществить за счет средств от продажи объекта. Таким образом, интересы собственника и посредника тесно увязывались ради достижения поставленной цели. Аналогичным образом действовали посредники на Украине при продаже иностранному инвестору принадлежащей государству табачной фабрики. Надо полагать, что такого рода опыт сотрудничества не является исключительным, и поэтому на его примере можно представить различные формы увязки интересов собственника и посредников на рынке бизнеса.

При всем кажущемся незначительном числе основных участников рынка бизнеса между ними может возникнуть достаточно большое количество связей, что отражено в таблице 1.3.

Таблица 1.3.

Количество связей, возникающих между основными участниками рынка бизнеса

Основные участники рынка бизнеса	Покупатель предприятия	Нанятый покупателем адвокат, нотариус	Нанятый адвокатом брокер	Нанятый адвокатом посредник
Собственник предприятия	Прямая сделка (ОНВ)	Прямая сделка (ОНВ)	Прямая сделка (ОНВ)	Прямая сделка (ОНВ)
Нанятый собственником адвокат или нотариус	Прямая сделка (ОНВ)	Непрямая сделка (СВ)	Непрямая сделка (СВ)	Непрямая сделка (НВ)
Нанятый адвокатом брокер	Прямая сделка (ОНВ)	Непрямая сделка (СВ)	Непрямая сделка (ВВ)	Непрямая сделка (НВ)
Нанятый адвокатом посредник	Прямая сделка (ОНВ)	Непрямая сделка (НВ)	Непрямая сделка (НВ)	Прямая сделка (ОНВ)

Примечание: Буквами в скобках отмечены вероятности взаимодействия участников рынка бизнеса: ОНВ – очень низкая вероятность; НВ – низкая вероятность; СВ – средняя вероятность; ВВ –высокая вероятность.

При количестве четырех основных участников рынка бизнеса между ними возникает 16 возможных видов взаимосвязей. Однако вероятности этих связей различны. Крайне маловероятно, что сам собственник или покупатель будут в одиночку осуществлять весь процесс купли-продажи предприятия. Такое возможно лишь для малых частных предприятий, микрофирм, все дела которых собственник, как правило, вел самостоятельно, и потому он лучше кого-либо знает обо всех достоинствах и недостатках своего предприятия. Да и штат экономических и финансовых работников на малых предприятиях и, тем более, в микрофирмах отсутствует, все дела ведет сам хозяин. Табл. 1.3 позволяет определить структурный состав участников рынка бизнеса, исходя из вероятностей их участия в подготовке и заключении сделки. А знание их компетенции помогает лучше устанавливать взаимодействие в интересах при подготовке сделки.

Объективно обусловленная рыночная оценка предприятия важна для дальнейшего развития частного сектора экономики в Узбекистане, ибо она:

- ускоряет решение проблем создания совместных предприятий и вклада каждой стороны в его организацию;

- помогает быстрому установлению взаимопонимания между участниками рынка бизнеса при совершении сделок купли-продажи предприятий;

- обеспечивает приток иностранных инвестиций в стратегические и иные крупные предприятия, приватизацию которых готовит Бюро индивидуальной приватизации (БИПП), созданное совместно Госкомимуществом Республики Узбекистан и Всемирным Банком для преодоления специфических сложностей разгосударствления подобных объектов. Дело в том, что они, как правило, являются градообразующими предприятиями и играют ключевую роль не только в производстве продукции, но и в решении проблем занятости тяготеющей к ним территории, развития транспортной инфраструктуры в увязке со своими производственными задачами, обеспечении природоохранных мероприятий и т.д.;

- является основой для акционирования предприятий с целью привлечения в их развитие внешних инвестиций, что, в свою очередь, способствует ускоренному расширению вторичного фондового рынка страны, его открытости для зарубежных инвесторов. А полноценный вторичный рынок является аккумулятором денежных средств населения, многие представители которого не в состоянии осуществлять на нем крупные операции из-за недостаточности имеющегося свободного капитала. Но гражданин, ставший акционером, начинает проявлять интерес к действующему законодательству Республики Узбекистан, содержащимся в нем гарантиям защиты прав акционеров и инвесторов, в нем зарождается гражданская позиция заинтересованности в политической стабильности, отсутствии в законах лазеек для махинаций, которые приводили к банкротству экономических гигантов и многих тысяч их акционеров.

Отсюда ясно, сколь важно создавать благоприятные условия для активизации рынка бизнеса, вовлечения в него новых участников соответственно их возможностям и интересам. В каждом из вариантов сделок индивидуальны полномочия участников, условия, форма заключения и регистрации сделки. Теперь можно упростить дальнейший анализ действий каждого из участников рынка бизнеса, используя приведенные на рисунке связи, объединяющие их интересы. Так, собственни-

ка предприятия и его наемных работников и представляющих его интересы посредников объединим в одну группу и дадим ей обобщенное название «продавец», учитывая, что главное и определяющее их согласованные действия на рынке — продажа предприятия. Соответственно объединим под общим названием «покупатель» группу, состоящую из покупателя, его наемных работников и представляющих его интересы посредников. После такого обобщения уже проще рассмотреть интересы «продавца» и «покупателя».

Таким образом, осуществленные группировки резко сокращают объем аналитической работы, связанной с исследованием рынка и помогают предвидеть их поведение, находящееся в прямой зависимости от их личных интересов.

Принимая решение о продаже предприятия целиком, его собственник может руководствоваться следующими интересами:

1.1. Получить от сделки свободные средства для приобретения другого, более выгодного предприятия;

1.2. Избавиться от малодоходного предприятия, не имеющего на взгляд собственника реальную перспективу развития, прежде чем оно станет экономически несостоятельным.

Но если собственник видит в оптимистических цветах будущее своего предприятия, то он не станет продавать предприятие целиком. А лишь выставит на продажу его часть, долю. В этом случае его интересы могут быть направлены в другую сторону - вырученные от продажи доли средства послужат следующим целям:

1.3. Расширение производства обеспеченной спросом продукции и увеличение прибыли за счет экономии постоянных расходов;

1.4. Укрепить устойчивость работы предприятия, его финансовое положение за счет пополнения оборотных средств доходом от сделки. Вследствие этого повысить интенсивность производства и его эффективность;

1.5. В соответствии с данными маркетинга своевременно осуществить диверсификацию производства для увеличения сбыта пользующейся высоким спросом новой продукции;

1.6. Приобрести на доход от сделки пакет акций с высоким дивидендом, что станет новым источником прибыли для предприятия.

1.7. Купить на вырученные от сделки средства активы, которые по тем или иным причинам получили заниженную оценку, например, вследствие продажи какого-либо предприятия по частям, недооценки его активов при ликвидации, срочного закрытия вследствие грубых нарушений экологии и др.

В свою очередь, потенциальный покупатель ищет выгоду от приобретения предприятия в следующем:

2.1. Используя имеющиеся временно свободные средства для приобретения выгодного предприятия.

2.2. Купить по низкой цене малодоходное предприятие, прежний собственник которого не увидел реальную перспективу развития предприятия, так как ему были неизвестны факторы, о которых каким-либо образом узнал покупатель. Так, в случае реализации намерений городской администрации построить вокруг территории, занимаемой предприятием, жилой комплекс, увеличится спрос на продукцию и услуги предприятия. Или покупателю стали известны планы расширения соседнего предприятия, для чего придется купить прилегающий земельный участок, занятый предприятием. И в этом случае, играя на нужде соседа, можно с высокой прибылью перепродать купленное предприятие. Заинтересованность покупателя в низкой цене предприятия объясняется еще тем, что для реализации имеющихся у него планов замены устаревших основных фондов и пополнения оборотного капитала он хочет сэкономить деньги на покупке предприятия, пустив их на свои нужды. Кроме того, покупателю, как и любому бизнесмену, известно, что любые инвестиции содержат в себе риск неокупаемости вложений, и поэтому он стремится к низкой цене, чтобы частично покрыть возможный риск от покупки.

Покупатель с помощью квалифицированных консультантов и оценщика увидел новые перспективы приобретаемого предприятия. Располагая некоторым объемом свободных средств, имея хорошую кредитную историю, что позволяет беспрепятственно получать банковские кредиты, он намерен развить его следующим образом:

2.3. За счет сокращения выпуска неходовой продукции расширить производство того ассортимента продукции, который обеспечен спросом, и тем самым достичь прибыли без существенных капиталовложений.

2.4. Укрепить устойчивость работы предприятия, его финансовое положение путем отказа от невыгодных поставщиков сырья и материалов в пользу более выгодных, выйти на новые рынки сбыта продукции, используя имеющиеся у него каналы связи. За счет отмеченных факторов нарастить объемы производства и повысить его эффективность.

2.5. В соответствии с имеющейся у него маркетинговой информацией диверсифицировать производство, перейдя на выпуск пользующейся высоким спросом новой продукции.

2.6. Осуществить комплекс мероприятий, повышающих рыночную стоимость предприятия, что станет потенциальным источником прибыли в будущем, если продать купленное предприятие по высокой цене.

2.7. Повысив рыночную цену предприятия, акционировать его и часть акций или облигации выпустить на открытый фондовый рынок для свободной продажи инвесторам и получить дополнительный источник для новых инвестиций.

Из рассмотрения в существенной мере противоречивых интересов продавца и покупателя на рынке бизнеса все же очевидно, что реализация их намерений обеспечивает укрепление экономики, повышает ее эффективность, способствует росту занятости, наполнению товарного рынка новой продукцией и услугами – то есть она выгодна обществу в целом. Вот почему в Узбекистане создаются благоприятные условия для развития цивилизованного рынка бизнеса, важнейшим инструментом которого является оценка предприятия.

Первичной основой для рынка бизнеса в нашей стране стала приватизация, а также продажа принадлежащих государству активов (акций, долей, паев) в имуществе государственных предприятий, темпы которой в стоимостном выражении неуклонно росли (табл. 1.4).

Ускоренному формированию рынка бизнеса способствовала широкая поддержка государством частного предпринимательства и создания малых предприятий. Для их регистрации был создан упрощенный порядок, выделялись кредиты через предназначенный для этой цели Бизнес-фонд. На базе Республиканской биржи недвижимости и ее территориальных филиалов был организован рынок средств производства. Во всех регионах республики были организованы различные курсы обучения населения рыночным профессиям. На основе перечисленных и других мероприятий в течение исторически

короткого периода времени 10 лет было создано около четверти миллиона частных предприятий, образовавших обширный рынок бизнеса и массовую потребность в услугах по оценке предприятия.

Таблица 1.4

Основные показатели приватизации государственного имущества

	Ед. изм.	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2004 г.
Количество приватизированных предприятий	Ед.	8537	374	1519	1228
Количество предприятий негосударственной формы собственности, образованных на базе приватизированного имущества	Ед.	8537	372	1452	1228
В том числе: Акционерные общества	Ед.	1026	152	75	28
Общества с ограниченной ответственностью	Ед.	1475	117	396	162
Частные предприятия	Ед.	6036	103	981	1038
Поступило средств от приватизации	Млрд. сум	2,4	14,3	56,1	78,4

Источник: Госкомимущества Республики Узбекистан.

Но самым мощным толчком для организации в Узбекистане цивилизованного рынка бизнеса стало акционирование крупных и средних государственных предприятий, становление на их основе современного фондового рынка, включающего в себя Республиканскую фондовую биржу, Национальный депозитарий «Вакт», их областные биржевые и депозитарные структуры. Так как основную часть производственного потенциала нашей страны образует непрерывно увеличивающийся корпоративный капитал, то акционирование предприятий Узбекистана быстро вывело фондовый рынок в лидирующую структуру рынка бизнеса по совокупной стоимости заключенных сделок (табл. 1.5).

Таблица 1.5

Динамика объемов реализации акций на рынке ценных бумаг, млрд. сум

		1995 г.	2000 г.	2003 г.	2004 г.
1.	Реализовано акций на рынке ценных бумаг, всего	1,11	17,11	74,7	115,03
1.1	В том числе: на первичном рынке, итого	1,11	6023	53,9	62,08
1.1.1	из них: на биржевом рынке	1,09	4,60	19,7	18,48
1.1.2	на внебиржевом рынке	0,02	1,63	34,2	43,6
1.2	В том числе: на вторичном рынке, итого	-	10,88	20,8	52,95
1.2.1	из них: на биржевом рынке	-	0,63	12,4	22,76
1.2.2	на внебиржевом рынке	-	10,25	8,4	30,19

Источник: Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг – сведения за 2000-2004 годы; данные за 1995 г. взяты из Бюллетеня приватизации за 1995 г., выпущенного Госкомимущества Республики Узбекистан.

За прошедшие 13 лет с момента начала приватизации в наши наиболее эффективные предприятия привлечены внутренние и иностранные инвестиции. Для разгосударствления других, менее привлекательных объектов, применяются апробированные мировым опытом методы продажи предприятий. К ним относятся реализация производственных обьектов по пониженной, а также по нулевой ставке с приятием на себя покупателем инвестиционных обязательств, предусматривающих сохранение определенного числа рабочих мест, производство экспортной и импортозамещающей продукции и т.д. Порядок и условия осуществления такого рода сделок регламентируются соответствующими постановлениями правительства. И в них четко просматривается ориентация на конкретных участников бизнеса, их интересы.

1.4. Модель формирования оценки предприятия участниками рынка бизнеса

Основными участниками рынка бизнеса являются продавцы, покупатели, а также представляющие их интересы посреднические фирмы. Собственниками, выставляющими принадлежащие им предприятия на продажу, руководят опреде-

ленные интересы, влияющие на цену их предложений. По ряду причин знание этих интересов важно для других участников открытого рынка, заинтересованных в его непрерывном и динамичном развитии:

- других продавцов бизнеса, конкурирующих между собой;

- покупателей, чьи интересы во многом противоположны интересам продавцов, и которые стремятся тем или иным способом определить равновесную цену интересующих их объектов, чтобы правильно определить свою стратегию в предстоящей сделке;

- посредников, доходы которых прямо зависят от объема проведенных ими сделок;

- наконец, для оценочных фирм, привлекаемых не только на стадии подготовки предприятия к продаже, но и в отдельных случаях в процессе ее, если покупатель не удовлетворен итогами оценки, предварительно подготовленной по заказу продавца.

Самым трудным делом в современной рыночной экономике является продажа товара, каковым, в частности, является предприятие на рынке бизнеса. В сделке купли-продажи предприятия пересекаются многочисленные, нередко конфликтные интересы участников рынка, определение равновесия между которыми является сложнейшей проблемой экономики, которой посвящены многочисленные исследования. В них эта проблема рассматривается и в макроэкономическом аспекте на основе определения равновесной цены товара, и на микро-уровне, или в масштабах отдельной сделки, рассматриваемой в качестве примера. Особую сложность она представляет в переходной экономике во время осуществления разнообразных мер по ее либерализации. Мы же ограничим рассмотрение проблемы исследованием поведения участников рынка бизнеса во время поиска цены равновесия.

Прежде всего, оговоримся, что в качестве продавца в рассматриваемой задаче не обязательно выступает сам собственник предприятия: в условиях резко расширившийся в последние полвека специализации рыночных функций роль продавца может выполнять сам собственник, руководитель нанятого собственником исполнительного органа, управляющая предприятием компания, посредническая фирма, оказывающая услуги по купле-продаже предприятий. Но как бы

там ни было, стремление продать предприятие некоторым образом объединяет интересы группы тех лиц, которых обобщенно назовем «продавцом». Кроме того, собственник, выставляя предприятие на продажу, устанавливает нижний предел его цены, весьма существенно ограничивая свободу действий продавца, и в частности, свою, если он сам продает предприятие. Естественно, что четкое знание интересов партнеров по сделке способствует взаимопониманию между всеми потенциальными участниками купли-продажи предприятия и ускоряет совершение ее.

Для выбора покупателем оценки предприятия $Ц_R$ наиболее приемлемы цены сравнимых продаж, предметом которых были аналогичные предприятия, производственные объекты. Выбрав себе в качестве основы цены двух-трех близких по параметрам к покупаемому предприятию объектов, он стремится не выходить из рамок этих сделок, естественно, ориентируясь на минимальную цену как наиболее приемлемую $Ц_{Rmin}$ для него оценку покупаемого предприятия. Отметим, что продавец, руководствуясь, конечно же, своими интересами, выбирает из известных ему оценок $Ц_{Smax}$, причем объектами сделок для выбранной им оценки могут быть несколько других аналогичных объектов - не те, какие выбрал покупатель. Так на объективной основе между участниками сделки появляются вполне обоснованные разногласия в оценке предприятия. Отметим, что на этапе либерализации рынок бизнеса развит недостаточно, поэтому свежая информация для сравнения продаж часто попросту отсутствует. А устаревшие сведения для практических целей мало приемлемы, так как в переходный период быстро м, причем, существенно меняются экономические условия, влияющие на успешность работы предприятия и зависящую от нее оценку.

Убедительным способом оценки предприятия и для покупателя, и для продавца, является метод капитализации доходов, который оба они, не вникая в суть теории оценки бизнеса, упрощенно воспринимают следующим образом. Пусть предприятие $У$ приносило за год прибыль в размере $Д_П$ сум. Годовая ставка рефинансирования капитала различными банками установлена в пределах от $Д_{Kmin}$ до $Д_{Kmax}$. Каждый из участников сделки выбирает из этого диапазона выгодные ставки для оценки предприятия: продавец - $Д_{Kmax}$, а покупатель - $Д_{Kmin}$. Оба, каждый по-своему, объективно правы, но

проблема устранения расхождений в оценке предприятия, тем не менее, остается нерешенной. Дело в том, что на финансовые итоги работы предприятия в рыночной среде влияют неподдающиеся точному учету многие факторы, действие которых к тому же трудно прогнозировать. Существует три основных критерия, на основе которых подходит к оценке предприятия покупатель:

1. Ликвидность предприятия, возможность продать его, в случае необходимости, и по какой цене. Ликвидность объективно отражает предприятие как специфический товар;

2. Риск совершения покупки, возможность возникновения убытков с ней связанных;

3. Прибыльность предприятия, которую весьма трудно предсказать в условиях динамически меняющейся переходной экономики Узбекистана.

Рыночная стоимость предприятия в существенной мере определяется количественным соотношением этих трех критериев. Поэтому к величине $\Delta_П$ любой инвестор относится со вполне объяснимой осторожностью, воспринимая ее как свершившийся факт, но не тенденцию, на которую можно рассчитывать в будущем, покупая предприятие. Более полно отмеченные разногласия интересов и основания, на которых они строятся, отображены на рис. 1.2 *модели конфликта интересов продавца и покупателя на рынке бизнеса.*

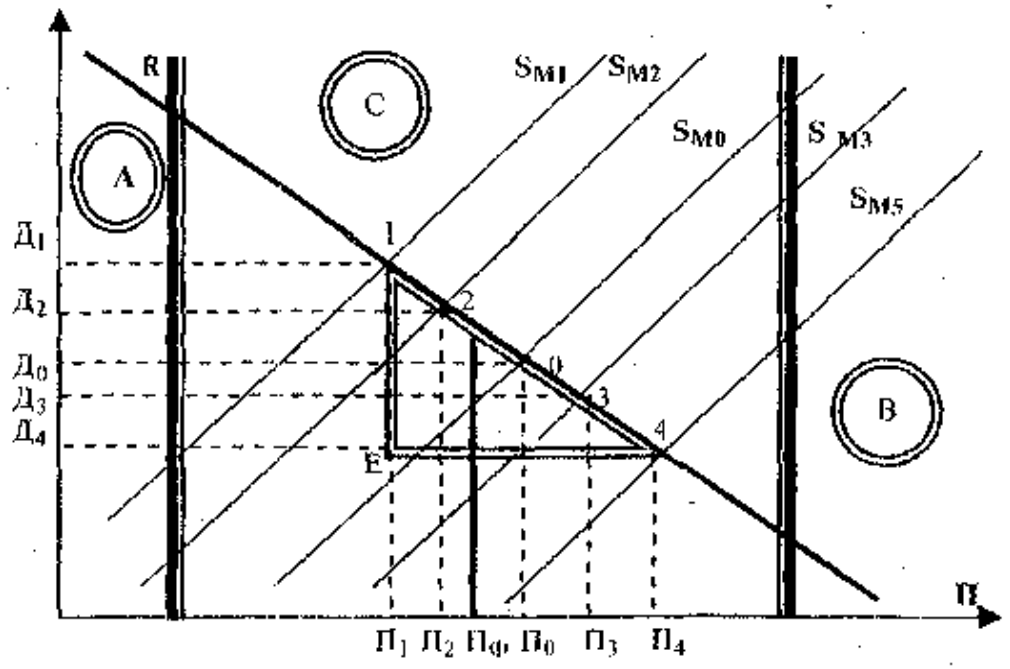


Рис. 1.2. Модель конфликта интересов продавца и покупателя на рынке бизнеса.

На оси абсцисс ***П*** отмечены прибыли предприятия за ряд отчетных периодов, на оси ординат ***D*** – денежная оценка потенциальных сделок. Наклонная линия ***R*** отражает реакцию потребителей на условия сделки, главным из которых на первоначальном рассмотрении является цена предложения продавца, зависящая от многих причин, отражение которых на приведенном рисунке могло бы привести к невозможности понять его.

Чем ниже цена предложения продавца, тем выше совокупный денежный спрос всего множества потенциальных покупателей на продаваемое предприятие ***У***. Линии $S_{M0} \div S_{M5}$ соответствуют оценке предприятия, осуществленной наиболее распространенными в практике оценки методами. В их число входят:

1. Затратный (балансовый) метод, основывающийся на данных первичного бухгалтерского учета;

2. Метод капитализации дохода, образующегося в будущем при успешной работе предприятия;

3. Метод сравнительного анализа продаж;

4. Метод восстановительной стоимости, исходящий из условия: сколько бы стоило аналогичное предприятие, если бы оно было сейчас построено. Но в связи с ускоряющимся научно-техническим прогрессом, вводом в действие принципиально новых технологий рамки приемлемости этого метода на практике год от года сужаются.

Линия S_{M0} - это некоторая средневзвешенная кривая, получаемая путем аппроксимации всех оценок предприятия, полученных четырьмя перечисленными выше методами. Прямые линии для выражения функций ***R=f(П)*** и ***S=f(П)*** выбраны чисто условно для упрощения восприятия графика читателями. В общем случае для аппроксимации линий **R** и $S_{M0} \div S_{M5}$ могут лучше подходить уравнения параболы, гиперболы, логарифмической или экспоненциальной функции, которые вычисляются известными методами математической статистики, теории корреляционно-регрессионных зависимостей.

Зоне «А» соответствует область максимального покрытия цены предложения продавца платежеспособным спросом потенциальных покупателей. Такая область высокой конкуренции характерна для рынка малого, среднего, а также слаборазвитого (отсталого) бизнеса в переходной экономике. В зоне «В» имеет место недостаточная конкуренция между поку-

пателями вследствие высокой цены предприятия, установленной на основе большой прибыли, которая может быть временным явлением. Этот фактор заставляет осторожничать покупателей, намеревающихся купить предприятие целиком. Но, в общем случае, прибыльные дорогостоящие предприятия находят инвесторов путем акционирования, которое предоставляет многочисленным владельцам малых капиталов возможность стать так называемыми миноритарными инвесторами путем приобретения небольшого количества акций таких предприятий. Зона «В» характерна для фондового рынка США, подавляющая часть капиталов которого состоит из массовых миноритарных инвестиций населения страны в акции и другие ценные бумаги предприятий. Причем, владельцы акций часто меняются, отчего интенсивность обращения ценных бумаг на рынке очень высока, а сам фондовый рынок в целом отличается высокой стабильностью.

Зоной «С» отмечена область средней конкуренции, внутри находящегося в ней треугольника графически отображены конфликт интересов продавца и покупателя, а также порождающие его экономические основания. Раскроем их суть. Отмеченные цифрами **0-4** пересечения кривой спроса **R** с пятью линиями предложения продавца, основанными на четырех методах оценки и усредняющих их значения кривой S_{M0}, дает соответственно пять различных потенциальных цен $Д_0 \div Д_4$ одного и того же предприятия. И уже сам по себе такой набор разных цен является первоосновой для разногласий: покупатель ссылается на выгодные для него низкие, а продавец – на высокие оценки.

Главная суть конфликта выражена в треугольнике с координатами **1Е4**. Пяти пересечениям кривой R спроса с пятью кривыми предложения $S_{M0} \div S_{M4}$, отмеченными точками **0-4**, соответствуют пять разных значений прибыли $П_1 \div П_4$ на оси абсцисс, что вызывает недоумение у человека, незнакомого с теорией оценки. Ведь отчетная прибыль предприятия $П_ф$ имела единственное значение, использованное при оценке разными методами! Но дело в том, что при оценке предприятия разными методами набор учитываемых факторов неодинаков, что по-разному влияет на ее конечную величину. Влияние неучтенных в приведенной модели дополнительных факторов приводит к различным смещениям оценки предприятия, в основе которой лежит прибыль. Выявленное про-

тиворечие можно устранить на основе многофакторной модели, но изобразить графически соотношения аргументов и функций в пространстве с тремя измерениями очень сложно, а при количестве измерений свыше четырех наглядно представить такую задачу практически невозможно без специальных приемов, требующих для понимания многомерного графика особых знаний. В качестве дополнительного варианта для разрешения отмеченного конфликта на графике построена ордината над точкой $П_ф$, высота которой может быть принята в качестве шестой оценки с величиной $Д_ф$. Как бы то ни было, но с помощью разных методов оценки получаются различные ее соответственно обоснованные величины, что и дает основание каждой стороне сделки настаивать на выгодной для себя цене предприятия.

На основе приведенной модели легко понять, что устранить, или хотя бы частично смягчить конфликты, в рыночной оценке предприятия можно лишь путем предложения участникам сделки объективной научно обоснованной его рыночной стоимости. Для достижения этой цели используются разные методы, подлежащие рассмотрению, тщательному анализу и выбору наиболее подходящего из них для каждой конкретной сделки.

Выводы по главе 1.

Анализ методологического обеспечения рыночной оценки предприятия в переходной экономике Узбекистана приводит к следующим выводам:

1. С самого начала формирования института оценки в Узбекистане оценка предприятия приняла ярко выраженную социально-экономическую направленность. Избранный Узбекистаном подход вполне оправдал себя с точки зрения достигнутых результатов. Достаточно сказать, что наша страна развивалась без глубоких спадов и кризисов и первой в СНГ в 2000 г. преодолела дореформенный уровень 1991 г.

2. Важнейшим требованием к оценщику является понимание им целей, подхода к их реализации, аргументации и намерений инвесторов. Рынок бизнеса в Узбекистане обладает высоким потенциалом, охватывающим около шести тыс. акционерных обществ, свыше 230 тыс. частных и малых предприятий (МЧП), обществ с ограниченной ответственностью. Без систематизации трудно изучать интересы участников рынка, учитывая их огромную многочисленность и раз-

нородность. А это является актуальной задачей, так как без привлечения инвестиций невозможно эффективное развитие бизнеса в любой стране.

3. Разработана классификация участников рынка бизнеса с отражением их интересов и форм взаимодействия при заключении сделок по продаже-купле предприятия. Приведенные группировки помогают предвидеть их поведение, находящееся в прямой зависимости от их личных интересов. Разработана наглядная графическая модель конфликта интересов продавца и покупателя на рынке бизнеса, позволяющая понять сущность и неизбежность этого конфликта, но главное, - облегчающая поиск консенсуса между ними, приводящего к ускорению заключения сделок.

4. Все мероприятия по развитию рынка бизнеса должны быть ориентированы на конкретных участников рынка, учитывать их цели и интересы. Приведенная выше классификация участников рынка бизнеса может быть положена в основу:

- учебных и методических материалов, инструкций по организации работы малых и частных предприятий, которой занимаются Палата товаропроизводителей и предпринимателей Узбекистана, Торгово-промышленная палата, общественные организации по поддержке бизнеса, учебные заведения страны;

- развития вузами и НИИ научных и методологических исследований по оценке на основе детализации целей, преследуемых участниками рынка бизнеса, способов и форм их реализации;

- разработки вузами, НИИ, общественными организациями оценщиков для лиц, связанных с оценкой предприятия, консультативных и справочных материалов, конкретно учитывающих весь набор задач, возникающих на рынке бизнеса с учетом разнообразия целей, преследуемых его участниками;

- создания вузами, НИИ, общественными организациями оценщиков простых стандартных методов для оценки малых и частных предприятий, микрофирм, что оживит занимаемую ими часть рынка бизнеса.

5. В условиях недостатка средств на проведение оценки покупаемого предприятия покупатель может неправильно сориентироваться и заплатить неоправданно высокую цену за свою покупку. На первый взгляд, кажется, что выиграл продавец, а пострадал только покупатель, но на деле все обстоит

гораздо сложнее. У покупателя может не хватить денежных средств для развития предприятия, более того, по этой причине оно может стать убыточным и даже банкротом, от чего сократится уровень занятости, уменьшатся поступления в бюджет от налогов с прибыли предприятия и подоходного налога с его работников. Отсюда очевидна прямая заинтересованность государства в создании благоприятных условий для стабильного функционирования ранка бизнеса, для либерализации института оценки и доступности его платных услуг для потенциальных пользователей.

6. В развитых странах, благодаря большой конкуренции в сфере рыночной инфраструктуры между фирмами по оказанию оценочных услуг и сложившимся традициям в решении конфликтных вопросов с помощью независимых оценщиков, динамичность рынка бизнеса высока. Вследствие этого осуществляется быстрый переход предприятий в руки эффективных собственников, что способствует укреплению экономики и соответствует интересам, как участников сделки, так и общества в целом. В связи с либерализацией экономики Узбекистана в нашей стране увеличивается приток иностранных инвесторов, для которых нужно создать надлежащий сервис в решении вопросов независимой, компетентной и признаваемой ими оценки предприятия. Для этого нужно укрепить имеющиеся связи наших оценщиков с зарубежными организациями, проводить международные семинары с помощью Института Экономического Развития Всемирного Банка, Международного комитета по стандартизации оценки имущества МКСОИ (TIAVSC), Российского общества оценщиков и других зарубежных оценочных организаций и учебных центров. На семинары следует привлекать ведущих зарубежных оценщиков-практиков и ученых, занимающихся проблемами оценки предприятий.

7. В условиях переходной экономики имеют место частые изменения экономической среды, отражающиеся на оценке предприятия. Необходимы углубленные исследования по прогнозу ожидаемых изменений хозяйственной среды и их влияния на оценку. Наиболее конструктивными для участников рынка бизнеса здесь могут быть экономико-математические модели, охватывающие комплекс основных факторов, влияющих на работу предприятия, обеспеченные компьютерными программами для быстрого выполнения необходимых расчетов.

ГЛАВА 2. ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДОВ РЫНОЧНОЙ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ В УСЛОВИЯХ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ УЗБЕКИСТАНА

2.1. Анализ факторов, влияющих на оценку предприятия, при переходе к рыночной экономике

Проблема оценки особенно остро стала в Республике Узбекистан после провозглашения его независимости. Необходимо было ускоренным темпом избавляться от тяжелого наследия командно-административной экономики, оставившей после себя морально и физически изношенный производственный аппарат, отсталые технологии, на основе которых было невозможно выпускать экспортную продукцию, что явилось бы внутренним источником для инвестиций. Для привлечения внешних инвестиций нужны были зарубежные партнеры, наиболее тесно их интересы привязывались бы к нашей экономике при создании совместных предприятий, для чего нужно было находить общие подходы к оценке создаваемых СП. Требовалось выявить расхождения между привычным и широко известным специалистам Узбекистана методом определения балансовой остаточной стоимости предприятия и рыночной оценкой его основными методами, широко практиковавшимися в зарубежной практике. И в первую очередь нужно было выяснить причины существенных расхождений между ними, чтобы признать объективную необходимость рыночных оценок.

Исследуя вопросы совершенствования института оценки предприятия, нужно помнить, что переходная экономика отличается высоким динамизмом изменений хозяйственной среды, которые учитываются государством - проводником экономических реформ в Узбекистане. Конкретные результаты достижения целей любого этапа реформ приводят к уточнениям дальнейшего их продолжения по срокам реализации, содержанию мероприятий и условиям, необходимым для успешной реализации каждого очередного этапа. Изменение

внутренней среды создает некоторые риски для предприятий, которые могут существенным образом повлиять на снижение их рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности экономики республики. Но чем выше уровень риска, тем ниже рыночная стоимость предприятия, поэтому следует с пониманием относиться к проявлениям со стороны инвесторов тенденции занижать оценку предприятия. Во избежание этого негативного фактора в Законе Республики Узбекистан «О гарантиях и мерах защиты прав иностранных инвесторов», в статье 3. «Гарантии прав иностранных инвесторов» предусмотрены следующие гарантии:

«В случае, если последующее законодательство Республики Узбекистан ухудшает условия инвестирования, то к иностранным инвестициям в течение десяти лет с момента инвестирования применяется законодательство, действовавшее на дату инвестирования. Иностранный инвестор имеет право по своему усмотрению применять те положения нового законодательства, которые улучшают условия его инвестирования».

На стоимость предприятия в нашей стране существенное влияние оказали нерыночные факторы, исторические корни которых крылись в административно-командной экономике, доставшейся в наследство нашей стране после распада Союза. Знание их помогает более точно определять масштабы их воздействия на оценку предприятия, сблизить ее расчетную величину с реальной рыночной стоимостью, обеспечить привлекательность предприятия для инвесторов и, в первую очередь, - иностранных, и ускорить формирование цивилизованного открытого рынка бизнеса в Узбекистане. Исследование их проведено на основе данных межотраслевого баланса Узбекистана за 1987 год, Бюллетеня иностранной коммерческой информации и других литературных источников. Среди исследованных факторов наиболее весомыми оказались следующие.

Вследствие отсутствия рынка труда заработная плата рабочих, служащих и управленческого персонала не соответствовала количеству, качеству, сложности и полезности выполняемой ими работы. По цепочке межотраслевых взаимодействий прошлый труд в овеществленной форме переходил от горно-добывающей промышленности и сельского хозяйства в отрасли, обеспечивавшие первичную обработку природных ресурсов в сырье и материалы, поступавшие для углубленной пе-

реработки на предприятия других отраслей, выпускавших сложную продукцию конечного потребления. Значительную часть конечной продукции составляли машины, станки и оборудование, являвшиеся средствами производства или основными фондами. Под воздействием межотраслевых связей в основных фондах в стоимостной форме накапливался овеществленный труд всех отраслей, принимавших участие в их производстве. И чем больше отраслей участвовало в технологическом цикле изготовления основных фондов, тем больше возрастал разрыв между их балансовой и рыночной стоимостью.

Отсутствие налогов на землю, воду, недра приводило к искусственному занижению цен на невоспроизводимые природные и воспроизводимые сельскохозяйственные производственные ресурсы. Взаимодействие отмеченных выше двух факторов (низкая зарплата и отсутствие налогов) привели к необоснованно низким ценам на энергетические ресурсы (табл. 2.1). Столь низкие цены на энергоресурсы не стимулировали производство энергосберегающих машин и оборудования, что также влияло на потерю ими конкурентоспособности и прибыльности на мировом рынке.

Таблица 2.1

Стоимость основных видов энергоресурсов в 1987 г.

Энергоресурсы	Ед. изм.	Цена за единицу	
		во внутренних ценах, рублей	*в мировых ценах*, $*
Природный газ	тыс. м^3	32,00	49,23
Электроэнергия	тыс. кВт/ч	16,01	46,6
Уголь	тонна	12,25	46,2
Нефть сырая	тонна	25,6	101,7 (17,1 за баррель)
Бензин (октановое число 91/92)	тонна	60,34	995,9 (168,3 за баррель)
Дизельное топливо	тонна	47,68	922,5 (155,9 за баррель)
Мазут топочный	тонна	27,03	632,5 (106,9 за баррель)

**Источник: Бюллетень иностранной коммерческой информации (БИКИ). Приложение 2. 1989 г.*

Но обесценение их порождало бесхозяйственность и расточительность в использовании сырья и материалов, и, в конечном счете, — к неоправданно высокой материалоемкости выпускаемой продукции. Выпускаемые машины, станки и

оборудование на многие десятки процентов превосходили мировые аналоги по уровню металлоемкости, габаритам, весу и энергопотреблению на единицу производимой ими работы. Этот фактор сильно снижал конкурентоспособность и прибыльность продукции на мировом рынке и весомым образом отражался на оценке предприятия методом капитализации доходов.

Цены на продукцию личного потребления (табл. 2.2) административно подстраивались под низкую зарплату рабочих и служащих и устанавливались на уровне, не обеспечивающем даже простого воспроизводства продукции, убыточность сельхозпредприятий покрывалась дотациями и периодическим списанием накопившихся у них долгов перед бюджетом. Однако и эти меры не позволяли сельскохозяйственным предприятиям работать рентабельно. Поэтому их рыночная цена была хоть и низкой, но непривлекательной даже для внутренних инвесторов.

Таблица 2.2

Соотношение цен на сельхозпродукцию массового спроса на внутреннем и мировом рынках

Виды сельхозпродуктов	Ед. изм.	Цена за единицу	
		во внутренних ценах, рублей	*в мировых ценах*, $*
Морковь*	тонна	215	530,8
Лук репчатый*	тонна	240	252
Перец сладкий*	тонна	330	679,2
Помидоры свежие*	тонна	450	800
Чеснок*	тонна	2000	870
Абрикосы свежие*	тонна	502	960
Виноград*	тонна	355	573,7
Яблоки поздние*	тонна	375	516
Яблоки средние*	тонна	321	481
Паста томатная**	туб	247	950
Сок яблочный**	туб	360	645
Сок томатный**	туб	188	800
Сок виноградный (концентрат)**	туб	267	806
Варенья, джемы**	туб	656	950
Консервы овощные**	туб	239	750
Животные жиры**	кг	1,26	2,03
Маргарин**	кг	0,78	1,26
Молоко	дал	3,34	5,39

*закупочные цены;

** оптовые цены.

**Источник: Бюллетень иностранной коммерческой информации (БИКИ). Приложение 2. 1989 г.*

Недооцененное не только до рыночной, но даже до воспроизводственной стоимости природное и сельскохозяйственное сырье, материалы расточительно использовались в производстве конечной продукции. Расход энергии на единицу произведенной работы машин, станков и оборудования, давление тяжелых тракторов на грунт, вызывавшее эрозию почвы, были выше, чем у зарубежных аналогов, что приводило к потере конкурентоспособности национальной продукции на мировых рынках. Не случайно отраслевая материалоемкость продукции по многим видам производимой продукции (табл. 2.3) превышала в несколько раз соответствующий показатель зарубежной продукции, чрезвычайно высокой была доля материальных затрат в валовом продукте отраслей.

Таблица 2.3

Доля материальных затрат в валовой продукции ведущих отраслей народного хозяйства Узбекистана

тыс. руб

Отрасли	Вся продукция	Материальные затраты, включая амортизацию	Материалоемкость ВВП %
Продукты нефтепереработки	819593	612540	74,7
Продукты газовой промышленности	675229	454701	67,3
Цветные металлы	761064	519223	68,2
Продукты основной химии*	743071	572025	77,0
Продукты электротехники	301043	270172	89,7
Кабельные изделия	301043	270172	89,7
Химическое и нефтехимическое машиностроение	123722	80023	64,7
Продукты электротехники	276614	181285	65,5
Тракторы и другие сельхозмашины	464222	397792	85,7
Продукция радиоэлектронной промышленности	274265	164897	60,1
Металлические изделия	265209	143435	54,1
Продукты лесопильного производства	221811	170375	76,8
Цемент	147503	102908	69,8
Хлопчатобумажные изделия	5369259	4753273	88,5
Шерстяные изделия	392030	296795	75,7
Шелковые изделия	1891775	1370974	72,5

Продолжение табл. 2.3

Трикотажные изделия	451488	221798	49,1
Швейные изделия	1497388	834832	55,8
Продукты кожевенно-меховые, обувь	763835	463864	60,7
Хлебные и макаронные изделия	431011	321401	74,6
Маслобойно-жировые продукты	777204	613271	78,9
Спиртовые ликерно-водочные изделия	659895	61642	9,3
Продукты винодельческой промышленности	401477	206173	51,4
Строительство	5896500	1782843	30,2
Сельское хозяйство, всего	10308546	2097865	20,4
Транспорт грузовой	1829400	902800	49,3
Торговля и общепит	1374400	340300	24,8

**Без учета амортизации и недоамортизированной стоимости.*

Источник: Отчетный межотраслевой баланс производства и распределения продукции в народном хозяйстве Узбекской ССР за 1987 год, в тыс. руб., в ценах конечного потребления.

Чрезмерно высокий уровень материалоемкости отраслевой продукции в большой мере был следствием недостаточно глубокой обработки производимого в Узбекистане местного сырья. Поэтому в числе первых шагов по структурной перестройке экономики независимого Узбекистана стал твердый курс на углубление переработки производимых в республике сырья и материалов, что способствовало резкому увеличению добавочной стоимости, повышению прибыльности рыночной цены и привлекательности местных предприятий в глазах иностранных инвесторов.

Закономерно, что в новых условиях реформы началось интенсивное инвестирование предприятий, следующих данному курсу, что за короткий срок вывело их в лидеры экономики страны. Например, благодаря вышеописанной привлекательности только за период с 1995 по 2003 год ГАК «O'zbekyengilsanoat» было реализовано более 30 инвестиционных проектов, освоено более 690 млн. долл. США иностранных инвестиций. Благодаря этим инвестициям отрасль обеспечила потребности внутреннего рынка в основных видах продукции массового спроса и отправила на экспорт уже в 2003 году продукции на сумму свыше 200 млн. долларов США.

Нормы амортизации практически для всех видов основных фондов были столь низкими, что в условиях скрытой инфляции рубля не обеспечивали накоплений, необходимых для своевременного их обновления. Моральное старение основных фондов в таких условиях значительно опережало их физическое старение, и это при том, что для большинства предприятий износ основных средств превышал 70-80 процентов. Совокупность всех перечисленных выше негативных факторов, свойственных командно-административной экономике, в конечном счете, отражалась на сильных деформациях стоимости основных фондов предприятий и выпускаемой ими продукции, не соответствующей рыночным ценам на них.

Частичному уменьшению их способствовали переоценки основных фондов, осуществление которых началось уже в 1992 году на основе постановления Кабинета Министров от 26 июня №171 «Об организации работы по пересчету стоимости основных фондов по действующим ценам». Срочность выхода данного постановления диктовалась необходимостью тщательной подготовки к процессу приватизации предприятий с привлечением как внутренних, так и внешних инвесторов. В целях более полного учета стоимости основных фондов, обеспечения сопоставимости с показателями, принятыми в международной практике, реального отражения эффективности развития народного хозяйства, создания необходимой базы для осуществления процессов разгосударствления и приватизации данным постановлением было утверждено положение о переоценке [1.18].

Оценка основной массы предприятий малого и среднего бизнеса была осуществлена на основе постановления Правительства от 23 сентября 1992 г. N 443 о «малой приватизации» [1.19]. А расширению сферы оценки предприятий содействовал ввод в действие Временного порядка разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности Республики Узбекистан [1.23].

Таким образом, наглядно видно, что в республике систематически обновлялась нормативно-правовая база оценки предприятия. И все же при решении вопросов оценки надо учитывать, что и до настоящего времени на многих предприятиях республики эксплуатируются фонды, введенные в действие до провозглашения независимости Узбекистана. Поэтому устранение несоответствий между балансовой и рыноч-

ной оценками предприятий остается актуальной проблемой, для которой на практике найдены соответствующие решения, но эффективность их необходимо исследовать и обосновать.

2.2. Анализ основных методов оценки предприятия и особенности их применения в условиях либерализации

В дополнение к перечисленным выше факторам общего характера для экономики Узбекистана свойствен ряд специфических признаков, во многом порожденных трудностями переходного периода. Хороших и даже средних по качеству ресурсов на внутреннем рынке недостаточно, а завоз их с внешних рынков не обеспечен в полной мере платежеспособным спросом национальных предприятий. Плохие ресурсы, хотя зачастую имеются в практически неограниченном количестве, не могут полностью заменить хорошие без ухудшения потребительских свойств товаров, что влияет на конкурентоспособность и прибыльность выпускаемой предприятием продукции. Производственные мощности предприятий чаще всего сильно изношены физически и морально, отличаются низкой производительностью; резервами, нужными для компенсации простоев, вызванных технологической перестройкой производства для выпуска новых видов продукции, предприятия часто не располагают. Часть специалистов предприятий не имеет нужной квалификации, что затрудняет внедрение наиболее эффективных для выпуска заданного вида продукции технологических способов на имеющемся оборудовании.

Недостаток информации о конъюнктуре цен мирового рынка на производимую продукцию, о международных правилах торговли затрудняет оптимизацию работы национальных предприятий на основе выбора наиболее выгодного ассортимента продукции. Выбор наилучшей комбинации технологических способов как основы для оптимизации надежен для небольшого количества рабочих мест, тесно связанных друг с другом единством используемого оборудования, номенклатуры расходуемых ресурсов, применяемой рабочей силы. При этом номенклатура, как ресурсов, так и производимой продукции, остается ограниченной: несколько десятков, реже - сотен наименований. Но фактически на средних и крупных предприятиях потребляются многие сотни и тысячи наимено-

ваний расходуемых компонентов. Для них реализация задач оптимального планирования оказывается неразрешимой из-за трудностей описания взаимосвязей всех исходных данных и требований к задаче, а если допустить упрощения, то существует риск больших искажений соответствия поставленной задачи реальной действительности.

Непрерывные изменения сырьевой и материальной структуры производственных ресурсов в условиях переходного периода затрудняют своевременное введение достоверных норм расхода каждого вида ресурса на выпуск единицы продукции. Известно, что применение легированных и упрочненных металлов сокращает потребность в металле, многие металлические детали и части конструкций выгодно заменять пластмассами и композитными материалами. Но сама по себе разработка новых норм расхода или расходных технологических коэффициентов, периодический пересмотр их является делом, требующим больших затрат труда и времени. На каждом крупном предприятии ежегодно разрабатываются многие сотни норм по труду и материальным ресурсам, но и их не хватает. Плановый аппарат предприятия, не располагая нужными нормами, вынужден заменять нормы усредненными отчетными данными о расходах. Недостоверность таких «норм» и полученных на их основе решений вполне очевидна, так же как и неэффективность расхода ресурсов на основе подобных норм. В конечном счете, от этого снижается прибыльность предприятия и его рыночная оценка.

Под воздействием научно-технического прогресса и потребительского спроса структурные изменения вызывают необходимость частых корректировок в техническом оснащении, технологии и организации работы предприятия, а это вместе с ростом объема и номенклатуры потребляемых ресурсов также ведет к изменению нормативной базы, используемой для планирования производства продукции. Как следствие меняются основные характеристики эффективности предприятия, а с ними - и его рыночная стоимость.

Заинтересованность национальных предприятий во внедрении научно-технического прогресса, расширении своих технологических возможностей, повышении мобильности, гибкости производства, на чем основывается вся теория оптимизации, сдерживается на современном этапе экономической реформы недостатком инвестиционных ресурсов. Пред-

приятие, занимаясь реализацией НТП, сталкивается со следующими трудностями:

высокие цены на изделия местного машиностроения часто не обеспечивают необходимого прироста потребительских свойств выпускаемой с их помощью продукции (производительность, надежность, ресурсоемкость, экологичность), достаточного для окупаемости инвестиционных вложений;

в условиях низких цен на живой труд предприятиям невыгодно покупать новую, технику, дешевле эксплуатировать ручной труд;

на время монтажа и пусконаладочных работ нужно убрать старое оборудование, компенсировать потери, вызываемые перестройкой производства, а финансовых резервов у многих предприятий для этого нет. Предприятие рискует сорвать поставки по договорам, остаться без денежных средств из-за штрафов за эти срывы, потерять фонды экономического стимулирования. Получение в банке кредита в свободно конвертируемой валюте не решает всех проблем, так как предприятию нужно не только обеспечить в комплексе обновление оборудования, но и внедрение передового опыта его эксплуатации, сбыта ее за рубежом с целью возврата кредита. Без привлечения внешних инвестиций и внедрения опыта иностранного партнера здесь не обойтись.

На основе перечисленного выше широкого разнообразия проблем и вопросов участников рынка бизнеса к настоящему времени в теории и международной практике оценки утвердился ряд методов оценки предприятия, группировка которых приведена в табл. 2.4.

При использовании какого-либо из перечисленных в табл. 2.4 методов следует учитывать особенности переходной экономики Узбекистана и осуществляемых правительством страны мер по либерализации, что в значительной мере смягчает величины расчетных рисков и повышает рыночную оценку стоимости национальных предприятий.

Так, *метод накопления активов (МНА)* является косвенным методом оценки предприятия. Его реальная рыночная стоимость при использовании (МНА) определяется путем оценки следующих активов:

А) текущие активы: денежные средства, производственные запасы, ценные бумаги, дебиторская задолженность, векселя к получению. Расходы будущих периодов;

Б) реальные (материальные) активы: земля, здания и сооружения, машины и оборудования, объекты инженерной инфраструктуры и т.д.;

В) нематериальные активы: гудвиллы, торговая марка, патенты, лицензии, собственные технологии и ноу-хау, высококвалифицированный персонал, постоянная клиентура и т.д.

Таблица 2.4.

Группировка методов, основанных на различных подходах к оценке предприятия

Методы, основанные на затратном подходе	**Методы, основанные на сравнительном подходе**	**Методы, основанные на доходном подходе**
Метод накопления активов	Метод компании аналога	Метод прямой капитализации
Метод оценки чистой стоимости активов	Метод сравнимых сделок	Метод дисконтированного денежного потока
Метод остаточной стоимости замещения	Метод отраслевой оценки	
Метод избыточных прибылей	Метод рынка капиталов	
Метод определения ликвидационной стоимости		

Стоимость каждого из этих активов определяется индивидуально для каждой группы на основе применения соответствующих методов оценки, и полученные результаты суммируются для получения совокупной стоимости активов. Аналогичные операции производятся со всеми пассивами, которые затем вычитаются из итоговой оценки активов.

Теория оценки материальных активов основана на двух принципиально различающихся подходах к их трактовке. Первый подход рожден практикой продажи предприятия по частям, когда его активы рассматриваются как меновая стоимость, использование которой возможно в каком-либо другом месте и даже для иной цели. В этих случаях актив оценивается раздельно, а не часть предприятия как единого производственного организма. При втором подходе актив выступает в

рои неотъемлемой единицы функционирующего предприятия, имеющей соответствующую потребительскую стоимость.

Выбор подхода к трактовке актива существенно влияет на оценку предприятия в целом. Узко специализированные активы, будучи представлены самостоятельно, в отрыве от предприятия, как правило, обладают низкой меновой стоимостью. Но достаточно изменить трактовку, рассмотреть их роль как функциональной части предприятия, их потребительский эффект, а с ним и их оценка резко поднимется. В редких случаях инвесторы заинтересованы в определении ликвидационной стоимости предприятия для последующей его продажи по частям. Их гораздо больше привлекает приобретение предприятие как источника стабильной прибыли (чистого дохода или чистого кэш флоу) в будущем, поэтому потребительская оценка для них более приемлема.

Теорией оценки материальных активов проработаны три основных подхода к их оценке: сравнительный доходный и восстановительный методы. С помощью сравнительного подхода оцениваемые активы сопоставляются с данными о сделках с аналогичными активами, которые корректируются с учетом местоположения (страны размещения сравниваемого предприятия), времени реализации, износа, физических характеристик оцениваемых и сравниваемых активов, чтобы получить реальную рыночную стоимость оцениваемых активов. Доходный метод преследует цель -- определить ожидаемый экономический результат (чистый кэш флоу) от данного вида активов. Его применение осложняется при оценке машин, оборудования, поскольку трудно искусственно выделить их из единой технологической производственной цепи и вычислить приносимые ими доход, а также затраты на их содержание, без чего невозможно исчисление чистой прибыли от их использования. Восстановительный метод определяет восстановительную стоимость как реальную рыночную стоимость актива, который можно приобрести, например, на рынке бизнеса у третьих лиц. И, естественно, что инвестор ориентируется на нее, как на индикатор, выше которого любая цена предложения продавца актива его не устроит.

Для правильного применения *метода накопления активов* в местных условиях Узбекистана целесообразно осуществлять следующие корректировочные действия.

1. Разрабатывать и анализировать график устаревания дебиторской задолженности. Просроченную сумму, отнесенную к категории безнадежной к взысканию, надо списывать полностью. Остаток просроченной суммы списывать частично – в зависимости от имеющейся аналитической информации о финансовом состоянии дебиторов. При использовании МНА в условиях Узбекистана следует учитывать активную помощь Министерства финансов в создании и применении различных схем взаимозачетов между хозяйствующими субъектами республики, позволяющих успешно погасить дебиторскую задолженность, на первый взгляд, кажущуюся безнадежной, что способствует росту оценочной величины национальных предприятий.

2. Устаревшие товарно-материальные запасы, согласно МНА, обычно оцениваются по себестоимости и списываются. Но так как на некоторых предприятиях Узбекистана эксплуатируется оборудование, настроенное на использование устаревших по своим технико-технологическим свойствам сырья и материалов, то возможности реализовать устаревшие запасы исключать не следует. Если покупатель на них отыщется, то стоимость таких запасов следует приравнять к ожидаемой продажной цене за вычетом продажных издержек и прибыли продавца.

3. Расходы будущих периодов оцениваются по номинальной стоимости, к которой приплюсовывается связанная с ними выгода за минусом расчетной величины ожидаемого процента инфляции, фиксируемой при утверждении Олий Мажлисом бюджета Республики Узбекистан на каждый предстоящий год. Неуклонное снижение инфляции существенно упрощает эту процедуру и сближает позиции участников рынка по вопросу рыночной оценки предприятия.

4. Долговые обязательства оцениваемого предприятия к получению рассчитываются путем дисконтирования будущей основной суммы и ежегодной выплаты процентов к ее текущей стоимости. Нуклонное снижение ставок рефинансирования, устанавливаемых Центральным банком Республики Узбекистан, облегчает производство необходимых расчетов и диапазон возможных расхождений продавца и покупателя по поводу оценки его методом дисконтированного потока.

5. Оценка земли, зданий и сооружений предприятия должна проводиться квалифицированным оценщиком недви-

жимости. При оценке материальных активов должны быть учтены следующие особенности национальных предприятий. Вследствие диверсификации производства, ориентированной на спрос потребителей, на многих предприятиях высвобождаются некоторые мощности, которые могут быть использованы при реализации бизнес-плана развития предприятия. При строительстве предприятий им обычно отводился обширный земельный участок, значительная неиспользуемая часть которого может быть использована для нового строительства, расширения и реконструкции предприятия, создания на его территории совместного предприятия. Наконец, большая часть предприятий республики имеет инженерную инфраструктуру, обеспечивающую предприятие электроэнергией, газом, водой, технологическим теплом, канализацией. Объекты инфраструктуры построены со значительными резервами мощности, способными обслужить будущие нужды предприятия, связанные с его развитием, поэтому потребность в инвестициях для этой цели меньше, чем при строительстве нового предприятия на отдельной площадке. Все перечисленные факторы существенно повышают привлекательность национальных предприятий, что должно быть учтено при определении их рыночной стоимости

6. Оценка принадлежащей предприятию недвижимости, в первую очередь, должна основываться на сравнительном методе путем выбора продаж аналогичных объектов в регионе, на основе которых вычисляются единицы измерения стоимости оцениваемого объекта в виде, например, цены за 1 квадратный или кубический метр. При отсутствии сравнимых сделок во вторую очередь надо применить доходный метод, оценив ожидаемую выручку от сдачи недвижимости в аренду третьей стороне. При больших неиспользуемых резервах у местных предприятий Узбекистана эта практика широко распространена, однако доступ к получению объективных достоверных данных о фактической цене аренды затруднителен, вследствие часто возникающих между арендатором и арендодателем теневых экономических отношений. В третью, последнюю очередь используется затратный метод, когда стоимость недвижимости определяется по оценке затрат на аналогичное строительство или воспроизводство зданий и сооружений с учетом фактического износа и полезности оцениваемого объекта.

7. Оценка машин и оборудования обычно определяется по стоимости замещения путем анализа ретроспективных издержек или затрат на замещение оцениваемых мощностей. Большего доверия инвесторов вызывают данные вторичного рынка о стоимости бывших в эксплуатации машин и оборудования. Полученные предварительные оценки корректируются путем внесения поправок: на физический износ; функциональное (моральное) а также техническое устаревание; экономическое устаревание в форме проигрыша современному оборудованию по производительности, энергоемкости единицы работы, материалоемкости, габаритам и т.п.

Метод накопления активов целесообразно использовать в тех случаях, когда:

А) оценивается контрольный пакет акций предприятия;

Б) предприятие обладает значительными материальными активами, многие из которых имеют высокую потребительскую стоимость;

В) бизнес-планом развития производства прогнозируется продолжение функционирования оцениваемого предприятия;

Г) предприятие имеет организационную форму холдинговой или инвестиционной компании и нужно в стоимостной форме оценить эффект обладания им контрольными пакетами акций и пакетами участия других предприятий. А это всегда и на каждый момент является достаточно сложной задачей, так как оценка такого рода предприятий, в свою очередь, зависит от постоянно меняющихся рыночных оценок пакетов акций и долей предприятий, принадлежащих компании;

Д) предприятие функционирует короткий период времени, и у него нет в достаточном объеме ретроспективных данных о прибылях, нет возможности с достаточной вероятностью оценить его денежные потоки;

Е) оценивается вновь построенное или созданное учредителями новое предприятие;

Ж) успешная деятельность предприятия сильно зависит от укомплектованности его портфеля заказов (строительные предприятия или транспортные компании) или отсутствует постоянная клиентура (производители уникального дорогостоящего оборудования с большим сроком службы);

З) значительную часть активов предприятия составляют финансовые активы (дебиторская задолженность, ценные бумаги и т.п.), ликвидность которых определить достаточно сложно.

Полная стоимость замещения (ПСЗ) соответствует стоимости строительства предприятия, обладающего эквивалентной полезностью с оцениваемым объектом в текущих ценах, но с использованием применяемых в настоящее время материалов, строительных норм проектирования, строительных стандартов, а также дизайна. Для определения остаточной стоимости замещения (ОСЗ) из ПСЗ вычитается физический и моральный износ основных фондов. *Метод остаточной стоимости замещения (ОСЗ)* сочетает в себе рыночные и нерыночные элементы и не может служить в качестве инструмента определения рыночной стоимости. При получении, представлении и использовании рыночной стоимости важно различать эти особенности затратных подходов.

Метод сравнимых сделок целесообразно использовать в случаях, когда:

А) имеется достаточное количество сопоставимых предприятий и/или сделок для вычисления оценочных факторов. В условиях слабо развитого рынка бизнеса Узбекистана статистика сделок по купле-продаже предприятий недостаточна для использования этого метода. Привлечение в качестве аналогов зарубежных предприятий требует тщательной экономической оценки различий в хозяйственной среде стран с устоявшейся рыночной экономикой и стран с переходной экономикой. Но параметры переходной экономики меняются даже внутри расчетной базы сравнения сделок, и для определения их влияния на рыночную оценку предприятия нужны тонкие и точные методы. Использовать зарубежный опыт в решении рассматриваемой задачи здесь часто невозможно вследствие достаточно сильных различий в протекании переходного процесса у разных стран: по методам «шоковой терапии», «регулируемой экономики», монетаризма и т.п.;

Б) собранных сведений по предприятиям-аналогам достаточно для проведения финансового анализа и внесения необходимых корректировок в соответствующие показатели оцениваемого предприятия;

В) для получения расчетных величин мультипликаторов цена предприятия/прибыль и цена предприятия/денежный поток: имеются заслуживающие доверия оценщика сведения о прибылях и денежных потоках оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов. Бизнес-планом развития предприятия прогнозируется, что текущие прибыли или денежные потоки

оцениваемого предприятия будут примерно равны соответствующим величинам в будущем – такие расчеты основываются на уверенности в устойчивой работе предприятия. Прибыли и денежные потоки предприятий-аналогов, на основе которых рассчитываются соответствующие показатели для оцениваемого предприятия, достаточно велики, чтобы в будущем они не стали небольшими размеру или, что еще хуже, - отрицательными величинами;

Г) для расчета на основе прибылей и денежных потоков величины мультипликатора цена предприятия/балансовая стоимость оцениваемого предприятия в достаточном количестве собрана достоверная информация о стоимостях чистых активов сопоставимых предприятий. Все эти показатели представляют собой достаточно большие положительные величины, что исключает риск перехода их в малые положительные и, тем более, - перемены знака, то есть перехода в отрицательные величины.

Необходимо проявлять осторожность при составлении выводов по оценке предприятия методом сравнительных продаж. Очевидная стоимость акционерного капитала приобретенного предприятия всегда подвержена влиянию других контрактных обязательств покупателя и продавца. Эти договорные условия являются следствием социальной роли предприятия в регионе его размещения и обычно включают инвестиционные обязательства, которые должен принять на себя покупатель:

обеспечение определенного количества рабочих мест;

капитальные вложения в будущее развитие предприятия;

конвертация долгов предприятия или их списание в установленном законодательством порядке;

ответственность за обеспечение природоохранных мероприятий.

Некоторые из таких обязательств носят двусторонний характер и не могут быть достоянием гласности без согласия обеих сторон, чего достичь чаще всего невозможно поэтому, они не могут быть точно определены и использованы в целях анализа сделок. Специалисты по теории оценки предостерегают пользователей метода сравнимых сделок от пробелов в информации, они рекомендуют им вычислять приближенную оценку погрешности в оценочных расчетах, чтобы пользователь мог составить собственное мнение о возможностях ис-

пользования итоговых оценок стоимости предприятия в целом или пакета его акций для принятия решения о заключении сделки.

Потребность в оценке *ликвидационной стоимости предприятия* возникает в случаях, когда:

- оно находится в состоянии банкротства или экономической несостоятельности, вследствие чего имеются серьезные опасения относительно его способности продолжать свое дальнейшее функционирование за счет собственных источников;

- на продажу выставляется контрольный пакет акций предприятия или, если даже не контрольный, но достаточно большой, что позволяет новому собственнику обрести права замены менеджмента, изменения стратегии и тактики развития предприятия. Такого рода новации порождают неопределенность, риски, во избежание которых другие акционеры пожелают избавиться от акций этого предприятия;

- текущие и прогнозируемые денежные потоки по сравнению со стоимостью чистых активов предприятия настолько низки, что его прибыль недостаточна для развития или даже принимает отрицательную величину;

- ликвидационная стоимость предприятия выше рыночной оценки его как действующего предприятия, и его продажа становится для собственника выгоднее, чем поддержание его в функционирующем состоянии.

На основе проведенного анализа основных методов оценки предприятия и особенностей их применения в условиях либерализации, продолжим исследование их, исходя следующих соображений:

1. Для реализации самого приемлемого для инвесторов метода сравнимых продаж на рынке бизнеса Узбекистана среди совершенных сделок трудно найти даже минимальное количество компаний, в достаточной мере отвечающих признакам аналогов оцениваемому предприятию. Привлечение для его оценки информации с зарубежных рынков требует точных и тонких методов учета в стоимостной форме влияния существенных различий в хозяйственной среде на оценку предприятий зарубежных стран и Узбекистана. Выходом из положения является максимальное использование текущих сводок о деятельности фондового рынка нашей страны, на котором легче найти компании-аналоги. Для каждой из них нужно бу-

дет определить ее рыночную стоимость по усредненной цене предложения акций, собрать дополнительные сведения о различиях ее с оцениваемой компанией, обобщить полученные результаты и определить наиболее вероятную рыночную оценку предприятия.

2. В условиях переходной экономики трудно оценить количественное влияние быстро протекающих изменений хозяйственной среды на будущие прибыли предприятия и с удовлетворительной точностью рассчитать денежные потоки наличности. С учетом ограничений по объему диссертации подробное и глубокое исследование эффективности метода капитализации доходов для оценки предприятия в условиях либерализации экономики Узбекистана проводить не рационально.

3. Затратный метод, при известном несоответствии его отдельных положений рыночным принципам оценки, все же является универсальным по технике расчетов. Поэтому методика расчетов по этому методу в мировой практике отработана наиболее полно. Полученная на его основе оценка всегда включается в набор оценок предприятия, полученных различными методами, и учитывается при согласовании их и установлении наиболее вероятной рыночной стоимости предприятия. В конечном счете, нужно определить сферу и условия эффективного применения затратного метода в переходной экономике Узбекистана.

2.3. Повышение эффективности применения затратного метода для оценки предприятий Узбекистана

Обычно инвестор воспринимает наиболее естественно цену сделки, основанную на сравнимых продажах, если компании-аналоги близки друг к другу по важнейшим параметрам: отраслевая принадлежность, объем реализованной продукции, ее ассортимент. Но при этом он обнаруживает тяготение не к этим параметрам, а к максимуму достижимой прибыли от деятельности интересующего его объекта, устойчивости его работы, к потенциалу его развития. И при недостатке компаний-аналогов он стремится, опираясь на свои знания, а также на опыт и квалификацию консультантов, раскрыть финансово-экономический потенциал каждого кандидата на покупку на основе информации их годовых и квартальных

балансов. В первую очередь он сопоставляет активы и обязательства каждого предприятия, структуру их, что и составляет главную часть затратного метода, применяемого при оценке предприятия. Этот метод в практике рынка бизнеса широко применяется при недостаточном количестве сравниваемых объектов, имеющих качества, аналогичные качеству оцениваемого объекта, а также в условиях функционирования экономики с нестабильными ценами. Затратный метод оценки является основным также при определении первоначальной (номинальной) величины уставного капитала приватизируемых государственных объектов собственности. Он не считается оценщиками как эффективный, отражающий рыночную стоимость объекта, и применяется, в основном, для сопоставления и согласования с результатами, полученными с помощью *других методов оценки.*

При затратном подходе оцененная стоимость, как правило, отличается от рыночной стоимости, так как между затратами и полезностью полученных на их основе результатов нет прямой связи. Но в условиях переходной экономики он в ряде случаев является единственно возможным методом оценки вследствие отсутствия необходимой информации для использования других методов. Преимущества затратного метода заключаются в том, что он может быть применен также для оценки отдельных активов, тогда как другие методы обычно применяются при оценке предприятия в целом или его отдельной технологической линии в виде имущественного комплекса.

Затратный метод основывается на принципе замещения (или воспроизводства), согласно которому предполагается, что информированный покупатель не заплатит за актив больше, чем стоимость воспроизводства аналогичного актива, эквивалентного по своим качествам и полезности оцениваемому активу. Он предусматривает поэлементную оценку, для осуществления которой оцениваемое предприятие расчленяется на составные части — активы и пассивы - производится их оценка и определяется стоимость предприятия путем суммирования стоимости всех элементов.

С учетом отмеченного выше следует ограничиться рассмотрением особенностей использования затратного метода в Узбекистане, исследовать, в какой мере и в каких условиях они оправданы, выбрав для примера типичное предприятие

средних размеров, занимающееся производством массовой продукции. Для анализа эффективности применения затратного метода рассмотрим особенности его применения для расчета рыночной стоимости одного из действующих предприятий, которое условно назовем «Курилиш хизмати». Такой выбор был сделан для того, чтобы разобрать технику расчетов по оценке и анализ полученного результата для, можно сказать, типичного объекта, каких имеются сотни в экономике Узбекистана. Анонимность объекта специально введена нами во избежание использования третьими лицами полученной оценки в целях, не предусмотренных нами и противоречащих интересам названного предприятия. Для оценки использованы годовые отчеты предприятия за 2001-2004 годы (прил. 1, табл. 2.5). В этот период времени в Узбекистане для более полного отражения хозяйственной деятельности предприятий и сближения структуры годовых отчетов с международной системой учета и статистики ежегодно увеличивалось количество строк в бухгалтерском балансе, и у некоторых строк менялось название. Возможно, что это вызвало некоторые погрешности, допущенные предприятием при составлении балансов и которые нами не исправлялись, так как существенного влияния на конечные результаты использования затратного метода они не оказали. В результате появлялись расхождения между активом и пассивом баланса. Кроме того, в данных отчетного баланса приводились сведения базового года, видимо скорректированные после сдачи годового отчета предыдущего года. При наличии такого рода расхождений нами было отдано преимущество сведениям базового года, как дополнительно проверенным при составлении текущего отчета.

За основу структуры табл. 2.5 (прил.1) был выбран самый полный по количеству строк баланс за 2004 год, и наименования всех строк балансов за 2001-2003 годы были приведены в соответствие с его структурой. Сведения об итогах 2000 г. выбраны из отчета за 2001 г., в который занесены данные за соответствующий период прошлого, то есть 2000 года. Часть незаполненных строк из балансов, приведенных в Приложении 1, табл. 2.5 удалена, чтобы не увеличивать в ней количество страниц.

Во время рассмотрения метода не будем касаться формального описания типовых и общеобязательных процедур,

связанных с выполнением оценки по заказу, в которые входят:

наименование оценочной организации, ее юридический адрес;

содержание заказа на оценку;

общие сведения: полное наименование, ведомственная принадлежность, месторасположение объекта оценки, цель оценки, основание для оценки, действительная дата оценки, курс сума к доллару США по официальному курсу Центрального Банка Республики Узбекистан на дату оценки;

результаты оценки;

сертификат качества оценки;

ограничивающие условия и принятые (сделанные) допущения в ходе оценки;

оцениваемые права;

краткое описание объекта.

Мы ограничимся лишь кратким описанием общепринятых расчетных процедур затратного метода для выбранного объекта, проведем анализ особенностей его использования для оценки предприятий в условиях либерализации экономики Узбекистана. Датой для оценки выбрано 1 января 2005 года.

Затратный подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек (затрат). Базовой формулой в затратном подходе является:

Собственный капитал = Активы – Обязательства

Балансовая стоимость части долгосрочных активов (основные средства, капиталовложения и др.) как правило, не соответствует рыночной стоимости. Такие активы, как основные средства, незавершенное строительство, неустановленное оборудование, требуют переоценки с учетом складывающихся на момент оценки рыночных цен, вследствие чего оценщику необходимо провести корректировку данных статей баланса предприятия. В ходе применения затратного подхода балансовые отчеты предприятия (Приложение 1) нами были проанализированы и соответствующим образом перестроены, согласно методике затратного метода оценки стоимости предприятия (табл. 2.6).

Суть перестройки баланса заключается во внесении поправок, с помощью которых рассчитывается предварительная оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива в

отдельности, следом аналогично определяется, насколько балансовая стоимость обязательств соответствует их рыночной стоимости. На основе таких сопоставлений вносятся соответствующие поправки в отдельные строки бухгалтерских книг.

Таблица 2.6

Определение величины действующей остаточной стоимости основных фондов предприятия «Курилиш хизмати» на начало отчетного года

Показатели	Код строки баланса	1.01.01	1.01.02	1.01.03	1.01.04	1.01.05*
2	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*
АКТИВ						
I. Долгосрочные активы						
Основные средства						
Первоначальная (восстановительная) стоимость	010	1508	1508	8389	8389	8569
Сумма износа	011	1196	1180	8030	8013	8129
Остаточная балансовая стоимость	012	312	328	359	376	440
Основные фонды, введенные в отчетном году			16	31	17	64
Стоимость введенных фондов с учетом индексации			38,464	50,654	21,131	71,872
Действующая стоимость ОФ с учетом индексации на конец года		1288,872	1327,336	1377,99	1399,121	1470,993

* без переоценки по ПКМ РУз от 26.12.2000 г. №500

Первой частью процесса применения нами затратного подхода для расчета действующей стоимости предприятия «Курилиш хизмати» явилась корректировка стоимости чистых активов предприятия для сближения их величин с рыночными стоимостями. При оценке предприятия «Курилиш хизмати» балансовая остаточная стоимость основных фондов (ОФ), пересчитана на дату оценки согласно индексам удорожания стоимости продукции отраслей промышленности Республики

Узбекистан, ежегодно рассчитываемым Госкомстатом Республики Узбекистан. Такова отличительная особенность корректировки стоимости ОФ в Узбекистане, нередко вызывающая непонимание со стороны иностранных инвесторов и возражения со стороны Всемирного Банка. Надо отметить, что в отечественной науке этому фактору, можно сказать, вообще не уделено внимания. Поэтому исследование природы индексов и обоснование рациональности их имеет актуальное значение для нашей экономики.

Основанием для пересчета являются постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан от 18.06.92 г. №293 [1.17], от 1.06.93 г. №261 [1.21], от 28.11.94 г. №572 [1.24] и от 26.12.2000 года №50 [1.27]. Стоимость основных фондов в балансе на 1 января 2001 года пересчитана по индексу, установленному на 2001 г. Дальнейшее применение индексации осуществлялось только на введенные в отчетном году основные фонды, скорректированная стоимость которых прибавлялась к проиндексированной стоимости основных фондов предыдущего года.

Из данных табл. 2.6 видно, что в начальный год периода индексирование приводило к удорожанию стоимости ОФ в три-четыре раза, но внутри отчетного периода имело место неуклонное снижение величины индекса. Оценка установленных машин и оборудования сопоставлялась с данными о продаже на вторичном рынке аналогичной подержанной техники. В результате такого сопоставления выявлялись не только уровень физического износа, но и в определенной мере их функциональное и технологическое устаревание.

Оценкой также были охвачены обслуживающие производство передаточные устройства, транспортные средства, компьютеры, измерительная техника и производственно-хозяйственный инвентарь. Хотя они непосредственно не участвуют в производстве продукции, но от качества и надежности их работы в существенной мере зависит стабильность функционирования производства в целом. Нематериальные активы практически полностью амортизированы, в годовых отчетах не учитывались, и при их рассмотрении выяснилось, что они не обладают какой-нибудь реальной рыночной стоимостью. На предприятии отсутствуют торговая марка, ноу-хау, маркетинговая стратегия рынка, а используемые компьютерные программы носят вспомогательный обслуживающий

характер, разработаны силами пользователей сугубо для своих производственных нужд.

Второй частью использования затратного метода было уточнение стоимости незавершенных капитальных вложений (табл. 2.7).

Таблица 2.7.

Определение величины действующей остаточной стоимости незавершенных капиталовложений предприятия «Курилиш хизмати»

тыс. сум

Дата	Годовые капитальные вложения на дату составления отчета	Объем освоения капитальных вложений за отчетный год	Проиндексированная стоимость освоенных годовых капитальных вложений	Действующая стоимость незавершенных капитальных вложений на дату оценки
1	*2*	*3*	*4*	*5*
01.01.01	105777,0	11580,4	27839,3	
01.01.02	117357,4	22585,2	36904,2	464804,1
01.01.03	139942,6	1428497,4	1775622,3	501708,3
01.01.04	1568440	2271,0	3044	2277330,6
01.01.05	1571151			2280375,0

Только в данном случае те же самые индексы распространялись на разницу между их величинами на начало и конец года. Результаты данных табл. 2.7 показывают, что темп удорожания незавершенных капиталовложений за счет индексации замедлялся гораздо сильнее, чем для основных фондов. С учетом отмеченного фактора представляет научный интерес и практическую ценность анализ динамики временных рядов, отражающих динамику изменения индексов с момента начала применения их в Узбекистане и по настоящее время. А результаты прогнозирования дальнейших тенденций в изменении индексов позволят определить не только их величину, но ориентировочное время утраты необходимости в них, к большому удовлетворению, как иностранных, так и внутренних инвесторов. В окончательную стоимость имущества оцениваемого предприятия включаются также прочие активы и оборотные активы.

Окончательные расчеты по установлению действующей стоимости предприятия «Курилиш хизмати» на дату оценки сведены в табл. 2.8.

Таблица 2.8

Определение величины действующей стоимости предприятия «Курилиш хизмати» на дату оценки .

тыс. сум

№ п/п	Показатели	По данным баланса на дату оценки	По действующей стоимости
1	Остаточная стоимость основных фондов	440	1471,0
2	Действующая стоимость незавершенных капиталовложений	1571151	2280375
3	Оборотные активы (по балансу)	3406	3406
4	Всего активов	1574697	2281846
5	Обязательства предприятия (по балансу)	5381	5381
6	Уставный фонд (п.4 - п.5)	1569316	2276455

В процессе корректировки не были подвергнуты изменению все те строки, в которых балансовая стоимость имущества предприятия не отклонялась от рыночных цен. К ним были отнесены товарно-материальные запасы, расчеты с бюджетом, а также дебиторская и кредиторская задолженность, в составе которой отсутствовали безнадежные к взысканию долги. Согласно затратному методу, скорректированная стоимость чистых активов предприятия «Курилиш хизмати» на дату оценки превышает балансовую на 707149 тыс. сум.

На основе проведенной оценки становятся очевидными следующие недостатки затратного подхода к оценке предприятия:

– не учитывается потенциал будущей прибыли, которая может возрасти вследствие вхождения в силу факторов согласно долгосрочным государственным программам либерализации экономики, уменьшения налогов на предприятия и связанного с этим роста инвестиционной активности, повышения спроса на продукцию предприятия вследствие увеличения объема социальных трансфертов и др.;

– не отражаются такие важные факторы, как конкурентоспособность предприятия, его способности к диверсификации производства с целью выпуска более прибыльной продукции.

Затратный метод не считается оценщиками эффективным, отражающим рыночную стоимость объекта, но он в ка-

честве ориентира часто применяется для сопоставления с результатами, полученными с помощью других методов оценки, а также для согласования рыночной стоимости предприятия внутри диапазона всех полученных оценок разными методами. Кроме того, он может оказаться полезным для оценки ликвидационной стоимости предприятия или в случае его реорганизации в форме слияния, присоединения к другому предприятию с последующим изменением технологии и организации работы.

Для повышения эффективности использования затратного подхода в практике оценочной деятельности рекомендуется следующее:

– путем контрольного просчета целесообразно скорректировать данные, полученные затратным методом, применяя в ретроспективе налоги, предусмотренные действующим законодательством Республики Узбекистан. Тогда оценка стоимости объекта затратным методом будет ближе к восстановительной стоимости объекта, в которой все налоги будут учтены;

– нужно в последующем все принятые оценщиком показатели сопоставить с данными трех-четырех квартальных отчетов после даты оценки и уточнить полученные расхождения, чтобы лучше понять их причины и происхождение. А заодно проверить точность прогноза, заложенного предприятием на год, следующий за датой оценки, выявить возможности повышения точности прогнозирования и использовать их в новых расчетах оценки в качестве дополнения.

При определении окончательной стоимости объекта оценки на основе затратного подхода нужно более полно учитывать наличие характерных для Узбекистана (и стран СНГ) неосязаемых активов, к которым относятся:

- выгодность расположения предприятия и наличия развитой производственно-социальной инфраструктуры;
- род деятельности предприятия и спрос на выпускаемую продукцию и услуги;
- наличие квалифицированных трудовых ресурсов и др.;
- перспективы развития (бизнес-прогноз);
- гудвиллы.

И еще важно исследовать обоснованность текущего применения в Узбекистане индексации для оценки предприятий и необходимости в ней в будущем.

2.4. Прогнозирование индексов оптовых промышленных цен для рыночной оценки предприятия

Начальная стадия перехода к рынку в Узбекистане сопровождалась ростом цен, вызываемых реструктуризацией и диверсификацией административно-распределительной экономики и приспособлением ее к спросу потребителей. В структуре валового внутреннего продукта переходной экономики большую долю занимают инвестиции, без которых перестройка ее в практически приемлемые сроки невозможна. И особую роль в реализации перестроечного процесса играют иностранные инвесторы. Они вовлекают в развитие нашей экономики не только промышленный капитал, но и современный опыт менеджмента и маркетинга, оказывают помощь в наращивании экспорта и совместном выходе произведенной продукции на мировые рынки. Едва ли не ключевым вопросом для принятия решения об инвестировании предприятия в той или иной форме является определение рыночной стоимости его.

В условиях переходной экономики внутренние цены растут, неуклонно приближаясь к ценам мирового рынка, - без такого сближения страна не сможет интегрироваться в мировую хозяйственную систему. Но вместе с ростом цен увеличивается стоимость продукции, выпускаемой предприятием, что отражается в его рыночной стоимости при оценке любым методом вследствие роста доходов предприятия. Но если производственный потенциал предприятия, оставаясь неизменным, создает год от года большую стоимость продукции, то и его оценка должна возрастать. Для учета этого фактора в практике определения рыночной стоимости предприятия в Узбекистане используются индексы удорожания оптовых цен продукции промышленности. Начиная с 1995 г., Госкомстатом Республики Узбекистан индексы определяются ежеквартально и в годовом разрезе и отражаются в статистической отчетности в разрезе следующих пяти групп имущества:

- здания, сооружения, передаточные устройства;
- силовые рабочие машины;
- прочие машины, транспорт;
- мебель,
- инвентарь.

Индексы показывают рост оптовых цен продукции промышленности у местных производителей и распространяются на оцениваемые объекты. Применение их для оценки национальных предприятий явилось вынужденной и временной мерой, как реакция на неустойчивость экономики переходного периода. Они использовались в качестве дополнения для оценки предприятия самым известным и глубоко отработанным в мировой практике затратным методом. И такое дополнение, в ряде случаев, не вызывало понимания со стороны иностранных инвесторов. Но за десятилетнюю практику их применения величина индексов уменьшилась: на здания, сооружения, передаточные устройства с 3,581 до 1,21; на силовые рабочие машины с 4,117 до 1,062; на прочие машины, транспорт – с 3,356 до 1,062.

Установлено, что индексы в агрегированной форме, косвенным путем отражают, как под воздействием осуществляемых в нашей стране реформ неуклонно падал рост цен, гасилась инфляция, укреплялась национальная валюта, наполнялся внутренний товарный рынок, росла рыночная стоимость национальных предприятий, а с нею – увеличивалось национальное богатство Узбекистана. Учитывая их важную роль, представляет и методологический, и практический интерес исследование динамики индексов за период с 1995 по 2004 год. Конечной целью при этом является выявление возможности прогнозирования величины индексов на краткосрочный период 1-2 года, что позволит оценщикам точнее вычислить их величину.

Исследование индексов проведено на основе методов корреляционно-регрессионного анализа временных рядов (табл. 2.9). Использованные в диссертации научные основы методики обработки используемой информации с помощью методов математической статистики, контроль полученных результатов и их применение описаны в приложении 2).

В практике обработки эмпирических рядов динамики для их сглаживания теоретическими линиями применяют уравнения линейные, полиномиальные (параболические), степенные, логарифмические и экспоненциальные. В программу исследования на первом этапе входило определение основных типов уравнений регрессии, аппроксимирующей выбранный динамический ряд [4.2-4.9], выбор из них наилучшего для целей прогнозирования с помощью индекса корреляции R^2. Ве-

личина R^2 количественно выражает, какая доля изменений y зависит от изменения x [4.1, 4.7, 4.8, 4.15]. По наибольшей величине тесноты зависимости R^2 для целей прогнозирования выбрано уравнение степенной функции (рис. 2.1).

Таблица 2.9

Уравнения регрессии для индексов оптовых цен Промышленности на здания, сооружения, передаточные Устройства

Тип аппроксимирующей зависимости	Уравнение регрессии*	Величина** R^2
Линейная	$y = -0,1569x + 2,4971$	0,4545
Логарифмическая	$y = -0,8059\ln(x) + 2,8514$	0,7028
Парабола второй степени	$y = 0,0436x^2 - 0,6363x + 3,4558$	0,6789
Степенная	$y = 2,7541x^{-0,3825}$	0,7761
Экспоненциальная	$y = 2,3786e^{-0,784x}$	0,5561

** x соответствует порядковый номер года в базовом интервале от 1995 по 2004 годы; y – величина индекса, соответствующего году x.*

*** R^2 – коэффициент тесноты зависимости y от x.*

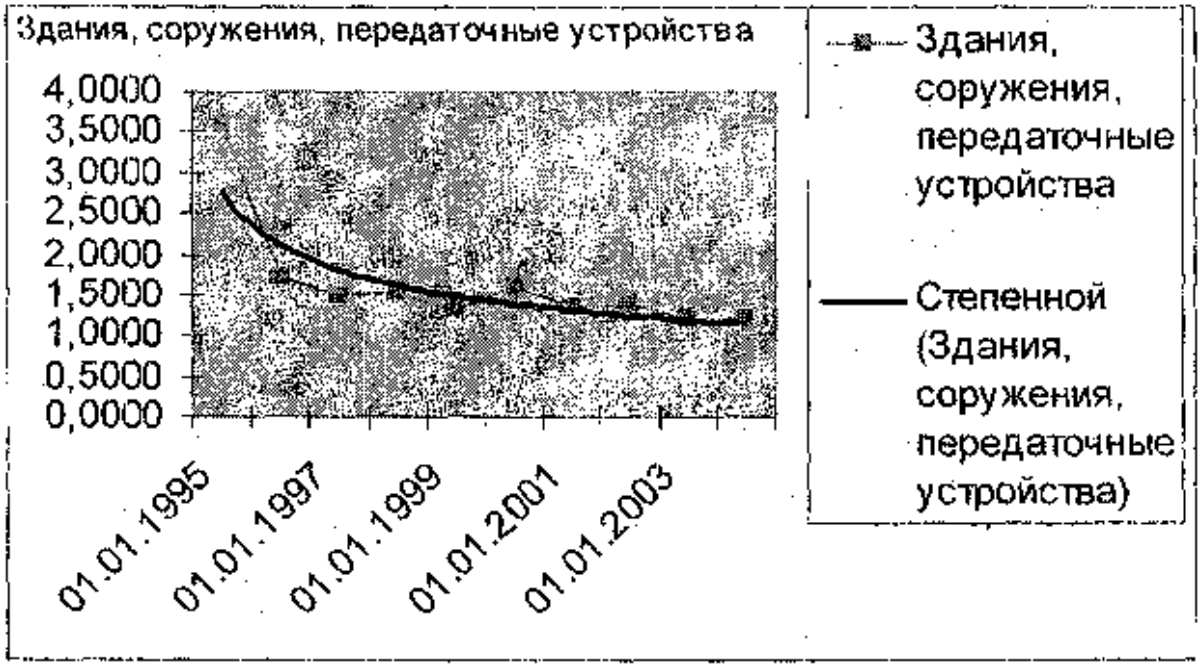


Рис. 2.1. Наилучшая аппроксимация индекса удорожания оптовых цен продукции промышленности на здания, сооружения и передаточные устройства.

Для выбора уравнений, наилучшим образом аппроксимирующих динамические ряды оставшихся четырех групп имущества, были выполнены аналогичные исследования, и определены параметры всех типов уравнений регрессии и теснота зависимости рассматриваемого индекса от времени. Оценочным показателем для выбора наилучшего теоретического уравнения зависимости был выбран индекс корреляции, численно выражающий, какая часть общей колеблемости зависимого показателя (функции *y*) зависит от изменений независимого фактора (аргумента *x*). Все полученные данные анализа, сравнения между собой различных теоретических уравнений зависимости по критерию тесноты связи R^2 для наглядности сведены нами в табл. 2.10.

Таблица 2.10

Уравнения регрессии для индексов оптовых цен промышленности

Тип аппроксимирующей зависимости	Уравнение регрессии*	Величина** R^2
силовые рабочие машины		
Линейная	$y = -0,1569x + 2,467$	0,4609
Логарифмическая	$y = -0,771\mathrm{Ln}(x) + 2,7687$	0,6525
Парабола второй степени	$y = 0,0306x^2 - 0,4936x + 3,1404$	0,5732
Степенная	$y = 2,7371x^{-0,398}$	0,6394
Экспоненциальная	$y = 2,4109e^{-0,0862x}$	0,512
прочие машины, транспорт		
Линейная	$y = -0,1938x + 2,7341$	0,4036
Логарифмическая	$y = -0,9944\mathrm{Ln}(x) + 3,1701$	0,6227
Парабола третьей степени	$y = -0,0263x^3 + 0,4811x^2 - 2,7193x + 6,042$	0,839
Степенная	$y = 3,0074x^{-0,4528}$	0,6253
Экспоненциальная	$y = 2,5497e^{-0,0943x}$	0,463
мебель		
Линейная	$y = -0,1087x + 2,0484$	0,5301
Логарифмическая	$y = -0,5182\mathrm{Ln}(x) + 2,233$	0,7056
Парабола третьей степени	$y = -0,0115x^3 + 0,2064x^2 - 1,1679x + 3,404$	0,8327
Степенная	$y = 2,2205x^{-0,3048x}$	0,7251
Экспоненциальная	$y = 2,0369e^{-0,068x}$	0,616
инвентарь		
Линейная	$y = -0,1258x + 2,3039$	0,441
Логарифмическая	$y = -0,6511\mathrm{Ln}(x) + 2,5955$	0,6925
Парабола второй степени	$y = 0,0358x^2 - 0,5192x + 3,0907$	0,6691
Степенная	$y = 2,5137x^{-0,3206}$	0,7421
Экспоненциальная	$y = 2,2074e^{-0,0644x}$	0,5111

По критерию максимума R^2 в табл. 2.10 для использования в прогнозировании лучше всего подходят уравнения регрессии, отображенные в приложении 3 на рис. 2.2.

На втором этапе исследования был проведен анализ временной динамики средних индексов удорожания сгруппированных оптовых промышленных цен на здания, оборудование, транспорт. Этот анализ проводился последовательно по шагам. На основе анализа результатов каждого шага принимались решения о дальнейшем его развитии. Все данные сведены в табл. 2.11.

Таблица 2.11

Уравнения регрессии для среднего индекса удорожания оптовых цен промышленности на здания, оборудование и транспорт

Тип аппроксимирующей зависимости	Уравнение регрессии*	Величина** R^2
Линейная	$y = -4{,}6603x + 37{,}424$	0,4961
Логарифмическая	$y = -23{,}894\ln(x) + 47{,}884$	0,7644
Парабола второй степени	$y = 1{,}3944x^2 - 19{,}999x$	0,6789
Степенная	$y = 71549x^{-1{,}7662}$	0,9802
Экспоненциальная	$y = 49{,}567^{-0{,}4186x}$	0,9395

Из данных этой таблицы видно, что наилучшую аппроксимацию искомой зависимости обеспечивает степенное уравнение регрессии, отображенное на рис. 2.3. Следует отметить, что компьютер выдает результаты обработки исходных данных, приводимые на рисунках в настоящей главе полностью сформированными и не требующими какой-либо доработки со стороны пользователя. Остается лишь скопировать их с листа книги Excel, в которой фиксировались все исходные данные и результаты расчетов и полученные графики перенести в рабочий документ.

На третьем этапе исследования программа второго этапа была применена к исследованию среднего индекса удорожания оптовых промышленных цен на все основные фонды, по существу являющегося обобщенным результатом использования остальных индексов, который приведен в табл. 2.12.

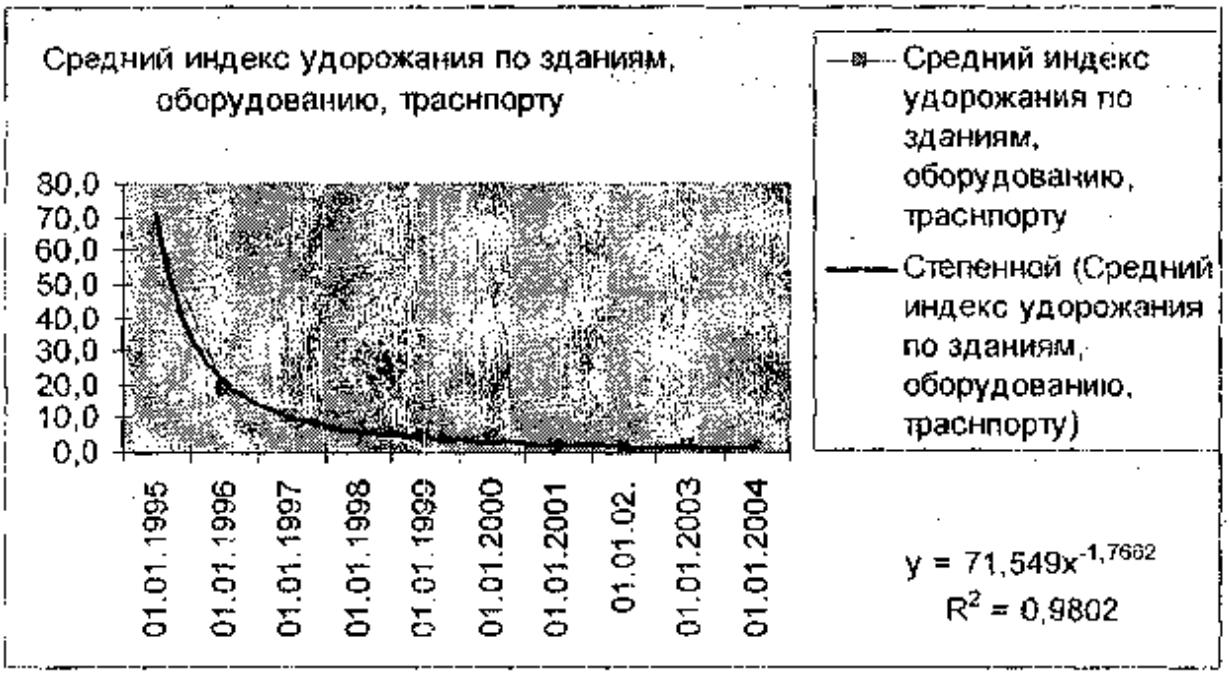


Рис. 2.3. Наилучшая аппроксимация среднего индекса удорожания оптовых промышленных цен на здания, оборудование и транспорт степенным уравнением регрессии.

Таблица 2.12

Уравнения регрессии для среднего индекса удорожания *оптовых цен промышленности на основные фонды*

Тип аппроксимирующей зависимости	**Уравнение регрессии***	**Величина** R^2
Линейная	$y = -4,3914x + 35,512$	0,5169
Логарифмическая	$y = -22,33Ln(x) + 45,088$	0,7835
Парабола второй степени	$y = 1,2772x^2 - 18,44x + 63,609$	0,7967
Степенная	$y = 68,184\ x^{-0,4186x}$	0,9816
Экспоненциальная	$y = 48,091e^{-0,4105x}$	0,9474

Анализ данных табл. 2.12 показывает, что наилучшую аппроксимацию этой функции обеспечивает степенное уравнение. Именно оно было использовано нами для дальнейшего анализа целесообразности применения индексов изменения оптовых цен промышленности для рыночной оценки предприятия в нашей стране. И тому обоснованием является близость между эмпирической ломаной линией, отражающей динамику рассматриваемого индекса, и аппроксимирующей ее теоретической линией регрессии, что наглядно отражено на рис. 2.4. Полученная при этом величина индекса корреляции

(0,9816) очень близка к единице, что приближает полученное уравнение к функциональной связи.

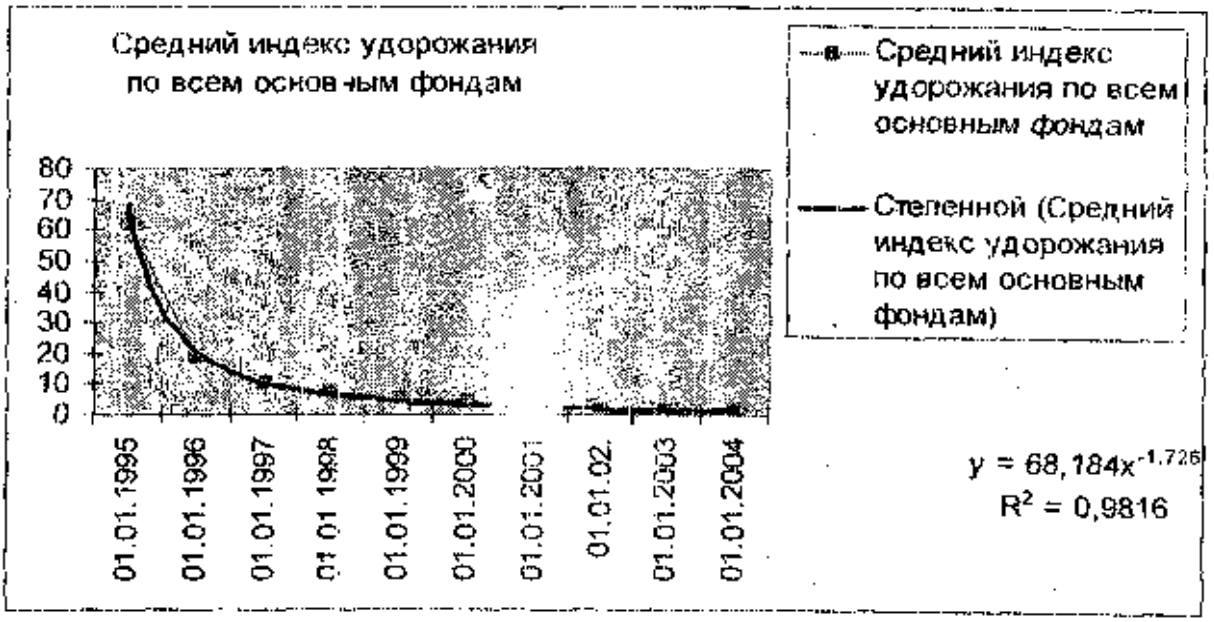


Рис. 2.4. Наилучшая аппроксимация среднего индекса удорожания оптовых промышленных цен на основные фонды степенным уравнением регрессии.

В результате снижения индексов оптовых цен промышленности на инвестиционную продукцию общий индекс удорожания основных фондов за десятилетний период, согласно расчетам Госкомстата, упал с 61,8 до 1,123. На величину каждого годового индекса увеличивается стоимость только тех фондов, которые введены в соответствующем ему году. И 55-кратное падение величины годового индекса за этот период приводит к пониманию временного характера их действия и утраты необходимости в индексации уже в ближайшие годы.

Удорожание основных фондов в 2004 году составляет всего 12,3%, и теперь легче понять оправданность применения индексов в трудные начальные годы переходного периода в прошедшем десятилетии. Согласно прогнозу по степенному уравнению регрессии, теоретическая величина индекса удорожания основных фондов на 2006 год равна 1,087. Иначе говоря, через год на основании этого индекса расчетную оценку предприятий нужно будет увеличивать всего на 8,7%.

В динамическом ряде рассматриваемого индекса имеют место скачки, которые нами сглажены на основе использования метода разностей между значениями индексов начального

и последующего годов. В результате был получен пологий эмпирический ряд, отображенный в табл. 2.13.

Таблица 2.13

Разности между фактическими и теоретическими индексами удорожания основных фондов начального и последующего годов

Годы для вычисления разности	Их порядковые номера на оси аргументов	Разность фактическая	Теоретическая разность
1995-1996	1	43,666	35,58
1996-1997	2	7,684	10,30
1997-1998	3	3,034	4,28
1998-1999	4	2,152	2,16
1999-2000	5	1,133	1,24
2000-2001	6	1,727	0,77
2002-2003	7	0,770	0,51
2003-2004	8	0,391	0,36
2004-2005	9	0,120	0,26
2005-2006			0,19
2006-2007			0,15
2007-2008			0,12
2008-2009			0,09

Его пологость привлекательна для прогнозирования, и она согласуется с плавным понижением соответствующих разностей между индексами, полученными на основе теоретического уравнения, что отражено в 4 столбце табл. 2.13. Далее было вычислено теоретическое уравнение регрессии для разностей между фактическими индексами удорожания основных фондов начального и последующего годов, представленное на рис. 2.5.

Так как величина индекса удорожания основных фондов в 2004 г. была равна 1,123, то уже в 2005 г. она может оказаться очень близкой к 1, либо даже станет меньше 1, что будет сигналом о необходимости отмены индексации, выполнившей свою экономическую миссию.

Сводные результаты расчетов индексов удорожания основных фондов по их видам приведены в Приложении 3.

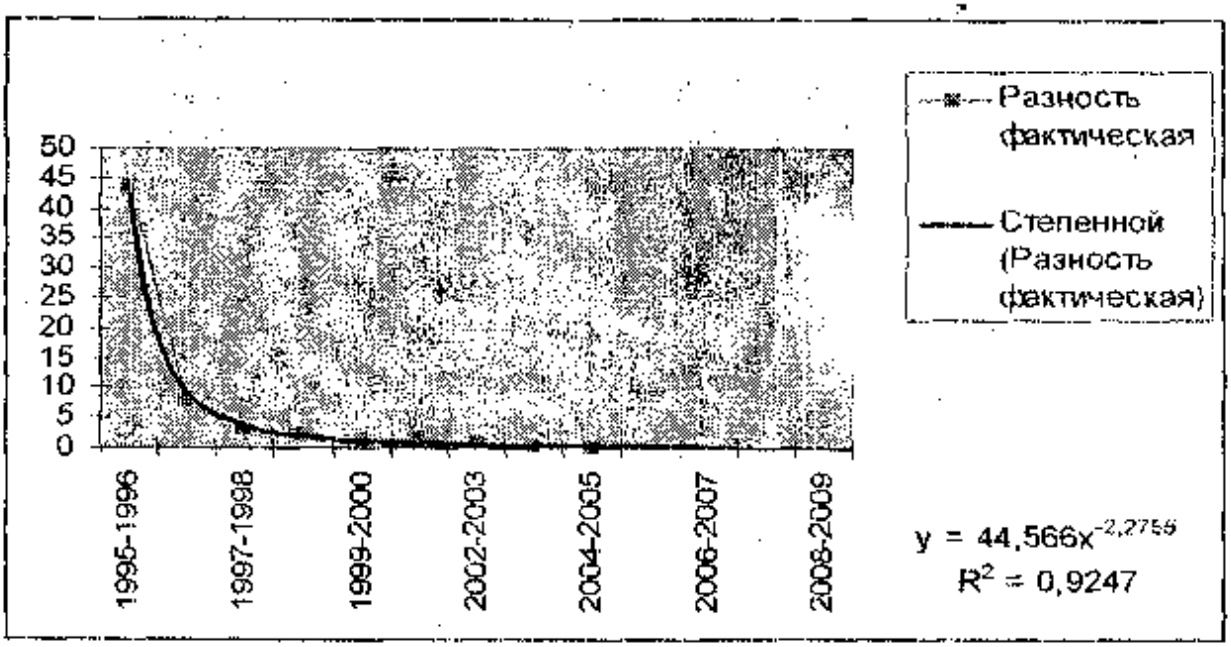


Рис. 2.5. График степенного уравнения регрессии, отражающий разности между фактическими индексами удорожания основных фондов начального и последующего годов.

На основе впервые проведенного в отечественной науке исследования природы индексации мы даем свой научный прогноз. *При сохранении существующих тенденций в развитии экономики нашей республики необходимость в использовании индексации через два-три года отпадет полностью.* Основой для этого является высокое по величине значение квадрата корреляционного отношения (0,9281), более характерное для уравнений с функциональной зависимостью.

Все необходимые расчеты по описанной методике основаны на базе типового программного обеспечения персонального компьютера Pentium I, что обеспечивает неограниченную приемлемость ее в практике оценочных расчетов широким кругом пользователей. Для расчета всех типов уравнений регрессии и коэффициента тесноты зависимости R^2 была использована программа «Мастер диаграмм», входящая в состав книги Microsoft Exel 5.0/95. Любой компьютер модели Pentium I и более высокой, чем он, модели, обеспечит выполнение приведенных выше расчетов по прогнозированию индексов удорожания оптовых цен продукции промышленности на группы имущества, а также на основные фонды в целом. При

этом время на расчеты не превысит одного рабочего дня квалифицированного специалиста.

2.5. Анализ эффективности оценки открытой компании на основе курсовой стоимости ее акций

Экономика каждой страны носит много индивидуальных особенностей, что осложняет сопоставимость образующих ее предприятий с объектами из других стран. Еще сильнее проявляется такого рода индивидуальность в переходный период, отличающийся высоким динамизмом экономики, быстрыми изменениями хозяйственной среды. Вследствие отмеченного фактора применение метода сравнимых продаж для предприятий Узбекистана сильно осложняется. На внутреннем рынке бизнеса трудно, а часто и просто невозможно среди совершенных сделок найти даже минимальное количество подходящих компаний-аналогов, что лишает информационной основы применение метода сравнимых сделок. Выходом из такой ситуации является определение рыночной стоимости оцениваемого предприятия по курсу акций аналогичных компаний, обращающихся на открытом фондовом рынке (ОФР). Но так как случаи единовременной покупки всех акций одного и того же акционерного общества одним покупателем в практике ОФР не встречаются, то обязательным дополнением к рыночной стоимости оцениваемого предприятия должны служить премии за контрольный пакет и другие условия продажи предприятия, практикуемые на мировом рынке бизнеса.

В развитых странах открытый фондовый рынок является публичным институтом, обеспечивающим выполнение важной социально-экономической функции – выявление на каждый данный момент реальной рыночной стоимости предприятий, акции которых выставляются на фондовых биржах. А на базе динамики курса акций группы лидирующих компаний широко практикуется определение тенденций в развитии национальной экономики. Так как доля корпоративной собственности в национальном богатстве развитых стран неуклонно растет, то государство активно поддерживает деятельность ОФР путем издания актов, законодательно определяющих режим функционирования фондового рынка, поддерживает участие в нем предприятий зарубежных стран, создание международных институтов, регулирующих взаимодействие

бирж разных стран. Оно содействует формированию единых правил совершения всех необходимых операций по продаже акций, регистрации сделок и прав владельцев ценных корпоративных бумаг. Признавая общественную полезность ОФР в установлении реальной рыночной стоимости предприятий государство, даже в развитых цивилизованных странах, мирится с существованием спекулятивных игр на фондовой бирже.

Большая работа в этом направлении ведется и руководством Узбекистана: созданы законодательная и нормативно-правовая база функционирования ОФР в нашей республике, организованы все необходимые институты рыночной инфраструктуры. Надо отметить, что в республике раньше, чем в других странах СНГ, был создан Национальный депозитарий «Вакт», четкая регистрация им размещения всех выпущенных в стране акций обеспечила высокую прозрачность заключаемых сделок и стала серьезнейшим препятствием для злоупотреблений на фондовом рынке. Узбекистан опередил их в учреждении Национального агентства «Консаудитинформ», оказывающего широкий спектр консалтинговых и аудиторских услуг, разработчика разнообразных предложений и методик по организации функционирования национального рынка ценных бумаг в условиях переходной экономики. Правительство Узбекистана поддерживает выход национальных предприятий на зарубежные рынки ценных бумаг, международные контакты Республиканской фондовой биржи с крупнейшими мировыми биржами.

Приобретение акций, выпускаемых компаниями открытого типа, в настоящее время является самым распространенным способом инвестирования предприятий. Популярность данного способа объясняется простотой его применения, по сравнению с другими методами рыночной оценки предприятий, на основе которой принимается или отклоняется решение об инвестировании.

Однако такой широко практикуемый подход, опирающийся на полностью сформировавшийся фондовый рынок и его институты, правомерен лишь для развитых стран с устоявшейся рыночной экономикой. В условиях стран с переходной экономикой он не в состоянии учесть неизвестные покупателю многочисленные риски, связанные с деятельностью компании, чьи акции куплены инвестором. В достаточной мере не зная особенности страны инвестирования, поку-

патель не может предвидеть огромный и опасный по своим последствиям риск, связанный с искусственным завышением эмитентом величины дивиденда на акцию по конъюнктурным соображениям с целью обеспечения нового мощного притока инвестиций, что приводило к банкротству даже крупных мировых компаний. Примерами тому являются две компании США: пресловутая газовая энергетическая «Enron» и вторая по величине телекоммуникационная корпорация «Worldcom», чей капитал превышал 100 млрд. долларов. От широко освещенных в СМИ банкротств этих компаний пострадали миллионы вкладчиков капитала – акционеры названных компаний.

Стратегические инвесторы, их агенты и посредники по оказанию услуг на рынке ценных бумаг при покупке акций стремятся избежать известных им рисков, используя доступную им информацию и различные методы оценки акций, определяя, каждый по-своему, рыночную цену приобретаемого объекта - предприятия или пакет его акций на предстоящую дату покупки. Необходимость такого рода прогноза вызывается тем, что у эффективных предпринимателей, как правило, все свободные средства заняты в деле, приносящем прибыль. И лишь погоня за более высокой прибылью вызывает у них намерения освободиться от малоприбыльного имущества, продать его, чтобы на аккумулированные таким образом средства приобрести более доходное имущество – в данном случае акции или акционерное общество в целом. Конечно, для этой цели можно использовать и банковский кредит, но выплата процентов по полученному кредиту может сделать приобретение недостаточно прибыльным делом.

Для привлечения иностранного, да и любого внутреннего инвестора на фондовый рынок Узбекистана необходимо предоставить ему такую информацию, которая убедит его в выгодности приобретения акций, обращающихся на открытом фондовом рынке Узбекистана. Прогноз курсовой стоимости акций необходим на период, продолжительностью не более полугодия, в течение которого можно полагать постоянным проявление выгодной для покупателя тенденции роста цены акции интересующего его АО. За это же время потенциальный покупатель может реализовать малодоходное имущество и приобрести более доходную собственность. Для правильного выбора объекта, объема (суммы сделки) и формы инвести-

рования (контрольный или портфельный пакет акций) необходим тщательный анализ эффективности оценки открытой компании на основе курсовой стоимости ее акций. При этом нужно учитывать, что основной объем информации для анализа заключается в текущих сводках о деятельности Республиканской фондовой биржи (РФБ), систематически публикуемых в массовых печатных изданиях Узбекистана – газетах «Народное слово», «Правда Востока», «Новости Узбекистана», «Банковские ведомости», «Престиж», «Мулкдор», «Частная собственность» - «Менинг мулким».

В качестве помощи для инвестора и оценщиков предлагаем методику анализа рыночной стоимости открытых компаний с помощью статистических методов для краткосрочного периода. Необходимость методики заключается в том, что вследствие недостаточного уровня развития местного фондового рынка возникают различные затруднения при отборе привлекательного для инвестиций предприятия. Слабая активность многих АО на фондовом рынке - малое количество заключенных сделок и их совокупная стоимость – не позволяет делать уверенные выводы о стабильности их хозяйственной деятельности на ближнюю перспективу. Для преодоления отмеченных недостатков анализ разрабатывается последовательно по этапам. В качестве исходной информации для анализа в перечисленных выше изданиях массовой информации автором были собраны и обобщены сведения о сделках, заключенных на Республиканской фондовой бирже (РФБ) за 2002-2004 годы.

2.5.1. Выбор привлекательного объекта для инвестиций. Первоначальная стадия – отбор самых активных АО. Так как инвестора, прежде всего, интересуют доходность объекта и его рыночная стоимость, то для раскрытия содержания методики на первоначальной стадии отбора использованы сведения о 10 наиболее активных эмитентах на рынке ценных бумаг г. Ташкента (табл. 2.14).

Они нужны для определения репрезентативности выборки. Торги акциями на РФБ осуществляются с периодичностью пять раз в неделю; во время каждой торговой сессии может быть заключено несколько сделок с акциями одного и того же АО; данные о количестве и сумме сделок, совершенных в одном и том же месяце, просуммированы для обеспечения компактности рассчитываемых аналитических таблиц.

Таблица 2.14

Перечень АО г. Ташкента, акции которых в 2002-2004 годах были проданы на наибольшую сумму

Наименование АО	Кол-во сделок	Кол-во акций	Сумма сделок	Доля в сумме сделок,%	№ места
«Toshkent lok-bo'yoq zavodi» ОАЖ	386	230 379	238 610 199	15,29	3
АКБ «Пахта-банк»	141	93 433	98 220 112	6,30	6
ДАА «Узгуштсутсаноати»	51	14 629	18 821 450	1,21	7
«Бизнес-банк» ХОАТБ	89	53 568	535 680 000	34,33	1
СП ОАО «Maishiykimyo»	79	4 121	4 221 530	0,27	10
ОАЖ «Узсаноат курилиш банки»	78	123 300	185 148 801	11,87	4
«O'zuyjoyjamg'armabank» ДА	62	125 169	126 361 385	8,10	5
ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest»	26	16 234	16 515 280	1,06	8
АИКБ «Ипак йули»	35	3 303 384	331 124 613	21,22	2
ОАО «Zenit»	29	11 111	5 555 500	0,36	9
Итого	976	3 975 328	1 560 258 870	100,00	

**Закрашены данные об АО, входящих в листинг РФБ.*

Важность учета количества сделок для правильного отбора объекта для инвестиций заключается в том, что средняя цена акции АО в каждой сделке одновременно определяет текущую рыночную стоимость АО в целом. И для инвестора такая информация важна для определения конкретного объекта для инвестиций и их объема.

2.5.2. Выбор объекта для инвестиций. Вторая стадия – оценка стабильности отобранных АО. В условиях переходной экономики для каждого иностранного покупателя важны показатели, характеризующие стабильность страны инвестирования и в первую очередь - уровень инфляции и конвертируемость национальной валюты. По этим показателям внутри представленной выборки наиболее привлекательным был 2004 год, поэтому на второй стадии отбора представлены те же данные, что и в табл. 2.14, но уже только за 2004 год (табл. 2.15).

Таблица 2.15

Оценка стабильности АО по данным сделок за 2004 г.

Наименование АО	Кол-во сделок	Кол-во акций	Сумма сделок	Доля в сумме сделок,%	№ места в 2004 году	№ в 2002-2004 годах
«Toshkent lok-bo'yoq zavodi» ОАЖ	251	71 035	71 958 455	14,73	3	3
АКБ «Пахта-банк»	118	54 089	57 120 586	11,69	4	6
ДАА «Узгуш-тсутсаноати»	49	8 579	10 956 450	2,24	8	7
«Бизнес-банк» ХОАТБ	42	14 760	147 600 000	30,22	1	1
СП ОАО «Maishiykimyo»	40	2 000	2 063 200	0,42	10	10
ОАЖ «Узсаноат курилиш банки»	35	29 935	45 101 120	9,23	6	4
«O'zuyjoyjamg'armabank» ДА	28	53 057	53 259 385	10,90	5	5
ОАО ФИК «Yengilsanoat-invest»	26	16 234	16 515 280	3,38	7	8
АИКБ «Ипак йули»	25	799 151	80 511 575	16,48	2	2
ОАО «Zenit»	22	6 720	3 360 000	0,69	9	9
Итого	616	1 055 560	488 446 051	100,00		

При сравнении данных таблиц 2.14 и 2.15 заметны следующие перемены мест:

- АКБ «Пахта-банк» поднялся с 6 места на 4;
- государственная акционерная ассоциация «Узгуштсутсаноати» опустилась на одно место ниже;
- открытое акционерное общество «Узсаноат курилиш банки» опустилось с 4 места на 6;

ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest» поднялось с 8 места на 7.

Отсюда следует вывод о полезности для целей проводимого анализа реструктуризации выборки, отражающей изменение активности ведущих эмитентов на рынке ценных бумаг. Надо заметить, что порядок мест АО, включенных в листинг биржи, существенно не изменился, что подтверждает

стабильность их функционирования. В целом следует признать также относительную стабильность мест занимаемых акционерными обществами в 2002-2004 годах и в 2004 г. Таким образом, можно констатировать высокий уровень совпадения активности и стабильности всех 10 АО, при прочих равных условиях.

2.5.3. Выбор объекта для инвестиций. Третья стадия – отбор наиболее стабильных АО. При рассмотрении данных таблиц 2.14 и 2.15 наблюдается чрезмерное возрастание активности отдельных АО в 2004 году. Для дальнейшего сравнения и отбора наиболее стабильных АО сведения о доле 2004 г. в количестве и сумме сделок за период 2002-2004 гг. выделены в табл. 2.16.

Таблица 2.16

Динамика роста количества и суммы сделок у наиболее активных АО

	Наименование АО	Кол-во сделок		Доля 2004 г.	
		2002-2004 годы	2004 г.	от количества сделок периода, %	от суммы сделок периода, %
1	«Toshkent lok-bo'yoq zavodi» ОАЖ	386	231	59,84	30,16
2	АКБ «Пахта-банк»	141	118	83,69	58,16
3	ДАА «Узгуштсутсаноати»	51	49	96,08	58,21
4	«Бизнес-банк» ХОАТБ	89	42	47,19	27,55
5	СП ОАО «Maishiykimyo»	79	40	50,63	48,87
6	ОАЖ «Узсаноат курилиш банки»	78	35	44,87	24,36
7	«O'zuyjoyjamg'armabank» ДА	62	28	45,16	42,15
8	ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest»	26	26	100,00	100,00
9	АИКБ «Ипак йули»	35	25	71,43	24,31
10	ОАО «Zenit»	29	22	75,86	60,48
	Итого	976	616	63,11	31,31

2004 год составляет одну треть или 33 % выбранного для анализа периода времени. Совокупная сумма сделок 10 АО в этом году равна 31,3% от всей суммы сделок 2002-2004 годов, то есть, близка к одной трети. Но объем заключенных сделок с акциями ОАО Финансовая инвестиционная компания (ФИК) «Yengilsanoatinvest» в 2004 г. составил все 100% сделок за 2002-2004 годов. Для ОАО «Zenit» соответствующий показатель равен 60,48, Государственной акционерной ассоциации «Узгуштсутсаноати» - 58,21 и у АКБ «Пахта-банк» 58,16%. Такая резкая динамика вызывает определенную неуверенность в дальнейшем росте сделок с акциями отмеченных АО, поскольку все они функционируют свыше пяти лет.

Число сделок, заключенных в 2004 г., по отношению к количеству сделок, совершенных в течение трехлетнего периода, составило 63,11%. Эта доля показывает, что среднегодовой темп роста числа сделок возрос в 2004 г. почти в два раза. Но совокупная стоимость сделок за 2004 год не дотянула двух процентов до среднегодового уровня, откуда следует вывод о некотором уменьшении среднего размера сделки в 2004 г. Поэтому на очередном этапе анализа установим новое требование: отберем те предприятия, акции которых покупаются наиболее регулярно. На базе таких АО можно увереннее прослеживать динамику курса акций и выявлять имеющиеся в ней тенденции.

2.5.4. Отбор АО, с акциями которых осуществляются регулярные сделки. Анализ регулярности сделок (прил. 4, табл. 2.17) выполнен для отобранных 10 акционерных обществ на основе сведений о датах заключенных сделок, сгруппированных по месяцам года. Регулярность сделок оценивается по среднесуточному их количеству в течение года и каждого месяца отдельно. Итоговым оценочным показателем регулярности выбрано среднесуточное количество сделок, заключенных в течение года с акциями рассматриваемого АО. При первоначальном отборе АО самые активные из них по сумме заключенных сделок были расположены в порядке убывания количества сделок. Поэтому естественно, что данные аналитической табл. 2.17 (прил. 4) показывают снижение уровня регулярности сделок с акциями АО в порядке расположения их в табл. 2.15, начиная с АО «Toshkent lok-bo'yoq zavodi» и кончая ОАО «Zenit».

Для углубленного анализа регулярности сделок данные АО «Toshkent lok-bo'yoq zavodi» (ташкентского лакокрасочного завода) были обработаны компьютером с использованием составной части Exel – программы «Мастер диаграмм». В результате обработки был получен представленный на рис. 2.6 график, отображающий связь между активностью заключения сделок и временем года. Динамика сделок довольно близка к предварительным суждениям о ее характере: в марте ежегодно начинается пик заготовки лакокрасочных материалов для ремонта и строительства жилых и производственных объектов. И в качестве реакции на этот пик соответственно в апреле достигает максимума объем сделок с акциями лакокрасочного завода.

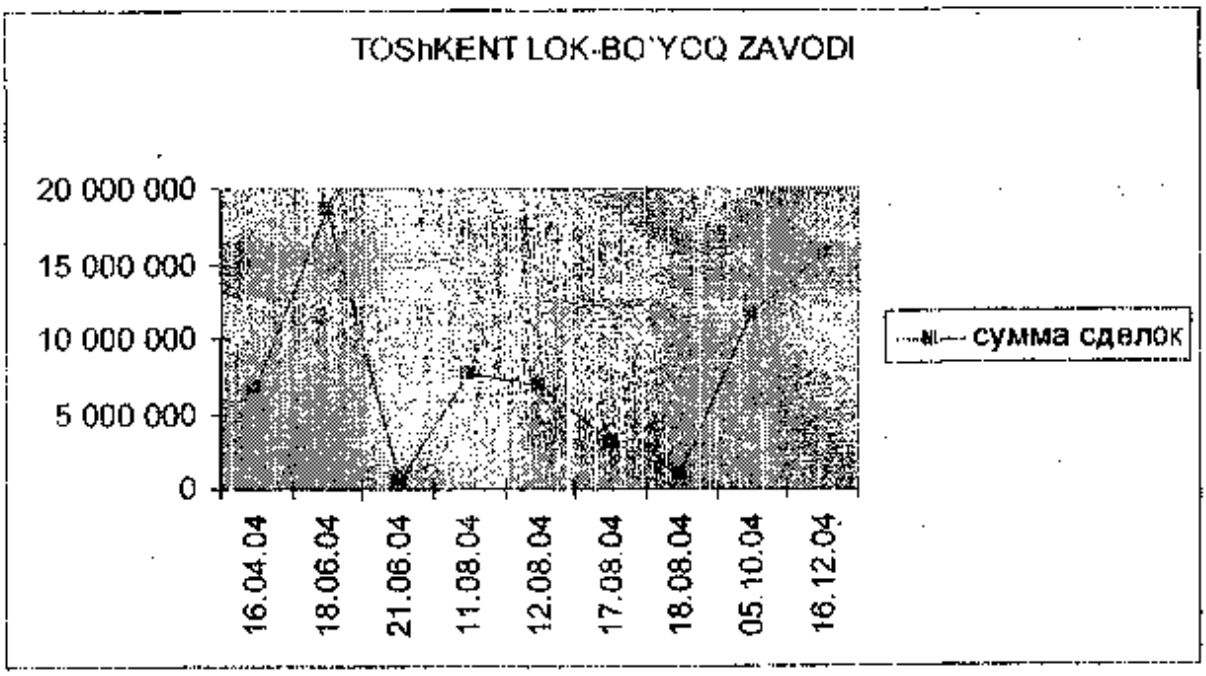


Рис. 2.6. Динамика суммы сделок с акциями АО «Toshkent lok-bo'yoq zavodi» на РФБ «Тошкент» в 2004 году.

В июне пик биржевой активности падает, но в августе, ближе к концу ремонтно-строительного сезона, сделки заключаются наиболее часто. Наконец, в ноябре-декабре, по окончании сезона, рост сделок можно объяснить тем, что инвесторы ожидают в следующем году роста строительной активности, и объем сделок резко повышается относительно среднегодового уровня.

Иные факторы влияют на динамику второй, по уровню регулярности сделок, открытой компании – АКБ «Пахта-

банка» отображенной на рис. 2.7. Привлекательность акций АКБ тесно связана с погодой, влиянием ее на урожай и ожидаемыми перспективами его своевременного сбора и переработки, а также с мировой конъюнктурой цен на хлопковое сырье. В начале 2004 г., пока распродавались остатки урожая предыдущего года, биржевая активность АКБ «Пахта-банка» была рекордно высокой. Затем весенние паводки, размывы посевов обильными осадками к середине апреля погасили имевшийся пик продажи акций, и она стабилизировалась на низком уровне до середины декабря, но как только конъюнктура с хлопком существенно прояснилась, в конце года рынок оживился. (И не случайно: в 2004 г. Узбекистаном был собран рекордный урожай хлопка-сырца – более 3,5 млн. тонн).

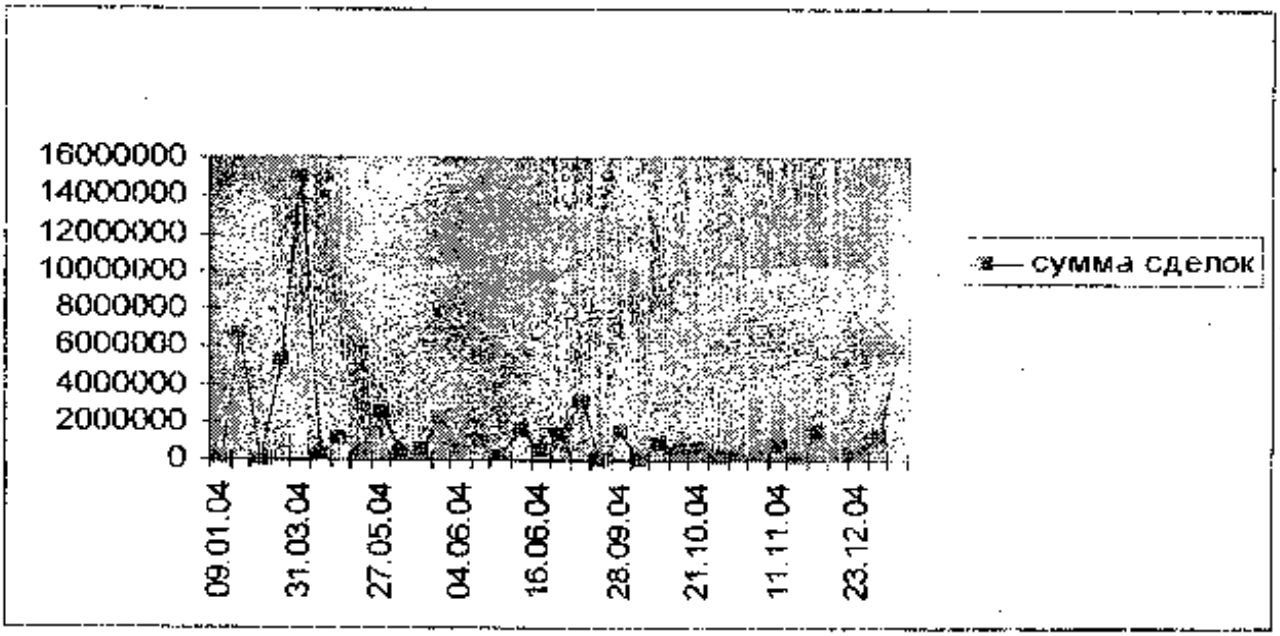


Рис. 2.7. Эмпирический временной ряд суммы сделок с акциями АКБ «Пахта-банк» на РФБ «Тошкент» в 2004 году.

Предварительных представлений, подобных отмеченным выше о двух АО, недостаточно для принятия обоснованного решения об инвестировании конкретного объекта. Поэтому следующим этапом будет углубленный анализ отображаемых на рисунках 2.6 и 2.7 интересующих нас показателей с помощью математической статистики, одним из развитых разделов которой является исследование динамических рядов. Оно осуществляется путем аппроксимации анализируемой эмпирической зависимости количественного показателя (в

нашем случае – суммы сделок, а также курсовой стоимости акции) от фактора времени (даты сделки) теоретическими линиями зависимостей.

2.5.5. Исследование динамики суммы сделок с акциями АО во времени с помощью методов корреляционно-регрессионного анализа. К началу семидесятых годов прошлого века теория математической статистики достигла высокого уровня развития и помогала исследователям до мельчайших тонкостей вникать в суть множества статистических данных и взаимосвязей между ними [4.1-4.15]. Запас кривых, которые может предложить математический анализ для исследования зависимостей между переменными величинами, бесконечно разнообразен. Для того чтобы выбрать из этого запаса наилучшую аппроксимацию, необходимо хорошо ориентироваться в важнейших типах функциональных зависимостей.

Уравнению первой степени соответствует прямая линия, которая выражает равнозамедленный или равноускоренный рост функции ***У*** (сумма сделок) в зависимости от аргумента ***Х*** (дат совершения сделок). Логарифмическая, степенная и экспоненциальная зависимости наглядно отражают замедление или ускорение ***У*** на всем интервале действительных значений ***Х***. В отличие от них полиномы разных степеней способны отражать несколько поворотов функции: например, многочлен третьей степени имеет две точки поворота. А в общем случае, у графика полинома ***n***-ой степени может быть ***n-1*** точек поворота.

Применимость методов обработки динамических рядов в нашем случае объясняется следующим образом. На функционирование выбранного нами предприятия с определенной, описанной выше периодичностью стабильно воздействует ряд факторов, влияние которых отражается теоретическими уравнениями зависимости ***У*** (суммы сделок) от ***Х*** (времени года). Если бы выявленная тенденция не подвергалась действию новых факторов (например, изменение цен на энергетические ресурсы, на тару и упаковочные материалы и т.п.), а все ранее действовавшие факторы сохраняли неизменной свою силу, то теоретическое уравнение связи обеспечило бы точный расчет ***У*** по заданному значению ***Х***. Но так как в практике подобное не случается, то под влиянием факторов, не учтенных теоретическим уравнением связи между ***У*** и ***Х***, возникают отклонения фактических ***У*** от теоретически рассчитанных

их величин. Поэтому для каждого теоретического уравнения нужно определять погрешность оценки аппроксимации.

Нашей целью является приспособление методики анализа отчетных данных о сделках с акциями открытой компании к реальным возможностям массовых участников фондового рынка из Узбекистана. Поэтому мы включили в ее состав только такие процедуры, которые пользователь может выполнить на персональном компьютере модели не ниже Пентиум 1 с установленными версиями Windows Word 6.0/95 для работы с текстами и Microsoft Exel 5.0/9 - для обработки таблиц. Чтобы не вынуждать пользователя искать специальные программы обработки динамических рядов, мы ограничились применением программы «Мастер диаграмм». С ее помощью для обоих выбранных АО были рассчитаны пять видов теоретических зависимостей: линейная (в форме уравнения прямолинейной зависимости), логарифмическая, полиномиальная (выбор нужной степени полинома осуществляется самим пользователем), степенная и экспоненциальная.

Анализ начнем с АО «Toshkent lok-bo'yoq zavodi». Так как у эмпирического временного ряда имеется две точки поворота функции, то наилучшей теоретической аппроксимацией суммы сделок с его акциями является уравнение полинома третьей степени, изображенное на рис. 2.8.

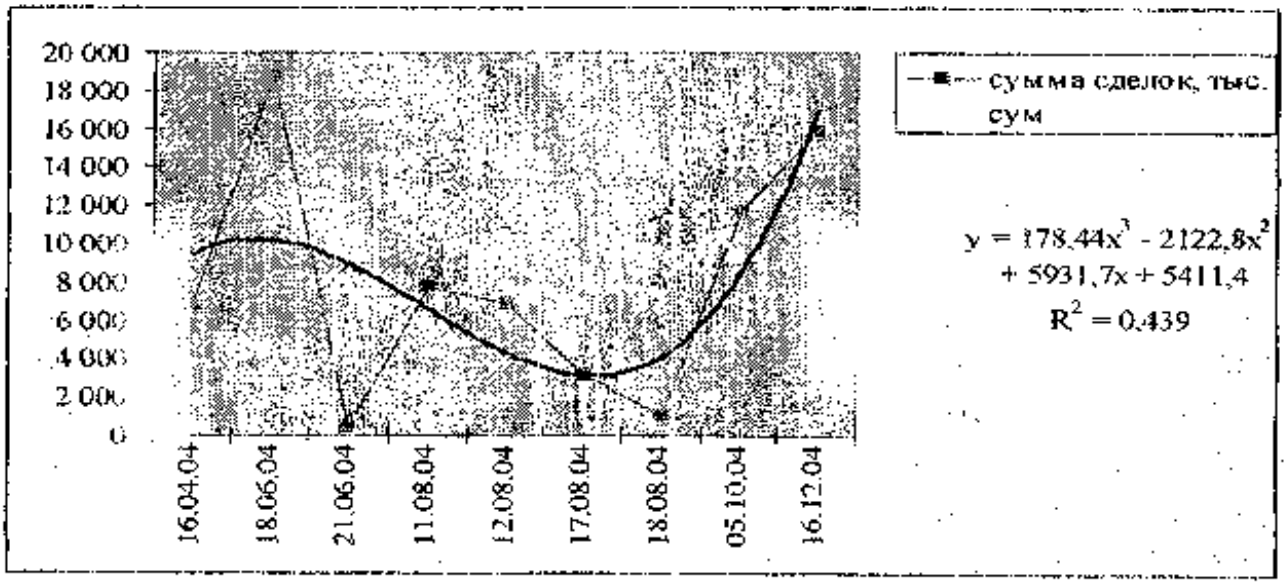


Рис. 2.8. Аппроксимация суммы сделок АО «Toshkent lok-bo'yoq zavodi», совершенных в 2004 году полиномиальным уравнением регрессии.

Корень квадратный из R^2, отвечает на вопрос: в какой мере соблюдается строгая пропорциональность в изменении переменных *У* и *Х*. Для АО «Toshkent lok-bo'yoq zavodi» эта мера равна 0,43 или 43%, что надо признать недостаточно высоким показателем для целей прогнозирования.

Обработка аналогичным способом данных о сумме сделок АКБ «Пахта-банка» привела к результатам, сведенным в таблицу 2.18.

Таблица 2.18

Уравнения регрессии и теснота зависимости суммы сделок от времени года для АКБ «Пахта-банк»

Тип аппроксимирующей зависимости	Уравнение регрессии	Величина R^2
Линейная	У = - 75411 + 2989417	0,07
Логарифмическая	У = - 1000441 ln(X)	0,00
Экспоненциальная	$У = 703025\ e^{-0,6106\ X}$	0,0044
Парабола	$У = 9226\ X^2 - 407554\ X + 5037630$	0,00
Степенная	$У = 648851\ X^{-0,0422}$	0,0005

Все эти уравнения регрессии тоже признаны не удовлетворительными для целей прогнозирования, так как теснота связи суммы сделок от фактора времени слишком мала (в лучшем случае, не превышает 7%), что не вызывает доверия. Использование аппроксимирующего уравнения для интерполяции и прогнозирования рекомендуется только в том случае, если величина R^2 превышает 0,3 или 30%. Поэтому для дальнейшего анализа будут выбираться соответствующие этому показателю АО.

2.5.6. Анализ динамики курсовой стоимости акций.

Следующим этапом методики является анализ динамики курсовой стоимости акций. Колебания курса стоимости акций АО и их аппроксимация теоретическим уравнением регрессии представлены на примере ДАА «Узгуштсутсаноати» (рис. 2.9) и ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest» (рис. 2.10).

Наилучшим образом колебания курсовой стоимости акций ДАА «Узгуштсутсаноати» отразила экспонента, а ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest» - полином третьей степени. Доля изменений *У* в зависимости от динамики *Х* у ДАА «Узгуштсутсаноати» оказалась довольно высокой – 0,7738 или 77,38% - и приемлемой для экстраполяции ее величины на

краткосрочный период. Существенно меньше (29,42%) она у ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest», но и здесь экстраполяция допустима, правда, ее погрешность будет существенно выше. Строгая пропорциональность в изменении переменных *У* и *Х* у первого АО равна 93,1% - очень высокая величина, и у второго АО – 54,2%, что надо признать существенной величиной. То есть аналитическая база выбранных АО при интерполировании и прогнозировании курсовой стоимости их акций удовлетворяет требованиям математической статистики для получения научно обоснованных выводов.

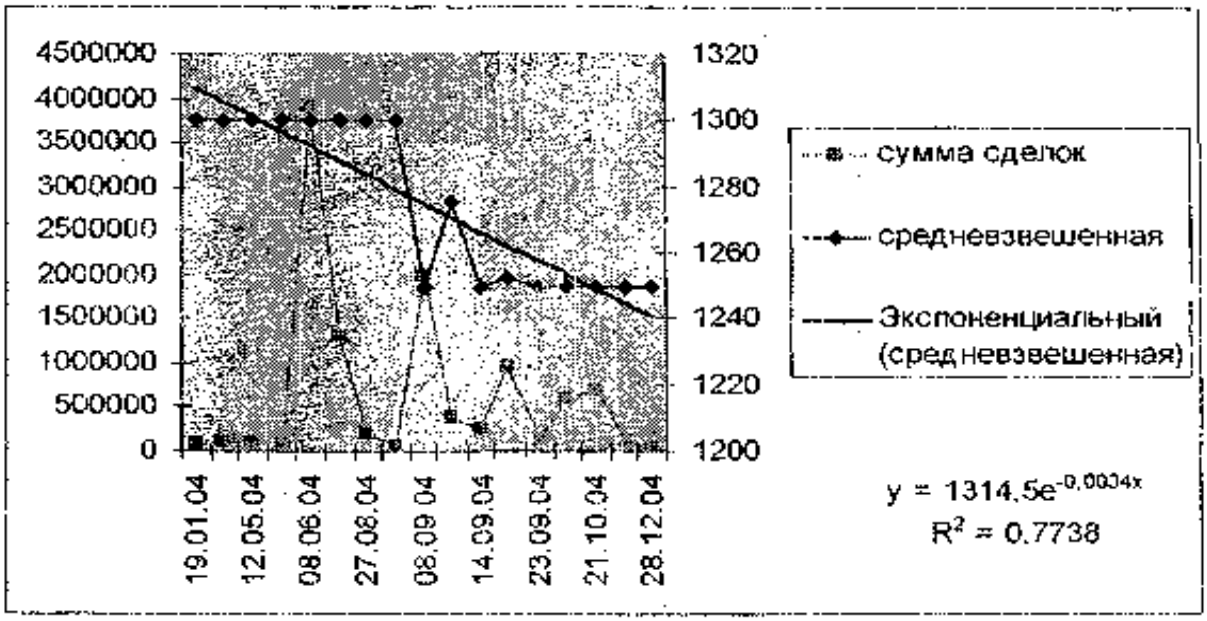


Рис. 2.9. Сглаживание эмпирической ломаной линии курса акций ДАА «Узгуцтсутсаноати» экспоненциальным уравнением регрессии.

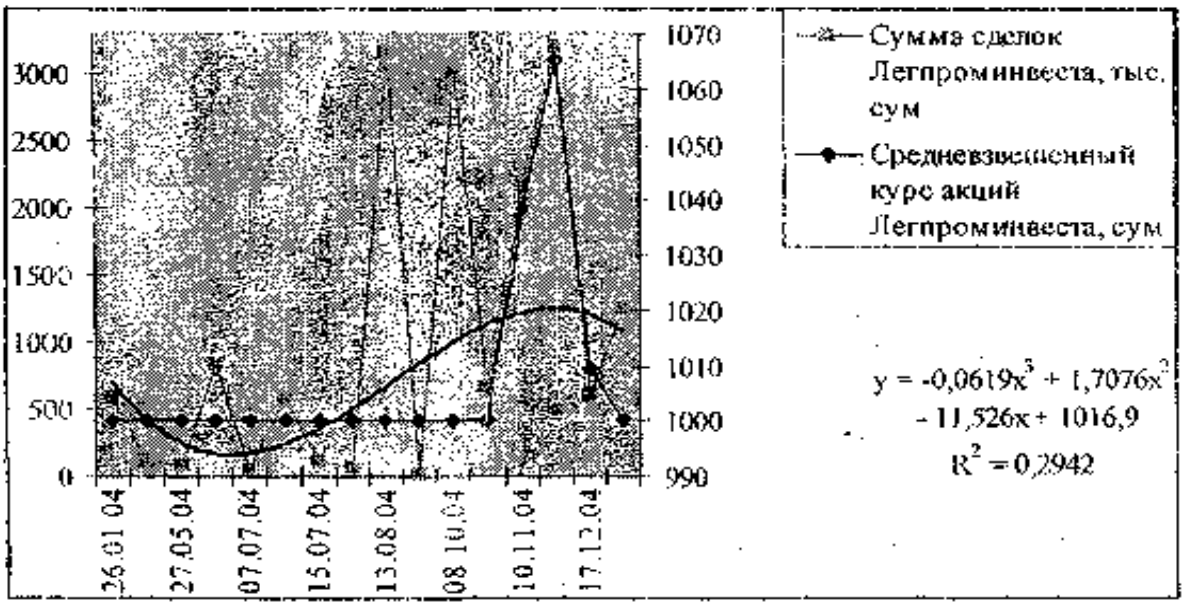


Рис. 2.10. Сглаживание эмпирической ломаной линии курса акций ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest» полиномом третьей степени.

Прогнозируемую стоимость акций на краткосрочный период легко осуществить с помощью уравнения регрессии, подставив в качестве аргумента нужную дату. Но чтобы обеспечить сопоставимость всех имеющихся данных между собой, нужно предварительно сгруппировать сделки в помесячном разрезе, заменить наименования месяцев цифрами, определить средневзвешенный курс акций в каждом месяце и определить параметры уравнения регрессии для сформированного таким образом временного ряда данных. Затем выбрать прогнозируемый месяц за пределами временного ряда и, подставив его значение как аргумента уравнения регрессии, подсчитать величину функции и получить тем самым искомый прогнозируемый курс.

Для дальнейшего развертывания проводимого анализа в Приложение 5, табл. 2.19 сведены данные о курсовой стоимости акций ранее отобранных 10 самых активных АО г. Ташкента за 2004 г. Ее рассмотрение показывает, что даже самые активные акционерные общества мало пользуются таким эффективным инструментом для привлечения инвесторов, как снижение курса акций. Нашим АО в соответствии с мировым опытом следует на открытом фондовом рынке приобретать некоторую часть своих акций в тех случаях, когда курс их акций падает. И наоборот, надо пускать их в продажу, если он необоснованно повышается вследствие игр постоянных участников фондового рынка на повышение или понижение курса акций АО, избранных ими для осуществления биржевых спекуляций.

А вообще, нужно отметить, что сама по себе необычная для фондовой биржи стабильность акций большинства наших АО не согласуется с реалиями рыночного функционирования экономики, тем более — экономики переходного периода. Такая логически необъясняемая стабильность вызывает, как минимум, недоумение у многих иностранных инвесторов, но, что плохо, чаще всего она порождает у них сомнения в достоверности публичного курса акций АО.

2.5.7. Определение стоимости пакета акций и предприятия в целом по курсовой стоимости его акций.

Рыночное правило гласит: стоимость акционерного общества P_{AO} на каждый конкретный момент времени t равна курсу его акций C_{kt} на этот момент, помноженному на количество выпущенных АО акций N_a: $P_{AO} = C_{kt} \cdot N_a$.

Инвесторов, особенно – портфельных и миноритарных, привлекает простота такого определения стоимости любой открытой компании. Ибо в курсовой стоимости акций предприятия косвенным образом отражается масса характеризующих его факторов: квалификация персонала, уровень менеджмента, организация маркетинга производимой продукции, прибыльность и т.д. Тем более что на фондовом рынке всем его участникам, помимо курсовой стоимости акций, предоставляются сведения об их доходности акций, выплаченных по ним дивидендам, а также информация, согласно законодательству Республики Узбекистан, подлежащая обязательному раскрытию всеми открытыми компаниями. А отражение результатов заключенных сделок купли-продажи акций и их частоты в различных биржевых бюллетенях, а также в средствах массовой информации обеспечивает широкие слои населения данными, необходимыми для обоснованного принятия решений о размещении временно свободных средств путем приобретения акций, обеспечивающих более высокий доход, чем хранение их в банке.

Что же касается оценки пакетов акций, то и в этом деле накоплен большой опыт начисления премии в зависимости от размера пакета. Для небольших пакетов акций премия равна нулю, а за контроль над предприятием может достигать 20-30 процентов, в зависимости от финансово-экономического состояния предприятия, перспектив его развития, наличия эффективного бизнес-плана производства новых товаров и услуг, а также условий заключаемой сделки. Они могут быть весьма разнообразными: потребность покупателя или продавца в быстром совершении сделки, срочная подготовка предприятия к реализации проекта реконструкции в соответствии с заключенными договорами на поставку оборудования, необходимость замены менеджмента и т.п.

Для анализа эффективности оценки открытой компании на основе курсовой стоимости ее акций разработана специальная методика, доступная для использования широким кругом участников ОФР: инвесторов, оценщиков, руководителей АО, посреднических фирм и собственников предприятий. В основу ее положены широко используемые и оправдавшие себя на практике методы математической статистики и ее высокоразвитого раздела – исследование и обработка рядов динамики. Предусмотрена максимальная автоматизация всех

необходимых расчетов, выполняемая средствами типового программного персональных компьютеров (ПК) класса Пентиум 1 и выше, что делает ее доступной для применения практически любым пользователем ПК.

Основными результатами методики является выявление наиболее активных и стабильных АО, представляющих интерес для иностранных инвесторов, установление параметров наиболее подходящего типа уравнения регрессии, с помощью которого в рамках выбранного периода времени с максимально возможной точностью осуществляется интерполяция эмпирических данных о сделках с акциями АО. А на базе экстраполяции уравнения регрессии на краткосрочный период можно делать прогноз курсовой стоимости акций открытых компаний.

С помощью разработанной автором методики анализа вскрыты недостатки в организации местными акционерными обществами реализации акций, свойственные начальному периоду становления фондового рынка: отсутствие гибкости в деле привлечения инвесторов, недостаточное понимание необходимости постоянного повышения курсовой стоимости их акций, обращающихся на открытом фондовом рыке. Отмеченные факторы осложняют вывод акций национальных предприятий на мировые фондовые рынки, и предложенная методика анализа поможет нашим АО наладить систематическую работу по устранению выявляемых с ее помощью недостатков.

Выводы по главе 2.

1. Узбекистану в наследство от административно-распределительной системы досталась расточительная экономика, ориентированная на ввоз издалека значительной части материально-сырьевых ресурсов, с морально и физически изношенными основными фондами. Поэтому и рыночная стоимость производственных предприятий низка. Выявлены источники расхождений, сформировавшиеся в период действия административно-командной экономики.

2. Только применяя известные инвестору общепринятые в международной практике методы расчета оценки можно надеяться на взаимопонимание в совместном поиске рациональных путей достижения более высокой эффективности деятельности предприятия, что приведет к значительному повышению его оценки.

3. Рассмотрены основные факторы, оказавшие сильное влияние на расхождения между балансовой стоимостью предприятия и основными рыночными оценками, принятыми в международной практике. Современные международные системы первичного учета и статистики ориентированы на минимизацию разрыва между названными двумя стоимостными оценками. Поэтому совершенствование методологии оценки предприятия остается постоянно актуальной проблемой мировой хозяйственной системы, правильное решение которой обеспечивает на экономической основе переход предприятий в руки более эффективных собственников, что выгодно как им самим, так и обществу в целом.

4. В связи с подавлением инфляционных процессов, наполнением внутреннего рынка готовыми к потреблению товарами и материалами собственного производства, реализацией программы выпуска импортозамещающией продукции в Узбекистане неуклонно падает темп роста оптовых промышленных цен на продукцию инвестиционного комплекса. Так, общий индекс удорожания основных фондов за период с 1995 по 1.10.2004 г. уменьшился с 61,8 до 1,123. Можно ожидать, что через два-три года он станет равным 1 и необходимость в использовании индексации отпадет полностью. Высокие, очень близкие к единице, коэффициенты тесноты зависимости индекса основных фондов от времени подтверждают стабильность тенденций, заложенных в развитии экономики Узбекистана, и с высокой вероятностью допускают прогноз о сохранении их действия в ближайшие годы, что привлекательно характеризует нашу страну в качестве объекта для инвестиций.

5. Предложена методика исследования курсовой стоимости акций открытой компании с помощью корреляционно-регрессионных методов обработки динамических рядов. Содержание ее раскрыто путем анализа сделок с акциями 10 самых активных АО г. Ташкента и Ташкентской области в 2002-2004 годах. Проведенный анализ курсовой стоимости их акций по данным их котировок на фондовой бирже показал, что колебания котировок находятся в относительно узком диапазоне, периодичность их редкая, а изменения цен легче объяснить нерыночным фактором пошагового изменения их. Они мало совпадали с текущей рыночной оценкой, получаемой на основе данных квартальных балансов предприятий.

6. Для расчетов по методике использовано типовое программное обеспечение персональных компьютеров, что обеспечивает ее широкую применимость для вскрытия недостатков функционирования АО на фондовом рынке и разработки мероприятий по их устранению.

7. Широкая компьютеризация позволит оценочным организациям Узбекистана резко поднять научную обоснованность расчетов по определению рыночной стоимости предприятия, сократить сроки выполнения заказов на оценочные работы, снизить их трудоемкость и одновременно повысить качество, повысить доверие к ним со стороны заказчиков, и, в первую очередь, - иностранных инвесторов. Тем самым будет повышаться международный имидж службы оценки предприятий в Узбекистане и качество ее работы.

ГЛАВА 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОЦЕНКИ НАЦИОНАЛЬНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ С ЦЕЛЬЮ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ИХ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ И ПОВЫШЕНИЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ

3.1. Об отражении в учете рыночных факторов для более полной оценки предприятия и повышения его конкурентоспособности

Правильность определения величины рыночной оценки предприятия прямым образом влияет на эффективность принимаемых инвестором решений: приобретение предприятия целиком или доли, составляющей контрольный пакет, или в объеме портфельных инвестиций, обеспечивающих получение дивидендов выше среднеотраслевого уровня. От правильности принятых решений в значительной мере зависит скорость их реализации. Наконец, правильность решения косвенным образом - вследствие оздоровления предприятия - укрепляет конкурентоспособность, способствует повышению уровня жизни его работников и, в общем, - благосостоянию населения в целом. А оценка, в свою очередь, зависит от достоверности и полноты данных, содержащихся в первичном учете и используемых для расчета ее различными принятыми в международной практике методами. Все методы, процедуры и техники измерения рыночной стоимости, если они основаны на рыночных показателях и при этом правильно применены, ведут к одному и тому же выражению рыночной стоимости. Например, метод сравнения продаж или любой другой метод опирается на рыночные наблюдения. А инвестиции и степень износа (обесценения) должны определяться затратным методом исходя из анализа рыночных оценок затрат и аккумулированного износа. Не сомневаясь в достоверности первичного учета на предприятиях, для которых производилась оценка, рассмотрим вопрос о том, в какой степени он отражает рыночный характер переходной экономики Уз-

бекистана и чем конкретно его нужно дополнить, чтобы обеспечить достаточное соответствие балансовой стоимости предприятия реальному значению рыночной цены. При этом обратим особое внимание на принципы, которыми следует руководствоваться в условиях либерализации национальной экономики.

Президент Республики Узбекистан И.А. Каримов, подводя итоги углубления экономических реформ в 2004 году, отметил [1.16]: *«Говоря о **структурных преобразованиях в экономике**, есть необходимость критически оценить, насколько сложившаяся сегодня структура нашей экономики соответствует рыночным критериям, определить, какие отрасли и сферы не получили должного развития»*. Основными направлениями структурной перестройки он неоднократно называл углубление переработки местного сырья, увеличение доли продукции для экспорта и рост импортозамещения. Ключом к решению этих задач является расширение инвестиций, что повышает конкурентоспособность и вместе с ней — рыночную стоимость предприятия.

Хотя оценке предприятия посвящены многочисленные исследования, но использование вытекающих из них научных рекомендаций в практике не нашло достаточного применения. Рассмотрим, почему так происходит. Сопоставить оценки одного и того же предприятия различными участниками рынка бизнеса сложно и чаще всего просто невозможно вследствие субъективности с их стороны, противоположности интересов и различий в представлении такого развития предприятия, которое принесло бы высокую прибыль его собственнику. Но, кроме того, недостатки существующих подходов к оценке предприятия заключаются в том, что используемые показатели существующей системы учета и статистики во многом не приспособлены для отражения рыночных факторов.

На наших предприятиях отсутствует учет уровня обеспечения производства местными ресурсами, что затрудняет объективный анализ материалоемкости продукции, возможностей ее сокращения и тем самым - повышения конкурентоспособности, стабильности работы и роста рыночной стоимости предприятия. Целесообразно ввести на предприятиях учет уровня обеспечения производства местными ресурсами: минеральным и сельскохозяйственным сырьем и материалами.

От него зависят материалоемкость валового продукта и его конечная величина, стабильность работы любого предприятия, обеспечение занятости в регионе, объем поступлений в бюджет налогов с прибыли предприятия и подоходного налога. А все эти факторы и ложатся в основу оценки предприятия и существенно влияют на ее величину.

Например, благодаря структурной перестройке уровень переработки основного сельскохозяйственного сырья – хлопкового волокна за годы независимости Республики Узбекистан возрос более чем в три раза. Следуя политике углубления переработки местного сырья, предприятия республики не только достигли высокого уровня ресурсного обеспечения местного производства, мало зависящего от конъюнктурных колебаний мирового рынка, но и увеличили в несколько раз стоимость конечной продукции при неизменных затратах сырья, повысили отдачу от основных фондов. В результате весьма заметно увеличилась прибыльность предприятий, их конкурентоспособность и рыночная цена. Но так как показатель уровня обеспеченности предприятия местными ресурсами не фиксируется в существующей системе учета, оценщик не может определить количественное влияние его на оценку предприятия. Вследствие этого предприятия и экономика республики в целом несут трудно оцениваемые потери в процессе привлечения иностранных инвестиций, которые являются основой для их развития и повышения конкурентоспособности.

Реализуя политику наращивания экспорта и расширения импортозамещения в сфере материального производства, национальные предприятия накапливают собственные валютные ресурсы для приобретения зарубежного оборудования и технологий, на базе которых повышают технический уровень производства, расширяют ассортимент выпускаемой продукции, обеспечивают конкурентоспособность своих товаров на мировом рынке. Особенно заметны достижения в этом деле ГАК «O'zbekyengilsanoat», ГХК «Узбекнефтегаз», Холдинговой компании «Узплодоовощвинпром-холдинг», АК «Узбектелеком». Например, ХК «Узплодоовощвинпром-холдинг» за счет привлечения свыше 75 млн. долларов США инвестиций в 1996-2002 годах оснастила 14 предприятий отрасли современным технологическим оборудованием итальянских, германских, швейцарских, австрийских, польских и американ-

ских фирм. И сегодня его продукция поставляется в Западную Европу, Корею и другие развитые страны. Экономика предприятий отрасли настолько окрепла, что они, начиная с 2006 г., обретут способность вести капитальное строительство за счет собственных средств. Таким образом, от наращивания экспорта и импортозамещения возрастает рыночная стоимость и конкурентоспособность предприятия, но эти показатели в должной мере не охвачены первичным учетом и статистикой.

Однако важная инициатива Президента Республики Узбекистан И.А. Каримова не нашла своего достаточного отражения в первичном учете и статистике. В ней не отражается доля экспорта в совокупном объеме произведенной предприятием продукции. Реализуя политику наращивания экспорта, предприятия накапливают собственные валютные ресурсы для приобретения зарубежного оборудования и технологий, на базе которых повышают технический уровень производства, расширяют ассортимент выпускаемой продукции, создают совместные предприятия, обеспечивают конкурентоспособность выпускаемых товаров.

От названных выше факторов возрастает рыночная стоимость предприятий, и, в первую очередь, именно такие предприятия вызывают интерес со стороны иностранных инвесторов. Но, будучи своеобразными маяками отрасли или даже экономики страны в целом, они предстают на рынке бизнеса в том же ряду, что и другие предприятия, не достигшие аналогичных успехов, и потому и остаются недостаточно оцененными, с нераскрытыми факторами конкурентоспособности.

На заинтересованность иностранного инвестора в приобретении предприятия влияет его доля в уставном фонде. Если она превышает 25%, то он вправе блокировать принятие общим собранием акционеров важнейших решений, противоречащих его интересам. В случае если доля хотя бы на одну акцию превышает 50%, то правовые полномочия акционера резко возрастают: он может ввести в состав наблюдательного совета компетентных представителей, решающим образом повлиять на выбор руководителя исполнительного органа и на управление текущими делами АО. Обладая пакетом акций в размере 75%, инвестор фактически может полностью распоряжаться предприятием. Используя перечисленные возмож-

ности, он уверенно инвестирует развитие АО, что способствует увеличению прибыли, повышению конкурентоспособности выпускаемой продукции, расширению ассортимента, увеличению выпуска продукции. Тем самым он повышает рыночную стоимость и привлекательность предприятия, при желании сможет привлечь в него сторонние инвестиции, сохраняя за собой контроль над предприятием. Так как иностранные инвесторы проявляют заметную склонность к приобретению крупных пакетов акций, нужно, чтобы статистическая отчетность давала им информацию о структуре уставных фондов предприятий для принятия решений об их инвестировании.

Когда реальные доходы населения возрастают, то возрастает его платежеспособность – двигатель экономики. Только за 2003 год реальные доходы населения возросли на 12,3%. Нужно внимательно учитывать влияние этого существенного фактора на развитие национальных предприятий и экономики страны и ее регионов в целом. Тем более что депозиты населения на вкладах в коммерческих банках возросли за этот год на 44 %, и, следовательно, увеличились кредитные ресурсы банков, направляемых на реализацию проектов развития предприятий. А доступность кредитов – важный фактор для рыночной оценки предприятия.

Благодаря беспрецедентным мерам по унификации обменных курсов и либерализации валютной политики в 2003 году была обеспечена конвертируемость национальной валюты. Результатами принятых мер можно в определенной степени считать: рост внешнеторгового оборота на 17% и увеличение объема экспортных поставок продукции на 24,6%; достижение положительного сальдо во внешней торговле на сумму более 760 млн. долларов США; увеличение прямых иностранных инвестиций в 2,5 раза. Все перечисленные показатели характеризуют рыночный потенциал страны, ее инвестиционную привлекательность, но влияние конвертируемости национальной валюты на приток инвестиций и рыночную стоимость наших предприятий до настоящего времени должным образом не учитывалось в исследованиях по оценке.

Каждым предприятием при формировании цен выпускаемой продукции учитывается уровень инфляции. Чем он выше, тем больше страхуется предприятие и под воздействием инфляционных ожиданий поднимает цены. Но в результате снижается конкурентоспособность выпускаемых пред-

приятием товаров и возрастает риск оседания их в неликвидные запасы. За 2003 год уровень инфляции снизился в 5,7 раза по сравнению с предыдущим годом. Нужно учитывать столь резкое улучшение экономической среды в Узбекистане, чтобы не допустить серьезные просчеты в оценке потребностей в инвестиционном капитале, необходимом для развития любого предприятия, и правильно определить его рыночную стоимость.

В валовом продукте находят свое отражение регистрируемые государственной статистикой имеющиеся у предприятий запасы, объем которых колеблется от 5 до 10 % годового объема производства. Образование некоторой части запасов объясняется недостаточным спросом на выпущенную продукцию, и потому стоимостная оценка запасов вызывает сомнение. Цена продукции, направляемой в государственные резервы, также является неопределенной величиной. Неизвестно, по какой цене ее лучше учитывать: по действующим рыночным ценам на момент поставки в резерв или по прогнозным ценам потребления будущего периода. В этом направлении также нужны тщательные исследования влияния величины запасов и их структуры на оценку предприятия и его конкурентоспособность.

В ведущейся предприятиям системе первичного учета и, что плохо, - в статистической отчетности не учитывается объем отходов, которые имеют потенциальную потребительную стоимость. Из общего объема отходов нужно выделять вторичные ресурсы, которые могут быть использованы в общественном хозяйстве, и отходы, которые в соответствии с достигнутым уровнем техники и технологии или по экономическим соображениям перерабатывать невозможно. Они имеют реальную практическую ценность, и полное их использование позволяет сберечь не возобновляемые природные ресурсы. Особенно огромен объем вторичных ресурсов в горнодобывающей промышленности (вскрышные породы), черной и цветной металлургии, топливно-энергетическом и химическом комплексах. Достаточно сказать, что в отвалах Ангренского угольного месторождения скопилось свыше 7 млрд. т вскрышных пород, в составе которых имеются известняки, каолины, углистые глины, скальные породы (сиениты, диориты, базальты и др.), кварцевые пески, булыжник для изготовления щебня и другие нерудные инертные материалы. Эти

отвалы занимают свыше 30 тыс. га земельной площади, аналогичные вторичные ресурсы имеется при Навойском и Алмалыкском горно-металлургических комбинатах. Близ химических предприятий имеются отвалы фосфогипса, пригодного в качестве строительного сырья и для обессоливания земель сельскохозяйственного назначения. Переработка отходов собственного производства превращает их по существу в очень дешевые источники сырья, что также надлежит учитывать. При стабильной организации переработки или сбыта вторичных ресурсов предприятие получает соответствующий доход, который должен быть учтен в его оценке. Тогда учет объема переработки отходов будет оказывать постоянное стимулирующее воздействие на повышение курсовой стоимости предприятия.

Благодаря широкому развитию в нашей стране телекоммуникаций резко возросла скорость заключения коммерческих сделок, и на этой основе обеспечено резкое улучшение использования оборотных средств. Отпадает необходимость в многочисленных и малоэффективных командировках, снижаются потери времени на служебные поездки. И этот фактор должен быть исследован во всей глубине и широте его влияния на экономику и оценку предприятия.

Большое влияние на экономику предприятия оказывает уровень развития рыночной инфраструктуры. Хотя она в Узбекистане росла быстрыми темпами, однако весьма слабо охватила своими услугами агропромышленный комплекс. Сегодня можно сказать, что дальнейшее увеличение производства фруктов, овощей, молока и молочной продукции тормозится из-за отсутствия эффективной системы ее сбыта. Вследствие этого экономический потенциал многочисленных сельских предприятий используется крайне низко. Необходимы специальные исследования влияния этого фактора на развитие сельских предприятий, чтобы можно было объективно сопоставить потери их рыночной стоимости с затратами, необходимыми для развития рыночной инфраструктуры на селе. Без этого сельское хозяйство и агропромышленный комплекс республики будут продолжать испытывать затруднения в привлечении инвестиций.

Проведенный анализ обеспеченности системы рыночной оценки предприятия данными учета и статистики показывает, что учет в должной мере не отражает роль либерализации

рыночных принципов хозяйствования в оценке, особенностей, рожденных под воздействием национальной политики реформирования экономики.

3.2. Исследование количественного влияния налогового режима на оценку предприятий в условиях либерализации

В современных условиях уровень развития любой страны и мощь ее экономики определяют валовой внутренний продукт и национальное богатство, весомой частью которого является совокупная рыночная стоимость предприятий. Поэтому составной частью экономической политики Узбекистана является создание благоприятных условий для хозяйственной деятельности предприятий, которые характеризуются возможностями самофинансирования расширенного воспроизводства, своевременного технического обновления основных фондов с целью быстрой диверсификации выпускаемой продукции для удовлетворения постоянно меняющегося потребительского спроса. Предприятия, обладающие такими способностями, стабильно работают в условиях, свойственных рыночной экономике и осложняющих его работу: острая конкуренция, колебания уровня платежеспособного спроса, изменения в структуре потребления, неустойчивая конъюнктура мировых цен на энергоресурсы, сырье, материалы и т.п. И именно эти способности высоко ценятся на рынке бизнеса и в первую очередь привлекают внимание иностранных инвесторов.

Ключевую роль в создании благоприятных экономических условий для развития бизнеса имеет налоговый режим. Со времени провозглашения экономической независимости нашей республики руководство страны ведет систематическую работу по ослаблению налогового бремени на предприятия, особенно в материальной сфере производства. В своем докладе на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2003 году, Президент Республики Узбекистан Ислам Каримов подчеркнул [1.15]:

«...на динамичное развитие экономики большое влияние оказал последовательно проводимый курс на либерализацию и, прежде всего, бюджетной и налоговой политики. В течение отчетного года снижены ставка налога на прибыль с 24% до 20%,

отчисления на социальное страхование с 37,3% до 35%, отменены отдельные виды налогов. Все это не только способствовало дальнейшей прозрачности и унификации налоговой системы, но и существенно снизило налоговое бремя на предприятия. Уровень фискальных изъятий снизился по сравнению с 2002 годом с 33,2% до 32,5% к ВВП». И как результат облегчения налогового режима можно назвать отмеченный им рост инвестиций за счет внутренних источников развития предприятий: *«...доля нецентрализованных инвестиций в структуре капитальных вложений по сравнению с 2002 годом возросла с 57 % до 63%».* Основное выводы из доклада были таковы: *«Курс на либерализацию, последовательная реализация в конкретных условиях Узбекистана основных принципов функционирования свободной экономики и предпринимательства, вне всякого сомнения, дает свои плоды... Исходя из этих принципиальных положений, мы определяем главные наши приоритеты в новом 2004 году.*

Это, в первую очередь, развитие начатых реформ, их последовательное и логическое продолжение. Это ***либерализация и углубление реформ, поступательное движение на пути укрепления национальной валюты, снижения налогового бремени для хозяйствующих субъектов, формирование новых стимулов для увеличения иностранных инвестиций, развития малого бизнеса и предпринимательства».***

Мы попытались косвенным путем определить стоимостную оценку либерализации налогового режима на развитие предприятий Узбекистана, обеспечивающее рост их привлекательности и цены в глазах потенциальных инвесторов (табл. 3.1).

Согласно выполненным нами расчетам, уменьшение налогового бремени на 0,7% от ВВП обеспечило в 2004 г. увеличение собственных средств предприятий на 72,9 млрд. сум, что составляет 63,1% инвестиций 2004 г. в основной капитал за счет средств предприятий. Оставшиеся 36,9% приходятся на все другие источники инвестирования, доля которых в 2003 году была равна 51,2%, то есть значительно выше расчетного показателя 2004 г. Отсюда следует вывод о том, что в структуре инвестиций по источникам финансирования имеет место положительная тенденция: существенно увеличивается доля собственных средств предприятий. То есть возрастает их способность к расширенному воспроизводству и самостоятельному развитию на основе самофинансирования и само-

окупаемости, и соответственно увеличивается их рыночная стоимость.

Таблица 3.1.

Примерный расчет прироста собственных средств предприятий от уменьшения налогооблагаемой базы в 2004 г.

	Ед. изм.	2003г.	2004г.	Прирост, %	Прирост, млрд. сум
Валовой внутренний продукт*	млрд. сум	9664*	10408	7,7**	744
Инвестиции в основной капитал (за счет всех источников финансирования)	млрд. сум	1867,4*	2082**	11,5	214,6
Инвестиции в основной капитал за счет средств предприятий	млрд. сум	780,6*	896**	14,7	115,4
Расчетный размер прироста собственных средств предприятий от уменьшения налогов в 2004 г.	% от ВВП	33,2	32,5	0,7	72,9

Источники:

**Основные показатели социально-экономического развития РУз//Экономический вестник Узбекистана, 2004. №1-2, С.50.*

****Ислам Каримов. Наша главная цель – демократизация и обновление общества, реформирование и модернизация всей страны [1.16]: прирост ВВП за 2004 г. 7,7%, инвестиции в реальную экономику составили более 20% ВВП, а доля инвестиций в основной капитал за счет средств предприятий превысила 43%.***

Развитие и прибыльность предприятий находятся в тесной зависимости от режима налогообложения прибыли, который в Узбекистане непрерывно либерализуется. В 2003 году ставка налога на доходы предприятий была снижена с 24 до 20%, а в 2004 году она была уменьшена до 18%. При этом, с одной стороны, в 2003 году достигнутый объем отчислений от доходов в бюджет превысил прогнозируемое значение, а, с другой стороны, – у предприятий возросли источники финансирования для своего развития -прибыли. Доля изъятий

государством доходов из экономики снизилась с 25 до 23,8 % от валового внутреннего продукта, и предприятий возросла рыночная стоимость. Необходимы углубленные макроэкономические исследования, вскрывающие влияние либерализации налогообложения на конкурентоспособность и прибыльность национальных предприятий, что помогло бы оценщикам точнее прогнозировать их оценочные показатели на ближнюю перспективу.

Наиболее наглядно реакция инвесторов на привлекательность национальных предприятий проявляется на ОФР. В 2004 году на РФБ первичный оборот, по сравнению с соответствующим оборотом 2003 г., уменьшился на 5,3%. В него в основном входят нераспроданные активы государственных приватизируемых предприятий. Снижение его легко понять, так как основная часть государственного имущества уже приватизирована, и объем государственных активов, выставляемых на рынок бизнеса, значительно сократился. В то же время вторичный оборот вырос на 82,7%, что в итоге привело к значительному увеличению - на 28,8% - общего оборота. Во вторичный оборот входят дополнительные эмиссии акций, доходы от которых поступают самому эмитенту, увеличивая его основной капитал. И при этом у наших АО за 2004 год существенно выросла курсовая стоимость акции по отношению к номиналу (табл. 3.2).

А на основе произведения курсовой стоимости акций (по заключенным сделкам) на их количество (выпущенное эмитентом) и определяется рыночная стоимость открытой компании. В соответствии с данным определением рыночная оценка предприятий Узбекистана на фондовом рынке увеличивается. И объективная статистика сделок с акциями национальных предприятий на РФБ убедительно подтверждает рост привлекательности наших АО для инвесторов.

Мировая практика показывает, что привлечение иностранных инвестиций является важнейшим источником развития любой современной страны. В связи с этим, можно отметить, что наибольший поток иностранных инвестиций имеет место не в отсталые и развивающиеся страны, как это следовало бы ожидать, а в США и в Западную Европу. В этих странах законодательство стабилизировалось, отличается предсказуемостью, накоплен высокий производственный потенциал, создана научная и кадровая база для расширения

существующих и организации новых предприятий, быстрой диверсификации действующих производств на выпуск новых товаров. Конкуренция между странами мира в деле привлечения инвестиций сегодня весьма сильна, и одним из важнейших факторов привлекательности предприятия для инвесторов становится налоговый режим в стране инвестирования.

Таблица 3.2.

Рост курсовой стоимости акций 10 самых активных АО г. Ташкента в 2004 году*

Наименование АО	Номинал акции, сум	Курсовая стоимость акции, сум, по заключенным сделкам	Рост курса акции по отношению к номиналу, %
«Toshkent lok-bo'yoq zavodi» ОАЖ	1000	1013	101,3
АКБ «Пахта-банк»	1000	1056	105,6
ДАА «Узгуштсутсаноати»	1000	1277	127,7
«Бизнес-банк» ХОАТБ	1000	1000	100,0
СП ОАО «Maishiykimyo»	100	1032	103,2
ОАЖ «Узсаноат курилиш банки»	1500	1507	100,4
«O'zuyjoyjamg'armabank» ДА	1000	1004	100,4
ОАО ФИК «Yengilsanoat-invest»	1000	1017	101,7
АИКБ «Ипак йули»	100	100,7	100,7
ОАО «Zenit»	500	500	100,0

*Источник: *Обобщенные автором текущие сводки о деятельности (РФБ), опубликованные в газетах «Народное слово», «Правда Востока», «Новости Узбекистана», «Банковские ведомости», «Престиж», «Мулкдор», «Частная собственность» - «Мешиг мулким».*

**Закрашены данные об АО, входящих в листинг РФБ.*

Налоговое изъятие тщательно учитывается во всех основных принятых в международной практике методах рыночной оценки предприятия (РОП). А так как РОП является ключевым фактором для принятия решения об инвестировании, становится понятной необходимость исследования влияния уровня и структуры налогов на повышение рыночной стоимости предприятия. Ибо решение нужно найти в условиях противостояния интересов такого рода:

1. Чем предприятие привлекательнее для инвестиций, тем, как правило, выше его рыночная стоимость, что выгодно собственнику предприятия;

2. Чем выше РОП, тем труднее покупателю принять решение о приобретении предприятия, так как помимо оплаты его стоимости, необходимы дополнительные средства для дальнейшего инвестирования развития предприятия. Поэтому инвестор стремится уменьшить цену своего спроса, чтобы средства, образующиеся за счет снижения цены сделки, направить в развитие предприятия.

Научно обоснованная рыночная оценка предприятия поможет быстрому согласованию интересов продавца и покупателя, ускорению совершения сделки и притоку новых инвестиций в предприятие. В масштабах республики это будет стимулировать рост ее экономики. И Президент Республики Узбекистан И.А. Каримов в своем докладе на совместном заседании Законодательной палаты и Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан 28 января 2005 г. поставил перед экономическим комплексом правительства соответствующую задачу. Она заключается в том, чтобы «критически проанализировать действующее налоговое законодательство и на этой основе подготовить и внести новую редакцию Налогового кодекса, предусматривающую дальнейшее упрощение законодательства, унификацию налогов, сокращение налогового бремени, совершенствование и либерализацию налогового администрирования». Отсюда следует ожидать повышения привлекательности национальных предприятий Узбекистана для инвесторов.

Актуальная задача оценщика заключается в том, чтобы как можно полнее и точнее выделить влияние налогов на рыночную оценку предприятия и вскрыть все резервы, заключающиеся в непрерывно совершенствующемся налоговом законодательстве Республики Узбекистан для быстрой отдачи от вложенного капитала. И учесть их в качестве весомых факторов повышения рыночной стоимости каждого национального предприятия, которое будет предлагаться иностранному инвестору.

Необходимы углубленные макроэкономические исследования, вскрывающие влияние либерализации налогообложения на конкурентоспособность и прибыльность национальных предприятий, что помогло бы участникам рынка бизнеса точнее прогнозировать их оценочные показатели и рыночную стоимость любого предприятия на ближнюю перспективу. Точных способов определения прямого воздействия уровня

налогов на итоги хозяйственной деятельности предприятия в теории оценки не разработано. Поэтому следует, основываясь на запросах практики оценочной деятельности, выявить доступными косвенными методами эту связь и оценить ее количественное влияние на РОП.

Нужно исследовать статистические взаимосвязи оценочных показателей и мультипликаторов для РОП с налоговыми показателями и обобщить их результаты в виде соответствующих расчетных формул, схем и таблиц. Методика расчетов должна быть простой, логичной, убедительной и понятной широкому кругу участников рынка бизнеса: продавцам, покупателям, посредническим фирмам и оценщикам предприятий.

Чтобы полученные результаты были доступны для применения всем участникам рынка бизнеса, нужно методику расчетов основывать на типовом программном обеспечении современных персональных компьютеров низших моделей. Тогда она будет доступна для применения всеми участниками рынка бизнеса и на ее основе можно будет резко повысить скорость выполнения необходимых расчетов, значительно снизить их трудоемкость и стоимость. А, в конечном счете, - удастся интенсифицировать рынок бизнеса и приток иностранных инвестиций в нашу республику.

3.3. Особенности учета гудвиллов при оценке национальных предприятий в условиях либерализации

Согласно Стандарту по оценке бизнеса Американского Общества Оценщиков **BVS-I. Терминология** гудвиллу дано краткое определение:

«ГУДВИЛЛ, «доброе имя» фирмы (goodwill) – нематериальные активы компании, которые складываются из престижа предприятия, его деловой репутации, отношений с клиентурой, местонахождения, номенклатуры производимой продукции и пр. Эти факторы отдельно не выделяются и/или не оцениваются в отчетности предприятия, но служат реальным источником прибыли».

Приведенное определение этого термина по существу содержит утверждение: точно определить количественную величину гудвилла практически невозможно, вследствие чего он в отчетности не отражается. Видимо, поэтому на самом мощ-

ном рынке бизнеса планеты – в США – гудвиллы в баланс предприятия не включают, но в ходе оценки с возможной точностью определяют их величину и указывают в отчете по оценке.

Однако в Правилах по заполнению форм финансовой отчетности [1.34] юридическими лицами Республики Узбекистан дано разъяснение, принципиально расходящееся с американским стандартом в вопросах отражения гудвилла в отчетности предприятия:

«Гудвилл как нематериальный актив возникает при покупке (приватизации) предприятия, когда возникает разница между ценой приобретения и фактической ценой активов, составляющих данный субъект и подлежащих оприходованию предприятием-покупателем по балансовой стоимости. Эта разница называется гудвиллом (цена фирмы, деловая репутация). Она рассматривается как надбавка к цене, которую уплачивает предприятие-покупатель, ожидая получить от данной сделки экономические выгоды в будущем. Стоимость гудвилла должна включаться в расчеты налога на имущество в соответствии с п.3 Инструкции о порядке исчисления и уплаты в бюджет налога на имущество юридических лиц [1.34]. Сумма нематериального актива «Гудвилл» подлежит ежемесячному списанию на протяжении срока его полезной службы. Списание суммы «Гудвилла» должно производиться в течение периода поступления на предприятие будущих экономических выгод. При этом п. 26 НСБУ № 7 оговаривает, что срок полезной службы «Гудвилла» не должен превышать двадцати лет (но не более срока деятельности хозяйствующего субъекта) с момента первоначального признания».

В самой мягкой форме отмеченные расхождения между приведенными выше требованиями по отражению гудвилла в отчетности предприятия гудвилла можно трактовать так: вообще говоря, включать гудвилл в отчетность можно либо с большими допущениями, либо будучи в уверенности, что его реальная величина явно выше отчетной. Вот почему в Национальной системе оценки имущества Республики Узбекистан государственным стандартом O'z DSt 954: 2000 Оценка нематериальных активов. Основные положения, [2.22], п. 3.3.3, дано определение гудвилла, существенно не расходящееся с американским стандартом:

«Группы неразделимых (отдельно классифицируемых) нематериальных элементов представляют собой остаток общей

стоимости нематериальных активов после вычета из нее стоимости отдельно идентифицируемых нематериальных активов. Групповой нематериальный компонент базируется на понятиях приверженности клиентуры, избыточного дохода и остаточной стоимости. Групповой нематериальный компонент часто называют гудвиллом. В разные периоды гудвилл определялся как тенденция клиентов вновь пользоваться услугами того же предприятия, как избыточный доход, производимый предприятием сверх справедливой прибыли на идентифицируемые активы, и/или как избыточная стоимость предприятия в целом сверх совокупной стоимости составляющих идентифицируемых активов».

А в п. 3.4 этого же стандарта дается разъяснение позиции, на которой он основывается:

«3.4. Вообще говоря, принципы бухгалтерского учета ограничивают понятие нематериальных активов только теми активами, которые являются общепризнанными, имеют установленный законом или определенным контрактом остаточный срок службы и/или являются индивидуально переносимыми и отделимыми от самого предприятия».

Смысл отмеченных в п. 3.4 ограничений раскрывается в п. 3.5 стандарта с помощью четкого определения категории собственности нематериальных активов, к которым относится гудвилл:

*«3.5. **Потребительная стоимость.** Этот тип стоимости делает акцент на том вкладе, который собственность вносит в стоимость того предприятия, частью которого она является, без учета наиболее эффективного использования этой собственности или величины денежной суммы, которая могла бы быть получена от ее продажи. Потребительная стоимость представляет собой ценность, которую конкретная собственность имеет для конкретного варианта использования, и, следовательно, относится к нерыночной сфере. Нематериальные активы почти всегда оцениваются в контексте понятия потребительной стоимости, а не меновой стоимости. Меновая стоимость базируется на рыночных отношениях, а нематериальные активы редко продаются на рынке».*

Наконец, в п.3.7 стандарта стоимость гудвилла увязывается со стоимостью предприятия следующим образом:

«3.7. Стоимость нематериальных активов, которые обычно оцениваются как часть конкретной функционирующей фирмы, может рассматриваться в качестве составной части стоимости

действующего предприятия для этой фирмы. При этом стоимость действующего предприятия есть стоимость единого имущественного комплекса, определяемая в соответствии с результатами функционирования сформировавшегося производства».

С учетом особенностей такого подхода к учету гудвилла в нашей стране необходимы исследования по оценке механизма его действия и количественному определению размера прибыли, получаемой в результате покупателем или собственником предприятия.

Чтобы правильно понять сущность гудвилла как новой рыночной категории для реформируемой экономики Узбекистана, нужно обратиться к истории. В условиях административно-распределительной системы в общественном сознании не могло сформироваться понятие гудвилла, соответствующее международным стандартам оценки. Причин тому было несколько:

- рынок бизнеса и связанные с ним отношения, строящиеся на рыночной терминологии, отсутствовали;

- понятие имиджа предприятия, отражающее приверженность к нему клиентуры, не имело смысла, так как у потребителей не было свободы выбора производителя товара – все потребление в стране строилось на основе фондовых разнарядок Госплана и Госснаба. Кроме того, имидж предприятия не мог формироваться в условиях директивно установленных единых цен на одни и те же товары безотносительно затрат на их производство и имеющихся у них потребительских свойств, в первую очередь – качества. Таким образом, практически почти все товары были обезличены.

Вследствие отмеченных факторов борьбы за клиентуру – основное содержание гудвилла не могло быть. Однако специфические условия господства государственной собственности породили в прошлом факторы, которые обеспечивали имидж предприятия – своеобразный гудвилл, но не у клиентуры, а среди наемного персонала. Так как заработная плата рабочих и служащих была строго регламентирована единой тарифной сеткой окладов и ставок, то предприятия для привлечения на работу квалифицированного персонала, что называется, «за ту же зарплату», все же изыскивали и находили способы привлечения рабочей силы. Они выделяли своему персоналу различные социальные льготы и гарантии, не отражавшиеся в отчетности по труду и заработной плате, используя для этого

профсоюзные каналы распределения. За счет средств госбюджета и своей прибыли предприятия строили для работников и членов их семей подведомственные жилье, а в курортных зонах - здравницы, санатории, дома и базы отдыха, пионерские лагеря. Внутри предприятия, опять-таки за счет тех же источников, ими были построены и функционировали дворцы и дома культуры, детские сады, объекты бытового обслуживания и общественного питания, детские сады, ночные профилактории.

В связи с тем, что руководство предприятия совместно с комитетом профсоюза устанавливали фиксированные цены на услуги объектов социальной инфраструктуры, практически все оказываемые услуги были убыточными, а объекты - их производители существовали за счет дотаций предприятия. Наемный персонал предприятия пользовался услугами со скидками на 30 и более процентов, что и служило основой для формирования имиджа предприятия за его пределами среди рабочих и служащих других предприятий.

Но не только социальная инфраструктура индивидуализировала имидж предприятия в глазах людей труда. Существовали и другие факторы, влиявшие на такого рода имидж, что отражено нами в табл. 3.3. Основной смысл их заключался в извлечении выгод работниками предприятия в зависимости от близости его места расположения к узлам городского пассажирского транспорта, к детским садам, школам, продовольственным рынкам и магазинам, объектам бытового обслуживания и др. Работники предприятия могли на этом получать существенную экономию в различных формах, раскрытую в табл. 3.3.

Для стоимостной оценки данного фактора, который мы относим к категории гудвилла, нужно определить его практическое действие. А оно будет заключаться в том, что человек, принимая решение о поступлении на работу, сведет преимущества выбираемого предприятия, по меньшей мере, к двум статьям расходов семейного бюджета, по которым экономию ему подсчитать нетрудно. При работе на близко расположенном предприятии, по меньшей мере, экономятся транспортные расходы на оплату поездки до места работы и обратно. Через тарифы на услуги городского пассажирского транспорта легко вычислить транспортную экономию.

Таблица 3.3

Факторы, характеризующие размещение предприятия и его условия труда

Трудовые факторы-аналоги гудвилла	Стимулирующее действие фактора	Выигрыш наемных работников	Косвенная оценка фактора
Близость к узлам городского транспорта.	Сокращение времени на дорогу от дома до работы	Возможность посещения рынка, объектов торговли и бытового обслуживания до или после работы.	1. Денежная экономия транспортных расходов. 2. Высвобождение части времени на домашнюю работу и отдых.
Наличие у предприятия ведомственного жилья и/или общежития.	Сокращение времени на дорогу от дома до работы	Возможности: - отвозить детей в школы и детский сад до работы и забирать их после работы; - посещения рынка, объектов торговли и бытового обслуживания до или после работы.	1. Денежная экономия расходов на транспорт и жилье. 2. Высвобождение части времени на домашнюю работу и отдых.
Наличие гардеробных, душевых.	Хорошие санитарно-гигиенические условия	Возможность контролировать и поддерживать здоровье	Экономия на медицинском обслуживании
Близость к предприятию детских садов и школ.	Условия для выбора хорошего детского сада или школы	Возможность отвозить детей в выбранные родителями школы и детский сад до работы и забирать их после работы.	Безопасность детей на пути от дома до детского сада, школы и обратно
Наличие курсов по подготовке кадров	Возможность получить хорошую и/или новую престижную профессию	Расширение выбора места работы в соответствии с имеющейся квалификацией.	Шанс получить более высокую заработную плату или улучшить условия труда.
Высокий уровень компьютеризации офисного и производственного труда.	Возможность повысить компьютерную грамотность, освоить компьютеризированные рабочие процессы	Расширение выбора места работы в соответствии с имеющейся квалификацией.	Шанс получить более высокую заработную плату или улучшить условия труда.
Налаженная система общественного питания.	Экономия времени на прием пищи в обеденный перерыв.	Увеличение времени на отдых в обеденный перерыв за счет сэкономленного времени на прием пищи.	1. Укрепление здоровья за счет правильного режима питания. 2. Экономия расходов на лечение.

Если на предприятии имеется медицинский пункт, комната психогигиены (психологической разгрузки), работают душевые и даже сауна, имеется столовая, в которой готовятся не только обычная вкусная пища, но и диетические блюда, то работники его будут меньше болеть. От этого экономятся около 10 процентов расходов семьи на лечение. А из местной статистики здравоохранения, можно определить экономию на медицинское обслуживание. Для этого выбирается показатель среднего расхода на медицинское обслуживание одного человека и соответственно берется десятая долю его, принимаемая в наших расчетах как гудвилл местных условий труда на данном предприятии. Таким способом можно приближенно оценить удобное размещение предприятия и созданные на нем гигиенические условия труда ($Г_С$) в годовом исчислении.

Величину гудвилла для одного работника предприятия определяют следующим образом:

$$Г_С = 0{,}8*(2*Т_{ПАСС}*250) + 0{,}1М_{УСЛ}*N, \quad (3.1)$$

где:

0,8 – коэффициент учитывающий, что, примерно, 20% работников, живущих в непосредственной близости к предприятию, не пользуются городским транспортом или приезжают на собственных, а также на служебных машинах;

* - знак произведения, предусмотренный в клавиатуре компьютера;

$Т_{ПАСС}$ – средняя тарифная стоимость одной поездки пассажира на городском транспорте;

$М_{УСЛ}$ – согласно статистическим данным, средняя годовая стоимость медицинского обслуживания одного жителя в районе размещения предприятия;

0,1 – коэффициент экономии на медицинском обслуживании за счет услуг, оказываемых социальной сферой предприятия;

N – общая численность работников предприятия.

Наряду с трудовыми факторами, формирующими гудвилл как имидж предприятия среди наемного персонала, существуют производственные факторы, обеспечивающие привлекательность наших предприятий для иностранных инвесторов. Они порождены более низкой стоимостью местных ресурсов по сравнению с мировыми ценами, что обеспечивает более низкую себестоимость выпускаемой при их использовании

продукции. В результате, при прочих равных условиях, увеличивается прибыльность продукции, выпускаемой из местного сырья и материалов. Для более наглядного отображения действия гудвилла местные ресурсы целесообразно при этом объединить в две группы по основным их родственным признакам отношения к сырью, материалам или к топливно-энергетическим ресурсам. Агрегированные данные представлены в табл. 3.4.

Таблица 3.4

Производственные факторы — аналоги гудвилла

Наименование факторов	Экономическое действие фактора	Экономический выигрыш от фактора	Косвенная оценка фактора
Сырье и материалы местного производства (хлопок, шелк, медь, плоды и овощи, подвергающиеся промышленной переработке, и т.д.).	Снижение материалоемкости выпускаемой продукции.	Повышение прибыльности продукции, выпускаемой из местного сырья и материалов	Снижение себестоимости и повышение конкурентоспособности выпускаемых товаров по критерию цена-качество
Местные топливно-энергетические ресурсы (газ, моторное топливо, уголь, смазочные материалы и другие продукты переработки нефти).	Снижение энергоемкости выпускаемой продукции.	Повышение прибыльности продукции, выпускаемой из местного сырья и материалов	Снижение себестоимости и повышение конкурентоспособности выпускаемых товаров по критерию цена-качество

Годовую оценку ($Г_{ПР}$) действия факторов, отмеченных в табл. 3.3, можно приближенно подсчитать по формуле:

$$Г_{ПР} = \sum_{i=1}^{n} R_i * Q_i * (P_i - p_i), \qquad (3.2)$$

где:

i — порядковый номер местного ресурса;

n — количество наименований местных ресурсов;

R_i — наименование ресурса i-го вида;

Q_i — годовой объем потребления i-го ресурса;

$P_i - p_i$ — разность между мировой и местной ценой на единицу i-го ресурса.

Любому инвестору ясно также, что предприятие, основную долю ресурсного обеспечения составляют сырье и материалы местного производства, обладает реальными экономическими преимуществами перед теми, кто в основном сориентирован на привозное сырье и материалы. Продукция такого предприятия будет дешевле, конкурентоспособнее, а само оно будет работать устойчивее, чем названные другие предприятия. Ему также ясно, что, покупая предприятие, обладающее гудвиллом в форме описанного выше трудового фактора, он может рассчитывать на приток рабочей силы с соседних предприятий, не имеющих подобной привлекательности, или снизить оплату труда на величину экономии от его действия. И не учитывать гудвиллы такого рода – значит намеренно снижать оценку предприятия, что, с профессиональной точки зрения, недопустимо.

Надо также учитывать, что гудвиллы в Республике Узбекистан проявляются гораздо значительнее, чем:

в развитых странах, где вследствие высокого уровня развития социальной инфраструктуры, относительно равномерного распределения ее объектов по территории роль и широкого использования населением личных средств автотранспорта для поездки на работу и обратно влияние гудвиллов нивелируется. Вследствие этого для разных предприятий не существует различий в величине гудвилла, рассчитываемого на основе трудового фактора, и потому они могут вообще не учитываться в сравнительном плане;

в Центральной Азии и многих странах СНГ, в связи с тем, что в Узбекистане значительно лучше развита не только социальная инфраструктура, но и сеть дорог, сфера телекоммуникаций, банковская сеть и другие объекты, обслуживающие и обеспечивающие бизнес. И с этой точки зрения наши предприятия имеют существенные преимущества, подлежащие учету при оценке предприятия.

Приведенные методы расчета гудвиллов в форме трудового и производственного фактора позволят поднять оценку отечественных предприятий на должный уровень и будут полнее раскрывать их преимущества в деле инвестирования экономики Узбекистана.

Выводы по главе 3.

1. Критический анализ обеспеченности научных исследований рыночной оценки предприятия данными первичного

учета и статистики показал, что ими в должной мере не учитывается влияние на РОП рыночных принципов хозяйствования, особенностей либерализации, рожденных под воздействием национальной политики поэтапного реформирования национальной экономики. Необходимо совершенствовать методологическую базу учета, отражающую рыночные факторы, влияющие на оценку предприятия, что будет способствовать оживлению рынка бизнеса и принятию инвесторами рациональных решений по повышению конкурентоспособности национальных предприятий.

2. Даны предложения по совершенствованию методологической базы учета и статистики путем введения в нее показателей рыночного характера, влияющих на оценку предприятия: доли иностранных инвесторов в уставных фондах предприятий; уровень обеспеченности производства местным сырьем и материалами; глубину переработки сырья; долю продукции конечного потребления и долю экспорта в составе выпущенной продукции. Названные показатели нужны не только для совершенствования рыночной оценки предприятия на уровне микроэкономики, но и в более широком плане — для более полного учета на уровне макроэкономики ее национального богатства, сконцентрированного в имуществе предприятий.

3. Либерализация на уровне микроэкономики в первую очередь сказывается на эффективности национальных предприятий и повышении их рыночной стоимости. Но для получения количественных оценок ее влияния на оценку предприятия нужны соответствующие макроэкономические исследования. Связи и взаимозависимости макро и микроэкономики в общественном хозяйстве независимого Узбекистана должны найти свое место и соответствующее отражение в системе первичного учета и национальной статистики в условиях переходного периода.

4. Точных способов определения прямого воздействия уровня налогов на итоги хозяйственной деятельности предприятия в теории не разработано. Основываясь на запросах практики оценочной деятельности, следует выявить доступными косвенными методами эту связь и оценить ее количественное влияние на РОП. Нужно продолжить исследование статистических взаимосвязей оценочных показателей и мультипликаторов для РОП с налоговыми показателями и обоб-

щить их результаты в виде соответствующих расчетных формул, схем и таблиц. Методика расчетов должна быть простой, логичной, убедительной и понятной широкому кругу участников рынка бизнеса: продавцам, покупателям, посредническим фирмам и оценщикам предприятий. Приведен пример ориентировочного расчета количественного влияния снижения налогового бремени на ключевые показатели, определяющие оценку предприятия.

5. Чтобы полученные результаты были доступны для применения всем участникам рынка бизнеса, нужно методику расчетов основывать на типовом программном обеспечении современных персональных компьютеров. Тогда можно будет резко повысить скорость выполнения необходимых расчетов, значительно снизить их трудоемкость и стоимость. А, в конечном счете, удастся интенсифицировать рынок бизнеса и приток иностранных инвестиций в нашу республику.

6. Необходимо внести уточнение роли гудвиллов в нашей экономике в республиканские стандарты оценки, тем более что срок их действия истек.

Заключение

Анализ методологического обеспечения рыночной оценки предприятия в переходной экономике Узбекистана привел к выводу о том, что с самого начала процесса формирования института оценки в Узбекистане оценка предприятия приняла ярко выраженную социально-экономическую направленность. Избранный Узбекистаном подход вполне оправдал себя с точки зрения достигнутых результатов. Достаточно сказать, что наша страна развивалась без глубоких спадов и кризисов и первой в СНГ в 2000 г. преодолела дореформенный уровень 1991 г.

Важнейшим требованием к оценщику является понимание им целей, подхода к их реализации, знание аргументации и намерений инвесторов. Рынок бизнеса в Узбекистане обладает высоким потенциалом, охватывающим около шести тыс. акционерных обществ, свыше 230 тыс. частных и малых предприятий (МЧП), обществ с ограниченной ответственностью. Отражена динамика развития рынка бизнеса в Узбекистане на примерах самой весомой части производственного капитала, сосредоточенного в АО, и самой многочисленной группы предприятий, представляющих малый бизнес.

Без систематизации трудно изучать интересы участников рынка, учитывая их многочисленность и разнородность. Классификация участников рынка бизнеса с отражением их интересов и форм взаимодействия при заключении сделок по продаже-купле предприятия помогает предвидеть их поведение, находящееся в прямой зависимости от их личных интересов. Разработана наглядная графическая модель конфликта интересов продавца и покупателя на рынке бизнеса, позволяющая понять сущность, естественность и неизбежность этого конфликта, но главное, - облегчающая поиск консенсуса между ними, приводящего к ускорению заключения сделок к выгоде обеих сторон.

Рассмотрены основные факторы, оказавшие сильное влияние на расхождения между балансовой стоимостью пред-

приятия и основными рыночными оценками, принятыми в международной практике. Выявлены источники расхождений, сформировавшиеся в период действия административно-командной экономики. В диссертации обоснована актуальность дальнейшего исследования рыночной оценки предприятий в связи с непрерывным научно-техническим прогрессом и эксплуатацией в Узбекистане основных фондов, введенных в действие до провозглашения им своей независимости.

В условиях недостатка средств на проведение оценки покупаемого предприятия покупатель может неправильно сориентироваться и заплатить неоправданно высокую цену за свою покупку. На первый взгляд, кажется, что выиграл продавец, а пострадал только покупатель, но на деле все обстоит гораздо сложнее. У покупателя может не хватить денежных средств для развития предприятия, более того, по этой причине оно может стать убыточным и даже банкротом, от чего сократится уровень занятости, уменьшатся поступления в бюджет от налогов с прибыли предприятия и подоходного налога с его работников. Отсюда выявлена прямая заинтересованность государства в создании благоприятных условий для стабильного функционирования рынка бизнеса, для либерализации института оценки и доступности его платных услуг для потенциальных пользователей.

В развитых странах, благодаря большой конкуренции в сфере рыночной инфраструктуры между фирмами по оказанию оценочных услуг и сложившимся традициям в решении конфликтных вопросов с помощью независимых оценщиков, динамичность рынка бизнеса высока. Вследствие этого осуществляется быстрый переход предприятий в руки эффективных собственников, что способствует укреплению экономики и соответствует интересам, как участников сделки, так и общества в целом.

Для привлечения в Узбекистан иностранных инвестиций в диссертации впервые в отечественной науке:

1) разработана методика анализа ежегодных индексов удорожания оптовых цен промышленности на инвестиционную продукцию. Определены наилучшие аппроксимирующие уравнения регрессии для индексов по пяти группам имущества, а также на основные фонды в целом, обеспечивающие интерполяцию их с высокой точностью. Обоснован временный характер необходимости применения индексов и утрата целе-

сообразности их использования уже в ближайшие два-три года, что весьма привлекательно для иностранных инвесторов;

2) предложена методика исследования курсовой стоимости акций открытой компании с помощью корреляционно-регрессионных методов обработки динамических рядов. Содержание ее раскрыто путем анализа сделок с акциями 10 самых активных АО г. Ташкента. Для расчетов по методике использовано типовое программное обеспечение персональных компьютеров, что обеспечивает ее широкую применимость для краткосрочного прогноза курсовой стоимости акций на фондовом рынке, вскрытия недостатков в деятельности АО на рынке ценных бумаг и разработки мероприятий по их устранению. Определены требования к разработке с помощью персональных компьютеров методики оценки предприятия на основе курсовой стоимости его акций. Чтобы она была доступной для широкого круга пользователей, ее нужно основывать на типовом программном обеспечении персональных компьютеров низших моделей. В этом случае любую программу расчета можно эксплуатировать на базе компьютеров более высоких, иначе говоря, - всех других моделей.

3) выполнены расчеты по приближенной оценке влияния либерализации налогообложения на конкурентоспособность и прибыльность национальных предприятий. Зная намеченные руководством республики параметры облегчения налогового бремени на бизнес на краткосрочный предстоящий период, участникам рынка бизнеса можно точнее прогнозировать оценочные показатели и рыночную стоимость любого предприятия на ближнюю перспективу;

4) вскрыто, что в Узбекистане действуют специфические гудвиллы в форме трудового фактора и обеспеченности предприятия сырьем и материалами местного производства. Раскрыты трудовые и производственные элементы, в совокупности образующие выявленные нами гудвиллы. Свойственное странам СНГ размещение внутри многих оцениваемых предприятий медицинских пунктов, столовых, душевых, а близ него - детских садов, объектов общественного питания, торговли - создает его работникам весомую экономию времени и денежных средств на услуги транспорта, медицины, торговли, бытового обслуживания и общественного питания. Такого рода предприятия становятся привлекательнее для рабочей силы, чем другие объекты, не располагающие развитой социальной инфраструктурой. А

обеспечение производства в основном местным сырьем и материалами дает весьма существенную экономию в ресурсном обеспечении производства по сравнению с закупками их на мировом рынке. Предложена методика расчета стоимости гудвиллов, специфических для экономики Узбекистана. Нужно научно обоснованно выявлять новые обеспечивающие привлекательность нашей республике гудвиллы, определять их величину и включать в стоимость предприятия, в соответствии с принципами рыночной оценки бизнеса. Это правомерно потому, что роль выявленных гудвиллов в Узбекистане и странах СНГ существенно выше, чем в развитых странах, где вследствие высокого развития сети платных объектов социальной инфраструктуры и относительно равномерного их размещения по территории роль этих гудвиллов нивелируется и при оценке предприятия не учитывается.

Обобщение выполненных в работе исследований приводит к следующим основным выводам:

1. Оценка предприятия является сложным процессом, результатом которого является ряд различных стоимостных величин, между которыми и выбирается цена предложения продавца. Множественность оценок неизбежно вызывает конфликт интересов участников сделки по купле-продаже предприятия: продавца, покупателя, их адвокатов и посредников. Этот конфликт вызывает потери времени для всех заинтересованных сторон, поэтому необходимо искать взаимоприемлемые методы для решения такого рода конфликтов в интересах ускоренного развития бизнеса.

2. Так как на цену предприятия сильное влияние оказывает цена предложения, то следует выявить пути и разработать методы мотивации продавцов в деле обоснованного установления продажной цены предприятия для интенсификации рынка бизнеса. Для этого нужно больше публиковать методических материалов, доступных для понимания собственников предприятий, проводить для них семинары и конференции по этой тематике. Лишь при наличии развернутой картины преимуществ и недостатков предприятия инвестор может принять рациональное решение: купить его целиком или ограничиться контрольным пакетом, а, может быть, приобрести лишь такую долю имущества, которая обеспечит блокирование принятия невыгодных для него решений или стать просто миноритарным инвестором.

3. Недостаточность опыта национальных АО в поддержании курса своих акций на ОФР широко практикуемыми на мировых биржах методами уменьшает возможности проведения анализа их эффективности описанными в настоящей методике точными методами. Понятно, что на стадии становления фондового рынка в переходной экономике такие недостатки возможны, но преодолевать их нужно как можно быстрее в интересах самих АО. Это поможет такому широкому привлечению инвестиций, при котором станет возможной организация конкурсов и тендеров по совместной реализации высокоэффективных проектов развития производства, обеспечивающих повышение рыночной стоимости национальных предприятий. В учебные программы курсов по изучению корпоративного управления нужно включать углубленное изучение стратегии и тактики акционерного общества по реализации своих акций на фондовом рынке, разъяснять его руководителям выгоды, приобретаемые от грамотной организации этого важного дела.

4. В связи с либерализацией экономики Узбекистана в нашу страну увеличивается приток иностранных инвесторов, для которых нужно создать надлежащий сервис в решении вопросов независимой, компетентной и признаваемой ими оценки предприятия. Для этого нужно постоянно укреплять имеющиеся связи наших оценщиков с зарубежными организациями, продолжать практику проведения международных семинаров с помощью Института Экономического Развития Всемирного Банка, Международного комитета по стандартизации оценки имущества МКСОИ (TIAVSC), с участием Российского общества оценщиков и других зарубежных оценочных организаций и учебных центров. На семинары следует привлекать ведущих зарубежных оценщиков-практиков и ученых, обладающих богатым опытом оценки предприятий.

5. В условиях переходной экономики имеют место частые изменения экономической среды, отражающиеся на оценке предприятия. Необходимы углубленные исследования по прогнозу ожидаемых изменений хозяйственной среды и их влияния на оценку. В частности, как на микро, так и на макроуровне, требуются углубленные исследования, вскрывающие влияние либерализации налогообложения на конкурентоспособность и прибыльность национальных предприятий, что помогло бы участникам рынка бизнеса точнее прогнозировать

оценочные показатели и рыночную стоимость любого предприятия на ближнюю перспективу. В диссертации на конкретных примерах показано, что весьма конструктивными для участников рынка бизнеса здесь могут быть экономико-математические модели, охватывающие комплекс основных факторов, влияющих на работу предприятия, обеспеченные компьютерными программами для быстрого выполнения необходимых расчетов.

6. На настоящем этапе реформ перед национальным институтом оценки встали новые задачи, рожденные углубляющейся либерализацией экономики. С появлением в 2003-2004 годах на рынке бизнеса Узбекистана предприятий, продаваемых по цене ниже номинала и по нулевой ставке, нужны новые оценочные решения. В условиях недостаточного развития рынка бизнеса необходимо разработать методику научно обоснованного отбора компаний – аналогов, собирать информацию о результатах, достигнутых покупателями такого рода предприятий, анализировать и обобщать их позитивный достигнутый опыт и искать пути преодоления недостатков, вскрытых в анализе их развития после продажи инвестору.

7. Необходимо углубленное исследование влияния непрерывного совершенствования законодательства Республики Узбекистан в направлении дальнейшей либерализации экономики на рынок бизнеса, деятельность институтов оценки и ее нормативно-правовую базу. Особенно важно создавать в нормативно-правовом порядке благоприятные условия для конкуренции покупателей в процессах индивидуальной приватизации крупных национальных предприятий. Такой опыт уже накоплен при продажах пакетов акций АК «Узбектелеком», Национальной холдинговой компании «Убекнефтегаз», ОАО «Алмалыкский горно-металлургический комбинат» и др., осуществленных правительственной комиссией на основе тендеров, участниками которых были крупные зарубежные компании.

8. Для совершенствования методов оценки предприятия в диссертации предложено шире отражать в системе статистического учета показатели рыночного характера, влияющие на оценку предприятия. В частности, целесообразно ввести в систему статистического учета показатели совокупной доли иностранных инвесторов в уставных фондах предприятий, уровень обеспеченности местного сырья в ресурсном обеспе-

чении производства, глубину переработки сырья, доли экспорта и продукции конечного потребления в составе выпущенной продукции. Названные показатели нужны не только для совершенствования рыночной оценки предприятия, но и в более широком плане – для учета осуществления структурных реформ экономике страны и повышения ее инвестиционной привлекательности. Необходимо внести уточнение роли гудвиллов в нашей экономике в республиканские стандарты оценки, тем более что срок их действия истек.

9. Проводимая руководством Республики Узбекистан политика либерализации экономики имеет как краткосрочные, так и долгосрочные последствия. К достижениям ее следует отнести и облегчение режима налогообложения предприятий, и обеспечение конвертируемости национальной валюты, и повышение совокупного платежеспособного спроса населения, и рост кредитных ресурсов коммерческих банков на основе увеличения денежных вкладов населения. Либерализация в первую очередь сказывается на эффективности национальных предприятий и повышении их рыночной стоимости. Но для получения количественных оценок ее влияния на рыночную оценку предприятия нужны соответствующие макроэкономические исследования. Нужно наглядно выявлять связи и взаимозависимости макро и микроэкономики в общественном хозяйстве независимого Узбекистана, которые должны найти свое место и соответствующее отражение в системе первичного учета и национальной статистики в условиях переходного периода.

Литература

1. Правовое поле Республики Узбекистан по оценке

1.1. Гражданский Кодекс Республики Узбекистан. Ч. II. Глава 29. Купля-продажа; Раздел IV. Интеллектуальная собственность; Раздел VI. Применение норм международного права к гражданско-правовым отношениям. Введен в действие с 1 марта 1997 г.

1.2. Налоговый кодекс Республики Узбекистан.

1.3. Закон Республики Узбекистан от 31.10.1990 г. «О собственности в Республике Узбекистан».

1.4. Закон Республики Узбекистан от 19 ноября 1991 года «О разгосударствлении и приватизации».

1.5. Закон Республики Узбекистан от 2 июля 1992 г. «О биржах и биржевой деятельности».

1.6. Закон Республики Узбекистан от 2 сентября 1993 г. «О ценных бумагах и фондовой бирже».

1.7. Закон Республики Узбекистан от 26 апреля 1996 г. «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

1.8. Закон Республики Узбекистан от 30 апреля 1998 г. «Об иностранных инвестициях».

1.9. Закон Республики Узбекистан от 30.04.1998 г. «О гарантиях и мерах защиты прав иностранных инвесторов».

1.10. Закон Республики Узбекистан от 29 августа 1998 г. «О договорно-правовой базе деятельности хозяйствующих субъектов».

1.11. Закон Республики Узбекистан от 24 декабря 1998 г. «Об инвестиционной деятельности».

1.12. Закон Республики Узбекистан от 19 августа 1999 г. «Об оценочной деятельности».

1.13. И.А. Каримов «Узбекистан свой путь обновления и прогресса», Т.: Узбекистон, 1992 г.

1.14. И.А. Каримов. Узбекистан на пути экономического подъема. Выступление на заседании Кабинета Министров Республики Узбекистан 25 июля 1996 г.

1.15. И. А. Каримов. Наша основная задача – укрепление достигнутых рубежей, последовательное продолжение реформ. Доклад на заседании Кабинета Министров Республики Узбекистан, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2003 году и основным направлениям углубления экономических реформ на 2004 год.

1.16. И.А. Каримов. Наша главная цель – демократизация и обновление общества, реформирование и модернизация всей страны. Доклад на совместном заседании Законодательной палаты и Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан 28 января 2005 г.

1.17. Постановление Кабинета Министров при Президенте Республики Узбекистан от 18 июня 1992 года. N 293. «Об организации работы по пересчету стоимости основных фондов по действующим ценам».

1.18. «Положение об оценке стоимости имущества государственных предприятий и организаций, подлежащих выкупу, продаже, преобразованию в акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью». Утверждено постановлением Кабинета Министров при Президенте Республики Узбекистан от 26 июня 1992 г. № 171.

1.19. Постановление Кабинета Министров при Президенте Республики Узбекистан от 23 сентября 1992 г. № 443. «О мерах по организации разгосударствления и приватизации предприятий и организаций местной промышленности, бытового обслуживания населения, государственной торговли и общественного питания».

1.20. Постановление Кабинета Министров при Президенте Республики Узбекистан от 3 января 1993 г. № 3 «О дополнительных мерах по ускорению разгосударствления и приватизации предприятий местной промышленности, бытового обслуживания населения, государственной торговли и общественного питания»

1.21. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 1 июня 1993 г. № 261 «О переоценке основных фондов (средств) в Республике Узбекистан»

1.22. Дополнительные льготы, представляемые при разгосударствлении и приватизации предприятий местной промышленности; бытового обслуживания населения, государственной торговли, общественного питания, потребительской кооперации и Госконцерна "Узплодовощвинпром". Прило-

жение №7 к постановлению Кабинета Министров от 11 августа 1993 г. № 402.

1.23. Временный порядок разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности Республики Узбекистан. (Утвержден председателем Госкомимущества Республики Узбекистан от 22 марта 1994 г.).

1.24. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 28 ноября 1994 г. № 572 «Об организации работы по пересчету основных средств в Республике Узбекистан»

1.25. Порядок реализации акций приватизируемых предприятий на биржевом и внебиржевом рынках. Приложение № 2 к Постановлению КМ РУз от 18.08.1997 г. № 404.

1.26. Положение «О составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг) и порядке формирования финансовых результатов «. Утверждено постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 05.02.99 г. №54.

1.27. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 26 декабря 2000 г. N 500 «О прогнозе основных макроэкономических показателей и параметрах Государственного бюджета Республики Узбекистан на 2001 год».

1.28. Положение о лицензировании оценочной деятельности. Приложение к Постановлению КМ РУз от 08.05.2003 г. № 210.

1.29. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 18.11.1998г. № 477. «О мерах по стимулированию привлечения иностранного капитала при приватизации государственной собственности»

1.30. Приказ ЦКК при Госкомимуществе Республики Узбекистан от 18 апреля 2002 г. № 1127 «Об утверждении положения о раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг».

1.31. Постановление Государственного комитета Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом и поддержки предпринимательства от 29.10.2002 г. № иу-01/116. «О внесении изменения в постановление Госкомимущества Республики Узбекистан «Об утверждении положения о формах оплаты иностранными инвесторами за покупаемые ими пакеты акций и объекты" от 29.03.2001 г. № 01/06-5. Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 04.11.2002 г. № 1030-1.

1.32. Положение «О продаже инвесторам акций, долей (паев) предприятий и объектов целиком, не реализованных в течение одного года и более, с условием включения стоимости инвестиционных обязательств в цену объекта». Утверждено постановлением ГКИ от 13.05.2002 г. № иу-01/52, зарегистрировано Министерством юстиции 21.06.2002 г. № 1153-2.

1.33. Положение «О реализации инвесторам государственных низкорентабельных, убыточных, экономически несостоятельных предприятий и низколиквидных объектов по нулевой выкупной стоимости на конкурсной основе с условием принятия инвестором инвестиционных обязательств». Утверждено постановлением ГКИ от 13.05.2002 г. № иу-01/52, зарегистрировано Министерством юстиции 21.06.2002 г. № 1153.

1.34. Правила по заполнению форм финансовой отчетности. Зарегистрированы Минюстом 24.01.2003 г. №1209.

1.35. Постановление Государственного комитета Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом и поддержки предпринимательства 16.06.2003 г. N 01/06-3. О внесении изменений в Постановление «Об утверждении Положения о продаже инвесторам акций, долей (паев) предприятий и объектов целиком, не реализованных в течение двух лет и более, с условием включения стоимости инвестиционных обязательств в цену объекта». Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 11.07.2003 г. № 1153-1. Вступило в силу с 21 июля 2003 года.

1.36. Методические рекомендации по оценке государственных активов — пакетов акций, (долей, паев) в уставном фонде приватизированных предприятий и предприятий целиком. Утверждены постановлением Госкомимущества Республики Узбекистан от 24 июня 2003 г. № 42.

1.37. Положение «О порядке продажи государственных активов по цене ниже номинала». Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан от 11.07.2003 г. № 1153-1. Утверждено Постановлениями Государственного комитета Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом и поддержки предпринимательства №01/06-6, Министерства финансов №79, Министерства экономики №8. Зарегистрировано Министерством юстиции 16.07.2003 г. № 1255.

1.38. Положение о реализации инвесторам государственных низкорентабельных, убыточных, экономически несостоя-

тельных предприятий и низколиквидных объектов по нулевой выкупной стоимости на конкурсной основе с условием принятия инвестором инвестиционных обязательств. Приложение №1 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан от 26.08.2003 г. № 368 «О дополнительных мерах по ускорению приватизации низкорентабельных, убыточных, государственных экономически несостоятельных предприятий и объектов».

1.39. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 08.05.2003 г. № 210 «О лицензировании оценочной деятельности».

1.40. Положение о порядке пошагового снижения стартовой цены государственных активов приватизированных предприятий. Приложение № 2 к Постановлению КМ РУз от 26.08.2003г. № 368.

1.41. Приказ Генерального директора Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан от 27.03. 2002 г. № 2002-06. «Об утверждении положения о раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг». Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан 18.04.2002 г. №1127. Вступил в силу с 28 апреля 2002 года.

1.42. Положение о порядке расчета размера собственных средств и среднегодовой стоимости инвестиционных активов управляющих компаний. Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 30.12.2003 г. N 2003-19 зарегистрированным МЮ 05.03.2004 г. N 1322.

1.43. Приказ Генерального директора Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан от 30.12. 2003 г. № 2003-19. ««Об утверждении Положения о порядке расчета размера собственных средств и среднегодовой стоимости инвестиционных активов управляющих компаний». Зарегистрирован Министерством юстиции Республики Узбекистан 05.03.2004 г. №1322. Вступил в силу с 15 марта 2004 года.

2. Международные и национальные нормы и стандарты оценки

2.1. Американское общество оценщиков. Стандарты по оценке бизнеса: I-IX.

2.2. Стандарты по оценке бизнеса и этические нормы. Демир Енер, Институт Экономического Развития Всемирного Банка, январь, 1995.

2.3. Джей Фишман. Обзор оценки бизнеса и профессиональные стандарты. Санкт-Петербургский курс. 1994.

2.4. Оценка бизнеса: основные понятия, подходы и методы. Делойт и Туш. Центр оценки для Восточной и Центральной Европы. Прага, 1994.

2.5. Международные стандарты оценки Международного комитета по стандартизации имущества МКСОИ (TIAVSC). Общие понятия и принципы оценки. 1994г.

2.6. Международные стандарты оценки Международного комитета по стандартизации имущества МКСОИ (TIAVSC). МСО-1 Рыночная стоимость как база оценки. 1994.

2.7. Международные стандарты оценки Международного комитета по стандартизации имущества МКСОИ (TIAVSC). Оценка нематериальных активов. 1995.

2.8. Международные стандарты оценки Международного комитета по стандартизации имущества МКСОИ (TIAVSC). МСО-2. Базы оценки, отличные от рыночной стоимости. 1994.

2.9. Международные стандарты оценки Международного комитета по стандартизации имущества МКСОИ (TIAVSC). МСО-4. «Оценка в целях финансовой отчетности и смежной документации». 1994.

2.10. Европейские стандарты оценки недвижимости. М: РОО, 1998 г.

2.11. O'z DSt 1.1. «ГСС. Порядок разработки, согласования, утверждения и регистрации республиканских стандартов».

2.12. РСТ Уз. 1.2. «Государственная система стандартизации Республики Узбекистан. Порядок разработки, согласования, утверждения и регистрации стандартов предприятия».

2.13. РСТ Уз. 1.4. «Государственная система стандартизации Республики Узбекистан. Порядок обеспечения стандартами и техническими условиями».

2.14. ОСТ 1.5. «ГСС. Общие требования к построению, изложению, оформлению и содержанию стандартов».

2.15. РСТ Уз. 1.7. «Государственная система стандартизации Республики Узбекистан. Порядок прямого применения международных стандартов в нормативных документах».

2.16. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. ОСТ Уз 76-01-98. Рыночная стоимость как база оценки.

2.17. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. ОСТ Уз 76-02-98. Базы оценки, отличные от рыночной стоимости.

2.18. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. ОСТ Уз 76-03-98. Оценка в целях финансовой отчетности и смежной документации.

2.19. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. ОСТ Уз 76-04-98. Оценка недвижимого имущества/земельных участков, зданий и сооружений. Основные положения.

2.20. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. ОСТ Уз 76-05-98. Оценка производственных и транспортных средств, машин и оборудования. Основные положения.

2.21. ОСТ Уз 77-01-97 «Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. Оценка объектов интеллектуальной собственности. Основные положения».

2.22. O'z DSt 954: 2000 «Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. Оценка нематериальных активов. Основные положения».

2.23. РСТ Уз 825-98. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. Общие понятия и принципы оценки.

2.24. Стандарт по оценке бизнеса. Общие требования к выполнению задания по оценке бизнеса. Принят Комитетом по экономической оценке бизнеса в июне 1991 г. Одобрен Правлением АОО в июне 1992 г.

2.25. Стандарт Российского общества оценщиков СТО РОО 20-02-96 «Рыночная стоимость как база оценки».

2.26. Стандарт Российского общества оценщиков. Оценка нематериальных активов. Основные положения. СТО РОО 26-02-96

2.27. Стандарт Российского общества оценщиков СТО РОО 20-03-96 «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости».

2.28. Стандарт Российского общества оценщиков СТО РОО 20-04-96 «Оценка в целях финансовой отчетности и смежной документации».

2.29. Стандарт Российского общества оценщиков СТО РОО 21-01-95 Оценка производственных средств, машин и оборудования. Основные положения.

2.30. Стандарт Российского общества оценщиков СТО РОО 21-01-95 «Стандарты профессиональной деятельности в области оценки недвижимого имущества. Основные положения».

2.31. Годовой отчет-2004. Библиотека газеты «Налоговые и таможенные вести». Т.: Издательский дом Мир экономики и права. 2004 г.

3. Литература по стандартам оценки и их применению на английском языке

3.1. American Society of Appraisers. Business Valuation Standards. I-IX.

3.2. Business Valuation Standards & Ethical Provisions. Demir Ener, EDI of the World Bank, January 1995.

3.3. Jay E. Fishman. USA. СИФ. Valuation overview and Standards of Professionalism. St. Petersburg Course. 1994.

3.4. Business Valuation: Basic concepts, approaches and Techniques. Deloitt & Toushe. Valuation Center for Central & Eastern Europe. Prague. 1994.

3.5. Articles & exercises, prepared by Robert Van Ling. CPA, CFA, ASA, Deloitt & Toushe.

3.6. Shannon Pratt. Valuing a Business: the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. Second Edition. Dow Jones-Irvin. Homewood, Illinois, 1989.

3.7. Introduction to discount rate and risk. Teaching notes by a. Bartlema. Deloitt & Toushe Corporate Finance, Amsterdam, 1995. Valuation Center for Central and Eastern Europe. Prague. 1994.

3.8. Case-study: Appraisal Report of the JSC Mebel. Prepared by the Economic Development Institute World Bank and Investment Compani "Grant". 1994.

3.9. A Valuation of the JV Voyager Located in Moscow, Russia: Test Case. Deloitt & Toushe, 1993.

3.10. BA II PLUS. Guidebook. Developed by the staff of Texas Instruments Instructional Communications. 1991.

4. Теория, модели и статистические методы обработки информации

4.1. В.П. Трофимов. Логическая структура статистических моделей. М.: Финансы и статистика. 1985.

4.2. О.П. Крастинь. Изучение статистических зависимостей по многолетним данным. М.: Финансы и статистика. 1981.

4.3. А. Эреберг. Анализ и интерпретация статистических данных пер. с англ. М.: Финансы и статистика. 1981.

4.4. А.К. Митропольский. Техника статистических вычислений. М.: Наука. 1971.

4.5. М. Кендэл. Временные ряды. Пер. с англ. М.: Финансы и статистика. 1981. 200 с.

4.6. Х. Э. Крыньский. Математика для экономистов. Пер. с польск. М.: Статистика. 1970. 584 с.

4.7. Л. Казмер. Методы статистического анализа в экономике. Пер. с англ. М.: Статистика. 1972. 476 с.

4.8. Ф. Мостеллер, Дж. Тьюки. Анализ данных и регрессия. Выпуск 1. Пер. с англ. М.: Финансы и статистика. 1982. 320 с.

4.9. Г. Кимбл. Как правильно пользоваться статистикой. Пер. с англ. М.: Финансы и статистика. 1982. 296 с.

4.10. П. Мюллер, П. Нойман, Р. Шторм. Таблицы по математической статистике. Пер. с англ. М.: Финансы и статистика. 1982. 272 с.

4.11. Л.З. Румшиский. Математическая обработка результатов эксперимента. Справочное руководство. М.: Наука. 1971. 192 с.

4.12. Л.Н.Ковалева. Многофакторное прогнозирование на основе рядов динамики. М.: Статистика. 1980. 104 с.

4.13. А.Н. Зайдель. Элементарные оценки ошибок измерений. Л.: Наука. 1968. 96 с.

4.14. Н. Хастингс, Дж. Пикок. Справочник по статистическим распределениям. Пер. с англ. М.: Статистика. 1980. 96 с.

4.15. Д. Хейс. Причинный анализ в статистических исследованиях. Пер. с англ. М.: Статистика. 1981. 256 с.

5. Статистика и ведомственная отчетность по оценке и смежным вопросам

5.1. Экономика Узбекистана. Аналитический обзор за 2003 год. Изд. Центра эффективной экономической политики. Размещен в сети Интернет на сайте: www.bearingpoint.uz

5.2. Экономика Узбекистана. Аналитический обзор за 2004 год. Изд. Центра эффективной экономической политики. Размещен в сети Интернет на сайте: www.bearingpoint.uz

5.3. Приватизация за 1991-1996 годы. Юбилейный бюллетень. Госкомимущества Республики Узбекистан. Т., 1996 г.

5.4. Бюллетень приватизации за 1995 г. Госкомимущества Республики Узбекистан.

6. Теория и практика оценки в Узбекистане и за рубежом

6.1. Введение в ставки дисконта и риск. Учебные тезисы лекций А. Бартлемы. Делойт и Туш. Корпоративные финансы. 1995. Центр оценки для Восточной и Центральной Европы. Прага, 1994.

6.2. Учебный пример на основе оценки акционерного общества закрытого типа «Мебель». Отчет подготовлен Институтом Экономического Развития Всемирного Банка совместно с Финансовым центром «Грант». 1994.

6.3. Самаркандская Международная Бизнес Школа в сотрудничестве и при поддержке Института Экономического Развития Всемирного банка совместно с Самаркандским Территориальным Управлением ГКИ РУз. Семинар «Основы анализа и оценки бизнеса». Программа обучения оценщиков и преподавателей по вопросам оценки бизнеса. Самарканд, 12-22 февраля 1996 г., С. 64.

6.4. Самаркандская Международная Бизнес Школа в сотрудничестве и при поддержке Института Экономического Развития Всемирного банка совместно с Самаркандским Территориальным Управлением ГКИ РУз. Семинар «Основы анализа и оценки бизнеса». Программа обучения оценщиков и преподавателей по вопросам оценки бизнеса. Самарканд, 14-20 апреля 1997 г., С. 64.

6.5. Фридман Дж. Ордуэй Ник. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. Пер. с англ. М.: «Дело ЛТД. 1995.

6.6. А.В. Черняк. Оценка городской недвижимости. М.: Русская деловая литература. 1996.

6.7. Туйчиев Н.Д. и др. Методика экономической оценки зданий и сооружений рыночными методами. Узгеодезкадастр. 1997 г.

6.8. Туйчиев Н.Д. и др. Методика экономической оценки зданий и сооружений затратным методом (на базе нерыночных методов оценки). Узгеодезкадастр. 1997 г.

6.9. Самаркандская Международная Бизнес Школа в сотрудничестве и при поддержке Института Экономического Развития Всемирного банка совместно с Агентством по недвижимости и инвестициям Госкомимущества Республики Узбекистан. Семинар «Оценка недвижимости» (ускоренный курс). Т., 1998.

6.10. О. Исаев. Особенности оценки предприятия в условиях переходной экономики. Самарканд.

6.11. О. Исаев. Об отражении в учете рыночных факторов для более полной оценки предприятия. Т.: Экономический вестник Узбекистана. 2005.

6.12. О. Исаев. «Анализ эффективности оценки открытой компании на основе курсовой стоимости ее акций». Экономическое обозрение. 2005.

6.13. «Классификация участников рынка бизнеса в разрезе их интересов в оценке предприятия». Т.: Рынок, деньги, кредит. 2005.

6.14. О. Исаев. «Исследование связи налогового режима и оценки предприятия в условиях либерализации». Т.: Экономический вестник Узбекистана. 2005.

6.15. О. Исаев. Модель формирования оценки предприятия участниками рынка бизнеса. Т.: Рынок, деньги, кредит. 2005.

6.16. О. Исаев. Влияние налогового режима на оценку предприятий в условиях либерализации. Налоговая академия

6.17. О. Исаев. Прогнозирование индексов оптовых промышленных цен для рыночной оценки предприятия. Т.: Узбекистон Иктисодий ахборотномаси. 2005.

6.18. О. Исаев. Роль научно обоснованной рыночной оценки предприятия в повышении его конкурентоспособности. Конференция.

6.19. О. Исаев. Обеспечение участников фондового рынка краткосрочным прогнозом динамики курса акций. Тезисы

докладов майской международной конференции. Банковская академия. 2005 г.

6.20. О. Исаев. Социально-экономическая направленность формирования института рыночной оценки предприятий в Узбекистане. Тезисы докладов международной научно-практической конференции на тему: «Социально-экономические проблемы переходной экономики (опыт, обобщения, закономерности)». Санкт-Петербург, июнь 2005 г.

Приложение 1.
Таблица 2.5

Ретроспектива балансовых отчетов предприятия «Курилиш хизмати» за период с 1 января 2000 г. по 1 января 2004 г.

тыс. сум

№ п/п	Показатели	Код строки	На 1.01.01г.	На 1.01.02г.	На 1.01.03г.	На 1.01.04г.	На 1.01.05г.*
1	*2*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*
1	**АКТИВ**						
2	**I. Долгосрочные активы**						
3	***Основные средства***						
4	Первоначальная (восстановительная) стоимость	010	1508	1508	8389	8389	8569
5	Сумма износа	011	1196	1180	8030	8013	8129
6	Остаточная балансовая стоимость	012	312	328	359	376	440
7	***Нематериальные активы***						
8	Первоначальная стоимость	020					
9	Сумма амортизации	021					
10	Остаточная балансовая стоимость	022					
11	*Долгосрочные инвестиции*	030					
12	Инвестиции в дочерние хозяйственные общества	050		117557,4	127220,4		
13	*Капитальные вложения*	100	105777	123810,5	1402757	1566824	1570715
14	Итого по разделу I	130	106089	117685,4	140301,6	1568816	1571291
15	**II. Текущие активы**						
16	Товарно-материальные запасы, всего	140	151	367	3993	2478	1952
17	Товары для перепродажи	150	6648	4432,7	3630,4		
18	Расходы будущих периодов	190		98,3		43	50
19	Дебиторы, всего	210			1974	199	237
20	Авансы, выданные персоналу	230					

21	Авансы, выданные поставщикам и подрядчикам	260			1970		39
22	Авансовые платежи по налогам и сборам в бюджет	270			383,1	89	198
23	Прочие дебиторские задолженности	310	143	244,6	3,4	109	
24	Денежные средства, всего	320	2219	7,7	568,8	1415	1167
25	Денежные средства на расчетном счете	340					1167
26	**Итого по разделу II.**	390	9161	5150,3	6536	4135	3406
27	Всего по активу баланса	400	112520	122835,7	1409552	1572951	1574697
28	**ПАССИВ**						
29	**I. Источники собственных средств**						
30	Уставный капитал	410		1000	1000	10000	1000
31	Добавленный капитал	420					
32	Резервный капитал	430	81799	98104	1403377	1403377	1569260
33	Нераспределенная прибыль	450	16305	21427,7	-4541	-1354	-944
34	Целевые поступления	460	15091	14049,8			
35	Резервы предстоящих расходов и платежей	470					
36	Итого по разделу I	480	113195	123223	1399836	1403023	1569316
37	**II. Обязательства**						
38	Долгосрочные обязательства, всего	490					
39	в т.ч., долгосрочная кредиторская задолженность	491					
40	Авансы, полученные от покупателей и заказчиков	560		200		121	
41	Текущие обязательства, всего	600			9716	4045	5381
42	в т.ч. текущая кредиторская задолженность	601			9716	4045	5381
43	Задолженность поставщикам и подрядчикам	610					1975
44	Полученные авансы	670				121	100

45	Задолженность по платежам в бюджет	680	1206	1742,6	2234	829	155
46	Задолженность по страхованию	690	317	1246,8			30
47	Задолженность по платежам в государственные целевые фонды	700				308	129
48	Задолженность по оплате труда	720	307	1257,4	5171	1820	2992
49	Текущая часть долгосрочных обязательств	750			1171	308	
50	Прочие кредиторские задолженности	760	225	112,4	1140	967	
51	Итого по разделу II	770	2055	4559,2	9716	4045	5381
52	Всего по пассиву баланса	780	115250	122835,7	1409552	1407068	1574697

*без переоценки по Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан от 26.12.2000 г. №500.

Использование компьютера для определения теоретических линий тренда в анализе и прогнозировании

Существующая на предприятиях всех организационно-правовых форм система учета и отчетности поставляет работникам, связанным с планированием, анализом хозяйственной деятельности и, в частности, с оценкой предприятия, массу различных данных о показателях работы в разрезе установленных для представления отчетности временных периодов. Чтобы извлечь из нее максимум полезной, но скрытой информации, нужно в процессе обработки статистического материала правильно применять методы математической статистики. Оснащение предприятий современными компьютерами создает практические возможности для широкого применения имеющихся в составе их типового программного обеспечения методов математической статистики для обработки данных. Научные основы этого процесса под разным углом зрения изложены в многочисленных (частично дублирующих друг друга) трудах ученых-математиков, специалистов по статистике, а также в прикладных исследованиях. При этом каждый автор выбирал удобную для достижения преследуемой цели формализацию задачи и обозначение используемых для ее решения элементов, отличающиеся от используемых другими авторами, что затрудняет применение их методик на практике в других отраслях науки и прикладных целей. С учетом этого обстоятельства мы сочли целесообразным использовать готовые обозначения, содержащиеся в справках к программам вычислений линий тренда. Поэтому использование нашей методики не затруднит восприятие специалиста, обладающего компьютерной грамотностью и окончившего вуз, в котором курс математической статистики преподавался в сильно сокращенном виде или вовсе отсутствовал.

Методика состоит из трех этапов:

1. Анализ выборки данных об исследуемом показателе.

Ежеквартально и за каждый год в целом рассчитываемые органами государственной статистики индексы цен на оптовую продукцию промышленности, по существу, являются агрегатными показателями, сформированными на основе статистической информации многих тысяч предприятий страны по сложной методике. В опубликованном виде ежегодные ин-

дексы представляют собой небольшую выборку, в которой содержится не более 15 членов и анализ их не затруднителен. Сложнее обстоит дело с анализом информации, касающейся курсовой стоимости акций.

На открытом фондовом рынке ведется учет по нескольким десяткам показателей, раскрывающих информацию о заключенных сделках. В ежеквартальном биржевом бюллетене Республиканской фондовой биржи приводятся три группы следующие сведения о первичном размещении пакетов акций за соответствующий отчетный период в разрезе:

- наименование эмитента;
- регион, в котором он размещается;
- номинал акции;
- цена предложения;
- количество акций в выставленном пакете;
- процент, который составляют выставляемые акции от величины уставного фонда;
- сумма предложений акций.

Эти сведения выделены в три группы. В первую группу входят пакеты акций, выставляемые Государственным инвестиционным фондом «Давинком» от имени Госкомимущества Республики Узбекистан за национальную валюту, вторую группу составляют пакеты дополнительных акций, выставляемые эмитентами за национальную валюту. К третьей группе относятся акции, выставляемые «Давинком» за свободно конвертируемую валюту. Вся информация структурирована в таблицы из 60-80 строк, каждая из которых раскрывает предложение или спрос каждого участника фондового рынка, которые в существенной мере зависят от курсовой стоимости акций эмитента. В бюллетене публикуются также сводные показатели о биржевой деятельности за отчетный квартал.

Легко понять неоднородность перечисленных выше показателей и необходимость применения строгого научного подхода к их обработке. Предметом исследования являются выборки в разрезе каждого показателя.

Получение числовых характеристик случайных величин является первым шагом в глубоком и всестороннем исследовании каждой отдельно взятой выборки. Числовые характеристики дают общее представление о средних размерах, о распределении, колеблемости, изменениях и других особенностях исследуемого показателя.

2. Методика расчета линий тренда.

Компьютер для вычисления линий тренда использует следующие наиболее распространенные в практике анализа и прогнозирования уравнения. *(Нижеследующее описание их в данном пункте является копией, полученной нами на основе соответствующего запроса из справочной базы компьютера).*

Линейная

Используется для аппроксимации данных по методу наименьших квадратов в соответствии с уравнением:

$$y = mx + b,$$

где: m — угол наклона и b — координата пересечения оси абсцисс.

Полипомиальная

Используется для аппроксимации данных по методу наименьших квадратов в соответствии с уравнением:

$$y = b + c_1x + c_2x^2 + c_3x3 + \ldots + c_6x^6,$$

где b и $c_1 \ldots c_6$ — константы.

Логарифмическая

Используется для аппроксимации данных по методу наименьших квадратов в соответствии с уравнением:

$$y = c \ln x + b,$$

где c и b — константы, ln — функция натурального логарифма.

Экспоненциальная

Используется для аппроксимации данных по методу наименьших квадратов в соответствии с уравнением:

$$y = c\, e^{bx},$$

где c и b — константы, e — основание натурального логарифма.

Степенная

Используется для аппроксимации данных по методу наименьших квадратов в соответствии с уравнением:

$$y = c\, x^b,$$

где c и b — константы.

Значение R-квадрат

$$R^2 = 1 - \frac{SSE}{SST},$$

где:

$SSE = \Sigma (Y_i - \hat{Y}_i)$

и

$$SST = \Sigma(Y_i^2) - \frac{\Sigma(Y_i^2)}{n}.$$

Примечание. Отображаемое вместе с **линией тренда значение величины R-квадрат** не является корректным. Для логарифмической, степенной и экспоненциальной линий тренда в Microsoft Excel используется несколько видоизмененная модель регрессии.

Таковы справочные данные компьютера для пользователей его программного обеспечения.

3. Практическое использование полученных с помощью компьютера уравнений тренда.

3.1. Подготовка информации для обработки с помощью компьютерных программ.

Все подлежащие обработке данные приводятся к табличной форме. В первом столбце размещаются даты наблюдений: годы фиксации индекса оптовых цен промышленности или дни продаж акций. Этот столбец представляет собой независимую переменную (аргумент), который в приведенных выше формулах обозначен ***x***. Надо иметь в виду, что на графике уравнения регрессии, отображающей соответствующий тренд, на оси ***x*** независимая переменная будет обозначена в соответствии с ее обозначениями в столбце ***x*** (годы: 1991, 1992□ 2004 или даты продаж). Но для вычисления теоретического значения по уравнению тренда нужно применять не обозначения ***x*** в этом столбце, а соответствующее каждому ***x*** численное значение порядкового номера в столбце, например, 1999 году в столбце, начинающемся с 1991 года, соответствует $x = 9$, а 2003 год $x = 13$. Для анализа продаж акций на фондовой бирже, чтобы избежать загромождения графика лишней информацией всем даты были присвоены порядковые номера, как представителям упорядоченной выборки. Все номера записываются в отдельный столбец рядом со столбцом дат, и любое число в столбце номеров является значением ***x***, используемым в аналитических и прогнозных расчетах с помощью уравнения тренда.

Во второй столбец таблицы заносятся численные значения зависящей переменной, например, объем сделок с акциями АО 1 или их курсовая стоимость и т.д. В заполненной

таблице не должно быть пробелов, например, нельзя в нее заносить дату, в которой не было сделок с акциями, то есть объем продаж их был равен нулю.

3.2. Анализ вычисляемых компьютером уравнений тренда.

Визуально проверяется степень сглаженности числового ряда по его графику для прямой линии тренда. В случае если результаты обработки не удовлетворительны, осуществляется переход к следующему уравнению и сглаживание повторяется до получения приемлемой степени сглаженности.

Путем сопоставления графика сглаженного ряда с соответствующими графиками из математических справочников делаются предварительные выводы о сходстве.

3.3. Выбор наилучшего аппроксимирующего уравнения тренда для использования в аналитических и прогнозных расчетах.

Механический выбор уравнения тренда прост и не требует профессиональных знаний математической статистики у пользователя. Наилучшему аппроксимирующему уравнению линии тренда соответствует максимальная величина индекса корреляции R^2, показывающего, какая доля изменений y вызвана воздействием на него фактора x.

Недостатком этого метода является следующее:

- в диапазоне эмпирических значений x имеют место отрицательные теоретические значения y, что может обозначать появление сделок с отрицательной стоимостью и не имеет практического смысла. От такого уравнения целесообразно отказаться;

- характер теоретической кривой не соответствует природе исследуемой зависимости. Например, у динамики сделок с акциями мало вероятен степенной или экспоненциальный рост, зато вполне возможно логарифмическое (очень медленное) понижение их стоимости.

При творческом подходе пользователь предварительно изучает природу рассматриваемых показателей, предварительно логически определяет их сущность и характер взаимосвязей между ними. Он ориентируется на ожидаемые формы связей и выбирает из лучших аппроксимаций ту, которая не противоречит природе показателя.

Использование для этой цели персональных компьютеров открывает большие возможности перед практиками, резко

упрощая и ускоряя достижение требуемого результата. Во всех компьютерах Пентиум, начиная с самой первой модели ее под номером 1, имеется программа «Мастер диаграмм». С ее помощью легко рассчитать наиболее часто применяемые в практике уравнения искомых функций, перечисленных выше под номерами 1-5 и

Для использования программы «Мастер диаграмм» необходима компьютерная грамотность, которую можно обрести самостоятельно с помощью широко распространенной литературы и или путем обучения на многочисленных платных курсах.

Хотя компьютер в процессе корреляционно-регрессионной обработки информации безошибочно выполняет свыше 95% всех нужных операций, однако он не в состоянии выявить ошибки, содержащиеся в подготовленных пользователем исходных табличных данных. Поэтому полезно подвергать их самостоятельной проверке достоверности, которая состоит из двух шагов.

Первый шаг. Осуществляется визуальный анализ полученных результатов расчета, в ходе которого проверяется близость теоретической линии регрессии к эмпирическим данным обработанной выборки. При наличии опыта легко установить ориентировочно достоверность полученных результатов. Когда же пользователь обнаруживает расхождения между своими интуитивными оценками и качественными показателями обработки информации, то в первую очередь нужно проверить однородность выборки, отсутствие в ней таких показателей, которые резко отклоняются от средних величин (арифметический, гармонической), моды, медианы. Ошибки могут заключаться в неправильном положении запятой, отделяющей дробную часть числа от целой, в смещении показателей относительно положенного им места, неправильном указании знака числа и т.д. Они относятся к категории грубых ошибок и обычно легко выявляются. Подробно методика проверки излагается в теории ошибок, основы которой должен знать каждый исследователь.

Второй шаг. Выполняется контрольная выборочная проверка, цель которой убедиться в отсутствии мелких, не очевидных ошибок, которые по неопытности могли быть допущены пользователем во время обработки информации. Например, в практической жизни редко приходится пользовать-

ся логарифмическими, экспоненциальными, степенными и многочленными полиномиальными уравнениями. Поэтому соответствующий результат обработки данных вселяет некоторую неуверенность у пользователей, которую легко преодолеть путем контрольной проверки. Пример ее приведен в нижеследующем приложении, содержащем все основные результаты обработки данных в настоящей диссертации.

Близость между эмпирическими и теоретическими значениями показателей во всех контрольных расчетах соответствует индексу корреляции R^2, указанному рядом с каждым уравнением регрессии. Тем самым проверку следует считать законченной.

Основные уравнения регрессии и таблицы, сопоставляющие теоретические и фактические значения показателей

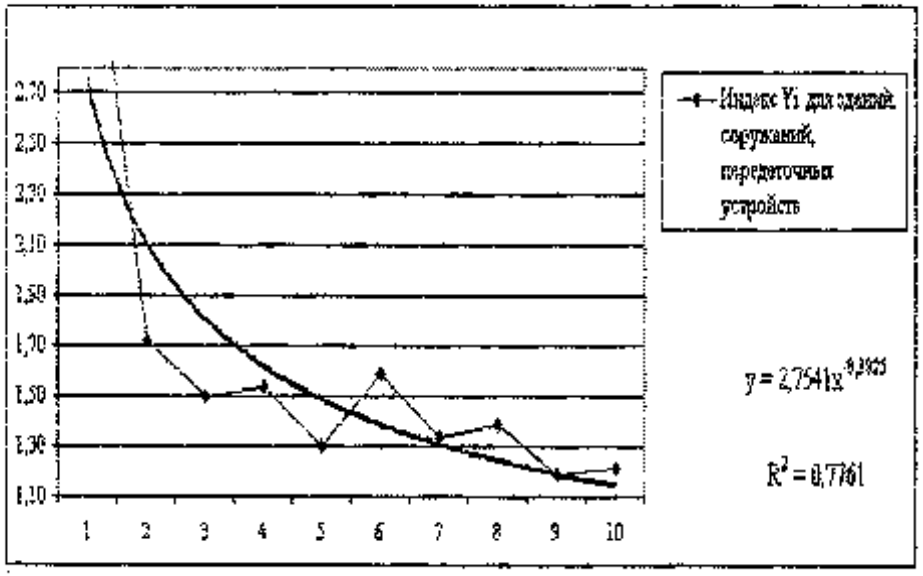


Рис. 2.1.

Годы	Значения X	Индекс Yi для зданий, сооружений, передаточных устройств	Теоретические значения Ŷi
1995	1	3,581	2,7541
1996	2	1,717	2,11269
1997	3	1,499	1,80918
1998	4	1,533	1,62066
1999	5	1,297	1,48807
2000	6	1,589	1,38783
2001	7	1,338	1,30837
2002	8	1,391	1,24322
2003	9	1,186	1,18845
2004	10	1,210	1,14151

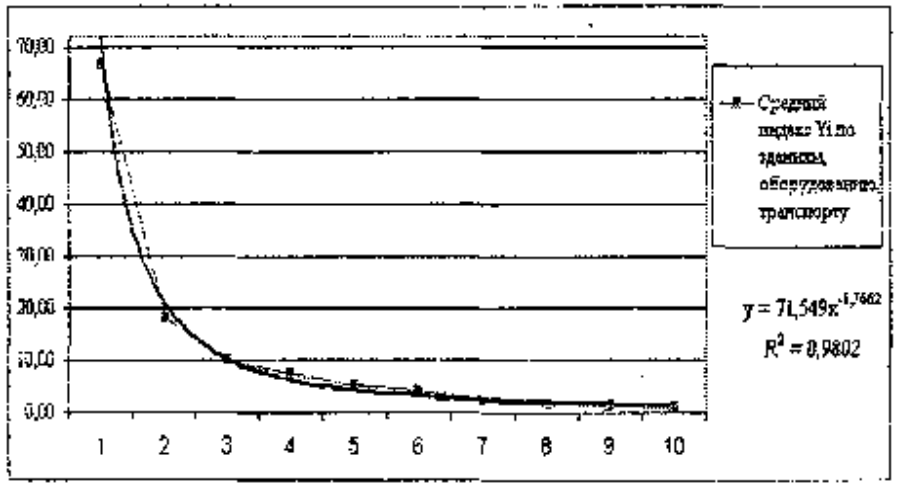


Рис. 2.3.

Годы	Значения X	Средний индекс Yi по зданиям, оборудованию, транспорту	Теоретические значения Ŷi
1995	1	66,790	71,549
1996	2	18,227	21,034
1997	3	10,051	10,278
1998	4	7,302	6,184
1999	5	5,184	4,169
2000	6	4,236	3,022
2001	7	2,313	2,301
2002	8	1,530	1,818
2003	9	1,180	1,476
2004	10	1,113	1,226

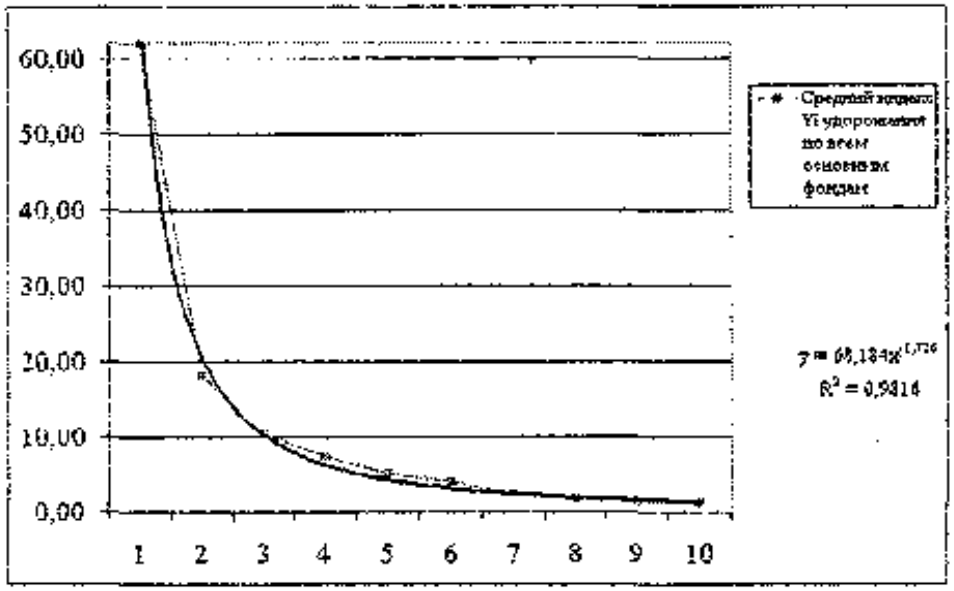


Рис. 2.4.

Годы	Значения X	Средний индекс Yi удорожания по всем основным фондам	Теоретические значения Ŷi
1995	1	61,7997	68,1840
1996	2	18,1336	20,6113
1997	3	10,4491	10,2370
1998	4	7,4156	6,2306
1999	5	5,2637	4,2390
2000	6	4,1308	3,0945
2001	7	2,4037	2,3716
2002	8	1,6338	1,8834
2003	9	1,2428	1,5370
2004	10	1,1226	1,2814

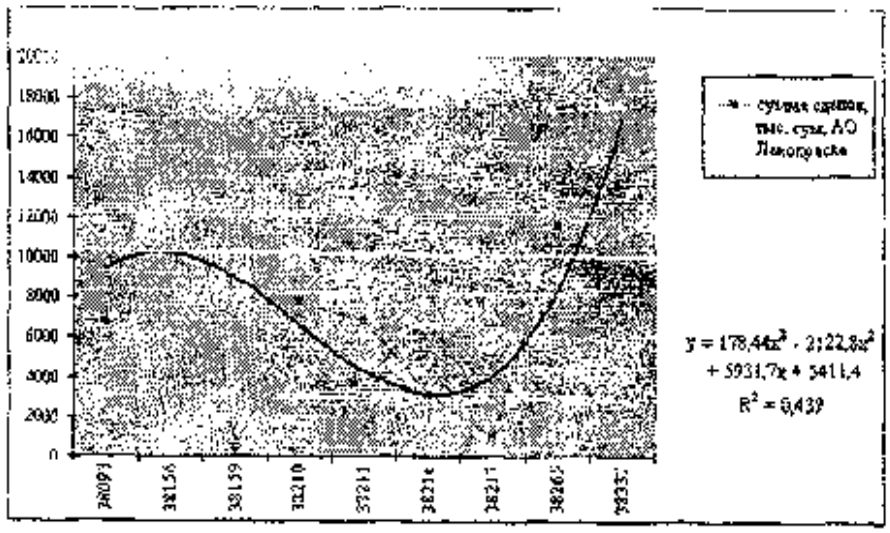


Рис. 2.8.

Дата	Значения X	Сумма сделок, тыс. сум, АО Лакокраска	Теоретическое значение суммы сделок Y, тыс. сум
16.04.04	1	6704,034	9398,74
18.06.04	2	18751,643	10211,12
21.06.04	3	453.824	8919,18
11.08.04	4	7721,086	6593,56
12.08.04	5	6808,373	4304,90
17.08.04	6	3092,689	3123,84
18.08.04	7	963,363	4121,02
05.10.04	8	11663,682	8367,08
16.12.04	9	15799,761	16932,66

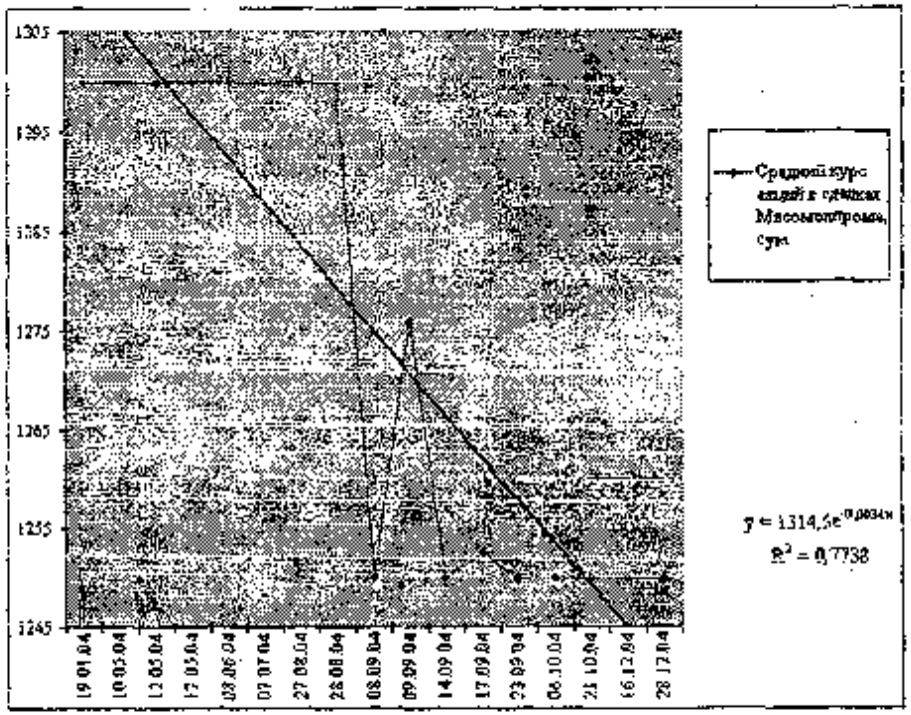


Рис. 2.9.

Дата	Значения X	Средний курс акций в сделках Мясомолпрома, сум	Теоретическое значение суммы сделок Y, тыс. сум
19.01.04	1	1300,0	1310,0
10.05.04	2	1300,0	1305,6
12.05.04	3	1300,0	1301,2
17.05.04	4	1300,0	1296,7
08.06.04	5	1300,0	1292,3
07.07.04	6	1300,0	1288,0
27.08.04	7	1300,0	1283,6
28.08.04	8	1300,0	1279,2
08.09.04	9	1250,0	1274,9
09.09.04	10	1275,9	1270,6
14.09.04	11	1250,0	1266,2
17.09.04	12	1252,5	1261,9
23.09.04	13	1250,0	1257,7
06.10.04	14	1250,0	1253,4
21.10.04	15	1250,0	1249,1
16.12.04	16	1250,0	1244,9
28.12.04	17	1250,0	1240,7

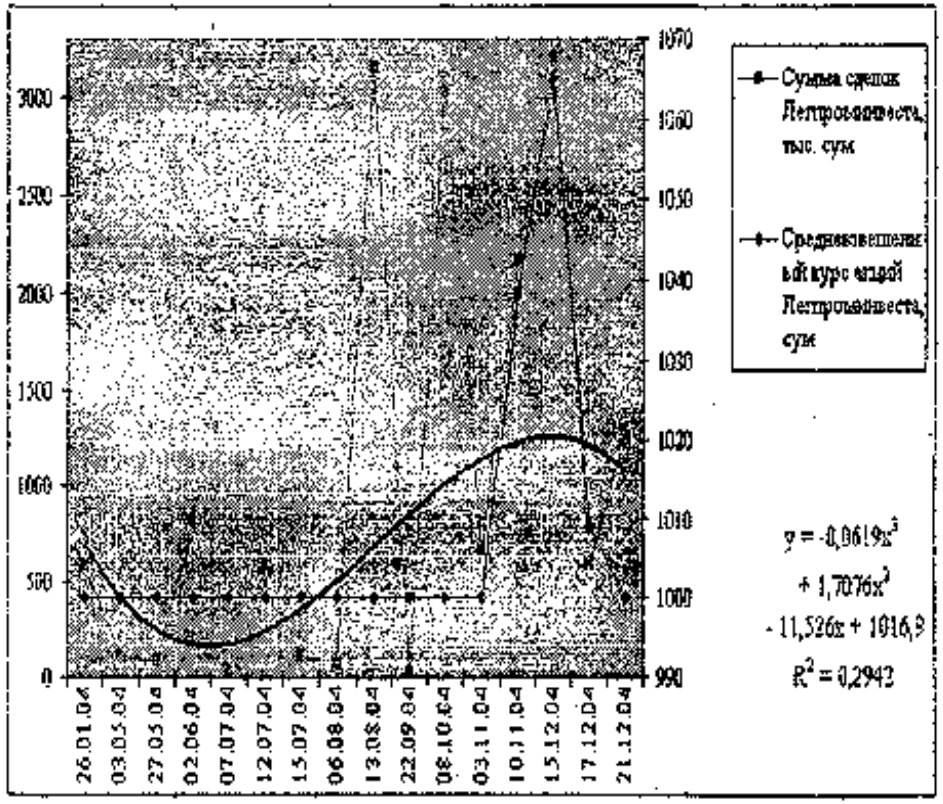


Рис. 2.10.

дата	Значения X	Средневзвешенный курс акций Легпроминвеста, сум	Расчетный курс акций Легпроминвеста, сум
19.01.04	1	1000,00	1007,03
10.05.04	2	1000,00	1000,20
12.05.04	3	1000,00	996,04
17.05.04	4	1000,00	994,18
08.06.04	5	1000,00	994,25
07.07.04	6	1000,00	995,88
27.08.04	7	1000,00	998,70
28.08.04	8	1000,00	1002,33
08.09.04	9	1000,00	1006,41
09.09.04	10	1000,00	1010,56
14.09.04	11	1000,00	1014,41
17.09.04	12	1000,00	1017,59
23.09.04	13	1038,41	1019,73
06.10.04	14	1065,00	1020,46
21.10.04	15	1009,26	1019,40
16.12.04	16	1000,00	1016,18

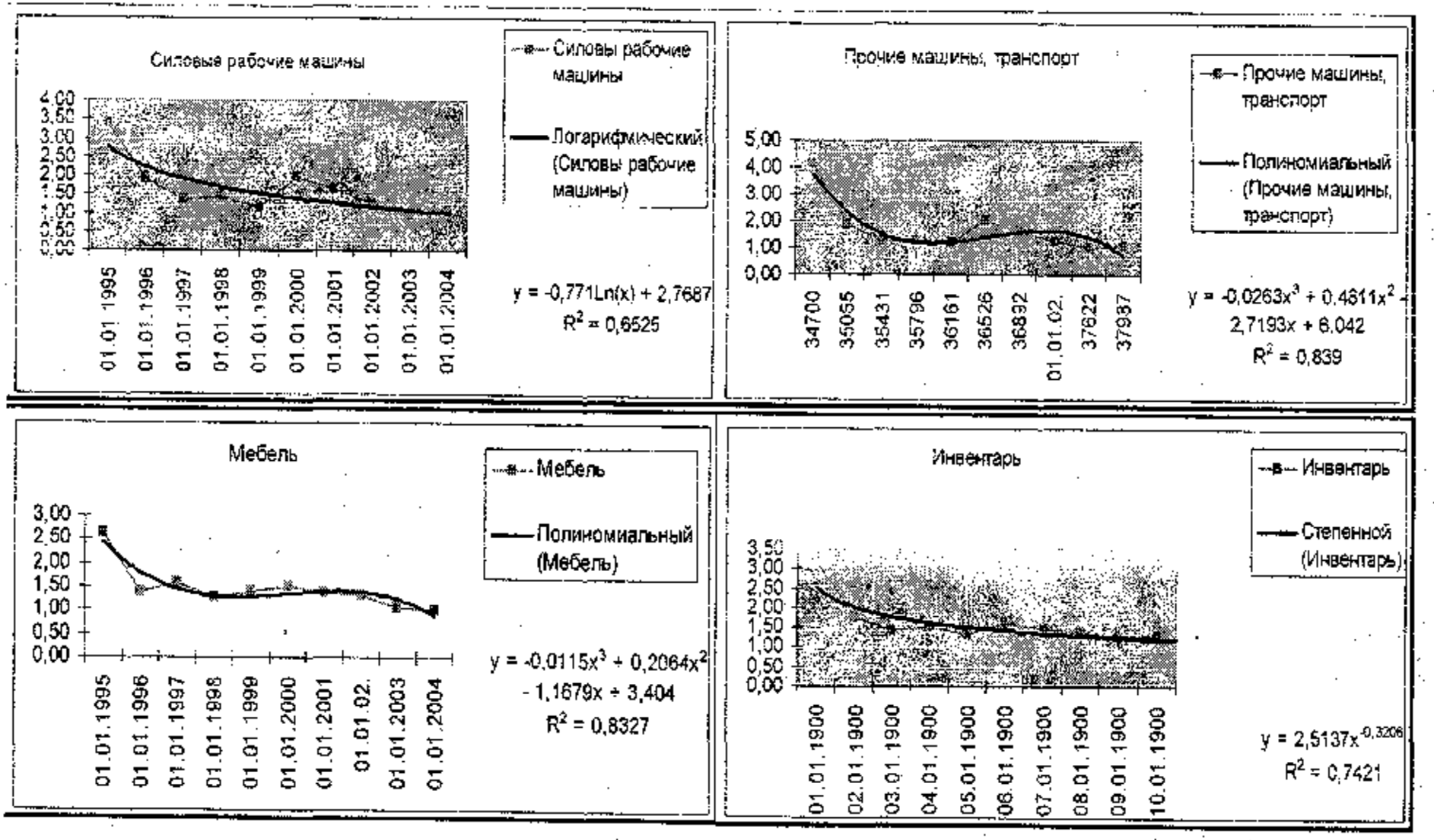


Рис. 2.2. Наилучшие аппроксимации индексов оптовых промышленных цен на силовые рабочие и прочие машины, транспорт, мебель и инвентарь различными типами уравнений регрессии.

Приложение 4
Таблица 2.17

Анализ регулярности сделок с акциями предприятий, отбираемых для инвестирования

	«Toshkent lok-bo'yoq zavodi» ОАЖ	Среднесуточное количество сделок в периоде	АКБ «Пахта-банк»	Среднесуточное количество сделок в периоде	ДАА «Узсуттеутсаноати»	Среднесуточное количество сделок в периоде	«Бизнес-банк» ХЭАТБ	Среднесуточное количество сделок в периоде	СП ОАО «Maishiykimyo»	Среднесуточное количество сделок в периоде	ОАЖ «Узсаноат курилиш банки»	Среднесуточное количество сделок в периоде	«O'zbyojoyjamg'armabank» ДА	Среднесуточное количество сделок в периоде	ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest»	Среднесуточное количество сделок в периоде	АИКБ «Ипак йули»	Среднесуточное количество сделок в периоде	ОАО «Zenit»	Среднесуточное количество сделок в периоде
1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*	*12*	*13*	*14*	*15*	*16*	*17*	*18*	*19*	*20*	*21*
Количество заключенных сделок, всего	231	0,631	118	0,322	49	0,134	42	0,115	40	0,109	35	0,096	28	0,077	26	0,071	25	0,068	22	0,060
В том числе, Январь	0	0,000	3	0,097	2	0,065	0	0,000	0	0,000	5	0,161	2	0,065	2	0,065	0	0,000	0	0,000
Февраль	0	0,000	0	0,000	0	0,000	0	0,000	0	0,000	2	0,069	1	0,034	0	0,000	0	0,000	0	0,000
Март	0	0,000	3	0,097	0	0,000	0	0,000	20	0,667	1	0,032	2	0,065	0	0,000	1	0,032	3	0,097
Апрель	17	0,567	1	0,033	0	0,000	37	1,233	20	0,667	2	0,067	0	0,000	0	0,000	0	0,000	4	0,133
Май	0	0,000	14	0,452	3	0,097	0	0,000	0	0,000	11	0,355	4	0,129	5	0,161	0	0,000	2	0,065
Июнь	52	1,733	9	0,300	1	0,033	0	0,000	0	0,000	9	0,300	2	0,067	2	0,067	0	0,000	0	0,000
Июль	0	0,000	0	0,000	1	0,032	0	0,000	0	0,000	2	0,065	5	0,161	5	0,161	0	0,000	2	0,065
Август	66	2,129	0	0,000	2	0,065	0	0,000	0	0,000	0	0,000	5	0,161	2	0,000	2	0,065	11	0,355
Сентябрь	0	0,000	10	0,333	15	0,500	0	0,000	0	0,000	0	0,000	4	0,133	1	0,033	7	0,233	0	0,000
Октябрь	35	1,129	51	1,645	23	0,742	0	0,000	0	0,000	0	0,000	1	0,032	2	0,065	3	0,097	0	0,000
Ноябрь	0	0,000	16	0,533	0	0,000	0	0,000	0	0,000	0	0,000	0	0,000	3	0,100	1	0,033	0	0,000
Декабрь	60	1,935	11	0,355	2	0,065	5	0,167	0	0,000	3	0,097	2	0,065	4	0,129	11	0,355	0	0,000
Занимаемое место по регулярности сделок		**1**		**2**		**3**		**4**		**5**		**6**		**7**		**8**		**9**		**10**

Приложение 5

Таблица 2.19

Анализ динамики курсовой стоимости акций, сум, 10 самых активных АО г. Ташкента в 2004 г.

	«Toshkent lok-bo'yoq zavodi» ОАЖ	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	АКБ «Пахта-банк»	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	ДАА «Узгуштсутсаноати»	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	«Бизнес-банк» ХОАТБ	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	СП ОАО «Maishiykimyo»	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	ОАЖ «Узсаноат куриляш банки»	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	«O'zuyjoyjamg'armabank» ДА	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	ОАО ФИК «Yengilsanoatinvest»	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	АИКБ «Инак йули»	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %	ОАО «Zenit»	Отношение курсовой стоимости к номиналу, %
1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*	*12*	*13*	*14*	*15*	*16*	*17*	*18*	*19*	*20*	*21*
Номинал акции	1000		1000		1000		1000		1000		1500		1000		1000		100		500	
Среднемесячная курсовая стоимость акции, сум, в т.ч. Январь			1079	107,9	1300	130					1500	100	1000	100	1000	100				
Февраль											1509	100,6	1000	100						
Март			1085	108,5					1032	103,2	1500	100	1000	100			100	100	500	100
Апрель	1013	101,3	1000	100			1000	100	1032	103,2	1500	100							500	100
Май			1000	100	1300	130					1500	100	1062	106,2	1000	100			500	100
Июнь			1000	100	1300	130					1500	100	1000	100	1000	100				
Июль					1300	130					1500	100	1000	100	1000	100			500	100
Август	1013	101,3			1300	130							1000	100	1000	100	100	100	500	100
Сентябрь			1000	100	1253	125,3							1000	100	1000	100	100	100		
Октябрь	1013	101,3	1000	100	1250	125							1000	100	1000	100	100	100		
Ноябрь			1000	100											1029	102,9	100	100		
Декабрь	1013	101,3	1005	100,5	1250	125	1000	100			1570	104,7	1001	100,1	1041	104,1	100,8	100,8		
Средняя курсовая стоимость за год	1013	101,3	1056	105,6	1277	127,7	1000	100	1032	103,2	1507	100,4	1004	100,4	1017	101,7	100,7	100,7	500	100

Олимджан Исаев

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЫНОЧНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Ташкент - Изд-во "Fan va texnologiya" - 2006

Редактор	*К. Авезбаев*
Тех. редактор	*А. Мойдинов*
Корректор	*М. Хаитова*
Компьютерная верстка	*А. Шахамедов*

Разрешено в печать 29.09.2006. Формат 60x84 $^{1}/_{16}$.
Гарнитура «Timez Uz». Печать офсетная.
Усл.печ. лист 10,5. Издат.печ. лист 10,0. Тираж 1000.
Заказ №87. Цена договорная.

Отпечатано в типографии "Fan va texnologiyalar Markazining bosmaxonasi".
700003, г. Ташкент, Алмазар. 171.

6000-22
05.9(2)12
И851



Исаев Олимжон Турдимурадович-кандидат экономических наук. В 1983 году окончил Самаркандский кооперативный институт. Трудовую деятельность начал в Джакском обществе потребсоюзов. С 1994 года по настоящее время продалжает работать в различных органах системы Государственного Налогового Комитета Республики Узбекистан.

На страницах республиканских печатных изданий опубликованы свыше десяти его научных статей.

В 2006 году защитил кандидатскую дисертацию.