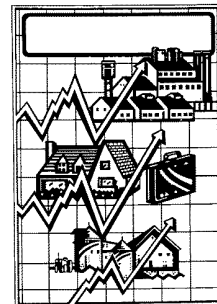


## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ И ПОТРЕБЛЕНИЕ



**И. В. ЩИТНИКОВА**

### **КРИТЕРИИ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

В статье анализируется особенность оценки рыночной стоимости предприятия доходным подходом с применением таких экономических показателей, как доход и валовая добавленная стоимость, которую генерирует организация в своей хозяйственной деятельности, а также различные модели доходного подхода, применяемые в оценочной практике. Проанализирован состав показателей эффективности на уровне отраслей.

**Ключевые слова:** валовая добавленная стоимость; доход; рыночная стоимость предприятия; показатели оценки эффективности; денежный поток.

**УДК** 658.1:330.133

В настоящее время во многих странах СНГ основным методом оценки стоимости промышленных предприятий является затратный. Однако в рыночной экономике потенциальный инвестор не будет инвестировать в бизнес-проект, не убедившись в том, что в будущем периоде, после приобретения предприятия, оно будет приносить доход. Любой инвестор, вкладывающий финансовые ресурсы в организацию, в конечном счете покупает не набор активов, состоящих из зданий, сооружений, машин, оборудования, а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства и получать чистую прибыль. В оценке предприятий существует также понятие «бизнес-линии», под которым понимают совокупность прав собственности, достаточно долгосрочных привилегий и конкурентных преимуществ, специального и универсального имущества, технологий, а также, что немаловажно, контрактов (по закупке покупных ресурсов, аренде имущества, найму работников и сбыту продукции), которые обеспечивают возможность получать денежные потоки и доходы. Бизнес-линии могут служить предметами оценки в качестве: 1) продуктовых линий либо инвестиционного проекта; 2) совокупности контрактов, обеспечивающих закупочные и сбытовые линии бизнеса. Предметом оценки

*Ирина Владимировна ЩИТНИКОВА (ermolovich.71@mail.ru), кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики промышленных предприятий Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).*

может выступать даже отдельный льготный долгосрочный контракт, позволяющий регулярно получать определенные дополнительные доходы или регулярно иметь определенную экономию в затратах.

Одной из главных причин, по которой не используются модели доходного метода при оценке рыночной стоимости предприятия, является неоднозначное определение понятий «доход», «капитализация дохода», «чистый доход», «капитализация прибыли» и др. [1–4.] Методологически не решена проблема, какой обобщающий показатель дохода использовать при оценке рыночной стоимости предприятия и какой — при оценке эффективности его функционирования? С учетом всех сложностей и неопределенностей оценки эффективности представляются наиболее разработанными в плане теории и методологии подходы для отдельных проектов (инвестиционного проекта, модернизации производства и внедрения новой техники, систем учета, анализа исправления и проч.), чем оценка эффективности функционирования предприятия в целом.

Например, для оценки экономической эффективности на уровне государства применяется обобщающий показатель национального валового дохода, на уровне предприятия — показатель прибыли, денежного потока. Существует много частных показателей экономической эффективности деятельности: рентабельность, оборачиваемость, эффективность инвестиций, капиталоемкость, фондоотдача, производительность труда и др.

Вследствие эволюции информационно-экономического развития за последние десятилетия продолжали меняться представления об эффективности. Одно из самых значимых изменений связано с переходом к рыночному развитию экономики. При рыночном методе хозяйствования многие используемые показатели оценки эффективности деятельности предприятия не противоречат друг другу. Однако установить обобщающий показатель для оценки эффективности работы предприятия очень трудно. К тому же он может быть рассчитан по разным методикам. Как отмечается в пункте 13 раздела 3 Российского федерального стандарта оценки (ФСО) № 1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки», «доходный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки» [5]. При этом не обозначено, что считать доходом от основной (текущей, уставной, операционной) деятельности: чистую прибыль, чистый денежный поток или доход в форме дивидендов собственникам или фонд заработной платы работников предприятий с отчислениями.

Понятие «доход» и сам показатель дохода в системе состава показателей оценки эффективности работы отраслей на макроуровне в нормативных документах Республики Беларусь и Российской Федерации не предусмотрен.

Как следствие, в управлении экономикой на микроуровне понятие «доход» и доход как показатель при оценке эффективности функционирования предприятий в качестве обобщающего показателя не используется. Вместо этого применяются показатели выручки от реализации товаров, продукции, работ, услуг в абсолютной сумме; налоги и сборы, включаемые в выручку от реализации товаров, продукции, работ, услуг; выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг (за вычетом налогов и сборов, включаемых в выручку); покупная стоимость товаров; себестоимость реализованных товаров, продукции, работ, услуг; валовая прибыль; управленческие расходы; расходы на реализацию; прибыль, убыток (–) от реализации товаров, продукции, работ, услуг (см. таблицу).

**Состав показателей эффективности на уровне отраслей при оценке рыночной стоимости предприятия и эффективности его использования**

Показатель в моделях оценки рыночной стоимости предприятия доходным методом	На уровне отраслей	На уровне предприятий			
	В статистическом сборнике Республики Беларусь	В бухгалтерской отчетности		В статистической отчетности	
		Показатели ф. 2 «Отчет о прибылях и убытках»	№ стр.	Показатели ф. 12-ф (прибыль) «Отчет о финансовых результатах»	№ стр.
Чистая прибыль	Чистая прибыль	Выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг	010	Выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг	01
Чистая прибыль + амортизация	Объем промышленного производства (в фактически действующих ценах)	Налоги и сборы, включаемые в выручку от реализации товаров, продукции, работ, услуг	011	Налоги и сборы, включаемые в выручку от реализации товаров, продукции, работ, услуг	16
Чистый (свободный) денежный поток	Прибыль от реализации товаров, продукции, работ, услуг (в фактически действовавших ценах)	Выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг (за вычетом налогов и сборов, включаемых в выручку) (стр. 010 – стр. 011)	020	Отсутствует	
Денежный поток для собственного капитала	Рентабельность реализованной продукции, работ, услуг, процентов	Отсутствует		Покупная стоимость товаров	17
Валовой денежный поток	Рентабельность активов	Себестоимость реализованных товаров, продукции, работ, услуг	030	Себестоимость реализованной продукции, работ, услуг	18
Добавленная стоимость		Валовая прибыль (стр. 020 – стр. 021 – стр. 030)	040	Отсутствует	
Рентабельность капитала и др.		Управленческие расходы	050	Отсутствует	
		Расходы на реализацию	060	Отсутствует	
		Прибыль (убыток) от реализации товаров, продукции, работ, услуг (стр. 020 – стр. 030 – стр. 050 – стр. 060)	070	Прибыль, убыток (–) от реализации товаров, продукции, работ, услуг (стр. 01 – строки 16, 17, 18)	19

Как видно из таблицы, при оценке рыночной стоимости предприятия используются показатели: чистая прибыль, амортизация, чистый свободный денежный поток, денежный поток для собственного капитала, валовой денежный поток, добавленная стоимость, рентабельность капитала. Из перечислен-

ных выше показателей, используемых при оценке рыночной стоимости предприятия, в статистической форме отчетности по форме 12-ф, представляемой предприятиями за каждый месяц, и бухгалтерской отчетности по форме № 2, представляемой ежеквартально, вместо показателя «доход» используются и показатель «выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг»; «валовая прибыль», «прибыль от реализации товаров, продукции, работ и услуг». Показатель «доход» отражает величину выручки от осуществления основных видов экономической деятельности предприятия, указанных в его учредительных документах.

Как следствие, при оценке рыночной стоимости предприятия используются многие показатели без акцента на обобщающий характер и без учета особенностей методики его расчета по данным работы конкретных предприятий, представляемых в отчетах.

В связи с этим появилась необходимость в основном комплексном показателе, оценивающем эффективность деятельности предприятия и учитывающем взаимодействие со всеми другими заинтересованными сторонами процесса производства и реализации продукции, которые могут приносить доходы в будущем. Таким показателем является максимизация стоимости предприятия путем увеличения дохода всем участникам производства. Подход к оценке этого дохода в условиях рыночного способа хозяйствования выражает соотношение между рыночной стоимостью предприятия и доходами, полученными собственниками, работниками предприятия и государством, плюс стоимость чистых активов, способных генерировать доходы в будущем путем притока денежных средств.

В рыночной экономике определена цель деятельности предприятия как максимизация рыночной стоимости. Основные факторы создания стоимости — это денежный поток, который учитывает изменчивость внешних и внутренних факторов и взаимодействие с конкурентами.

В условиях централизованного управления, когда все факторы производства принадлежат государству, проблема эффективности представлена задачами интенсификации производства и ростом производительности, максимизацией объема прибыли и добавленной стоимости в условиях выполнения утвержденных заданий. Прибыль на уровне предприятий нормируется и ее максимизация основана на увеличении объема выпускаемой продукции или минимизации совокупных затрат при стабильных ценах. В этих условиях максимизация прибыли происходит не для того, чтобы увеличить конкурентоспособность продукции относительно других предприятий, а для того, чтобы в условиях устойчивых цен и нормативов выполнить плановый объем выпуска продукции.

В рыночных условиях хозяйствования проблема выбора критериев оценки эффективности работы предприятия становится острой вследствие большого разрыва между спросом и предложением. Поэтому прибыль не может полно выражать реальный конечный результат деятельности предприятия и его производственных структур. Прибыль также не может в полной мере учитывать реальные потребности интенсивного развития предприятия. Увеличение прибыли возможно и при большой изношенности основных средств и при выпуске устаревшей, но дешевой продукции, что имеет место в Республике Беларусь. Возникает ситуация, когда показатель прибыли не является обобщающим показателем на микро- и макроуровне. Это неизменно приводит к такому интегральному показателю, как валовая добавленная стоимость в реализованной продукции, формируемая в настоящее время на уровне отраслей и всего народного хозяйства.

Валовая добавленная стоимость должна формироваться как разность между реализацией товаров, продукции, работ, услуг и потребленными материальными затратами.

Как показало исследование, в основных моделях оценки рыночной стоимости предприятия понятие «доход» и доход как показатель эффективности работы предприятия используется крайне редко (рис. 1).

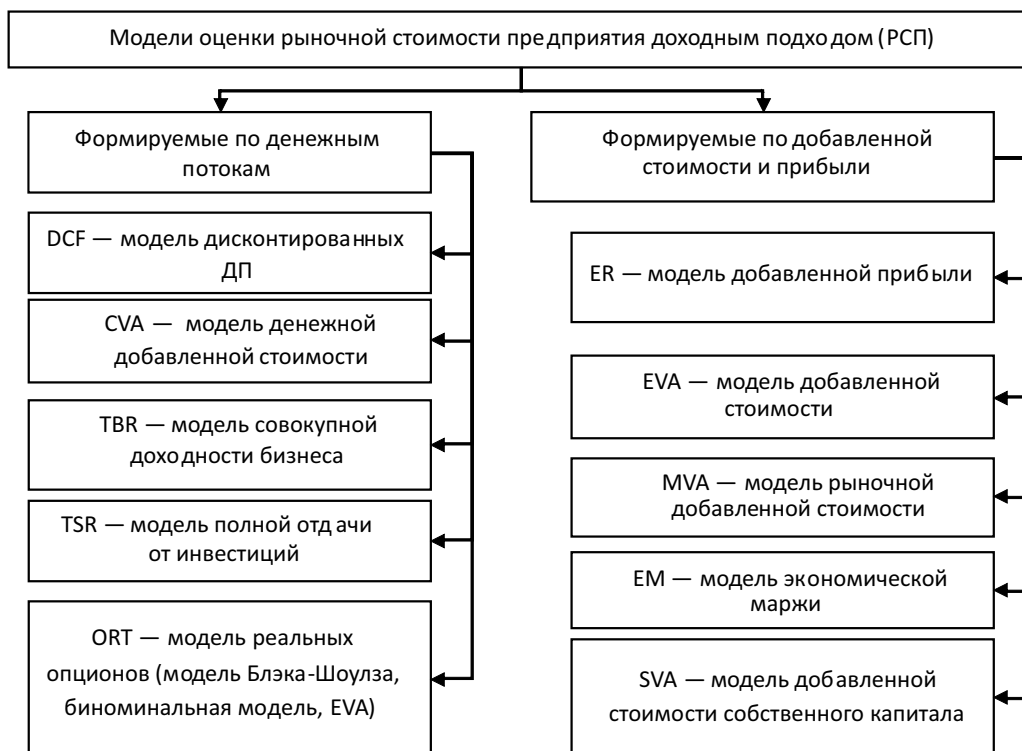


Рис. 1. Модели доходного подхода к оценке рыночной стоимости предприятия

Понятие «доход» размыто по причине использования в моделях других показателей, таких как денежный поток, дисконтированный денежный поток, валовой денежный поток, прибыль, чистая прибыль, прибыль до налогообложения, прибыль после налогообложения, добавленная стоимость, денежная добавленная стоимость и др. (рис. 1). В нормативных документах Республики Беларусь по разработке бизнес-планов и оценке эффективности работы предприятий в качестве показателей дохода используются: прибыль, чистая прибыль от реализации товаров, продукции, работ, услуг; валовая прибыль, рентабельность.

Изучение различных точек зрения ученых-экономистов по раскрытию экономической сущности понятия «доход» показало, что большая часть из них может быть сгруппирована по нескольким показателям: по показателю вновь созданной стоимости (это доход после уплаты всех налогов); по показателю притока денежных средств или получению материальных ценностей, обладающих денежной стоимостью; по показателю увеличения экономических выгод в результате роста активов или погашения обязательств, обеспечивающих увеличение собственного капитала.

Валовой доход в основном приравнивается к прибыли от реализации, в основе определения которой положена выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг. Использование в большинстве моделей оценки рыночной стоимости предприятия доходным методом показателя выручки от реализации

продукции, работ и услуг как исходного показателя для расчета прибыли вряд ли правомерно, так как полная величина выручки зависит:

во-первых, от выбранного метода ее учета («по оплате» или «по отгрузке»), а следовательно, от этого зависит степень обеспеченности ее денежными средствами. Вот почему принимать всю выручку за приток денежных средств при определении чистой прибыли, рассматриваемый в большинстве моделей, неправомерно;

во-вторых, в состав выручки от реализации продукции, работ и услуг включены и материальные затраты, приобретенные со стороны. При их удельном весе в себестоимости промышленных предприятий 60–90 % эти расходы нельзя признавать притоком денежных средств и считать доходом. Наоборот, это расходы, т. е. отток денежных средств. Вследствие этого 50–90 % затрат на материалы, топливо, энергию, комплектующие в составе себестоимости реализованной продукции, работ, услуг вряд ли правомерно считать доходом. Последний по своей сущности должен обеспечить доход всем участникам производства: работникам предприятия, собственникам капитала, государству.

Ответить на вопрос, что же считать доходом при оценке рыночной стоимости предприятия и при оценке экономической эффективности его функционирования, возможно только исходя из факторов производства. По нашему мнению, доход предприятия целесообразно приравнять к валовой добавленной стоимости. Именно в этом показателе отражается эффективность функционирования предприятия, так как в нем *реализуются все факторы производства (земля, труд, капитал), а также экономические интересы всех участников производства: собственников капитала, работников предприятия и интересы государства. По этим принципам должен формироваться и доход как показатель валовой добавленной стоимости в реализованной продукции.*

Исходя из определения добавленной стоимости, последняя формируется на стадии производства и реализуется на конечной стадии кругооборота средств в составе показателя реализации продукции. В ее слагаемые включаются расходы на заработную плату, отчисления на социальное страхование, амортизация, чистая прибыль (рис. 2). Поэтому именно добавленная стоимость должна быть приравнена к доходу, способному генерировать денежные средства в процессе производства, реализации произведенной продукции (работ, услуг) потребителям. Следовательно, исходя из экономической сущности понятия «добавленная стоимость», правомерно приравнять ее к понятию «доход».

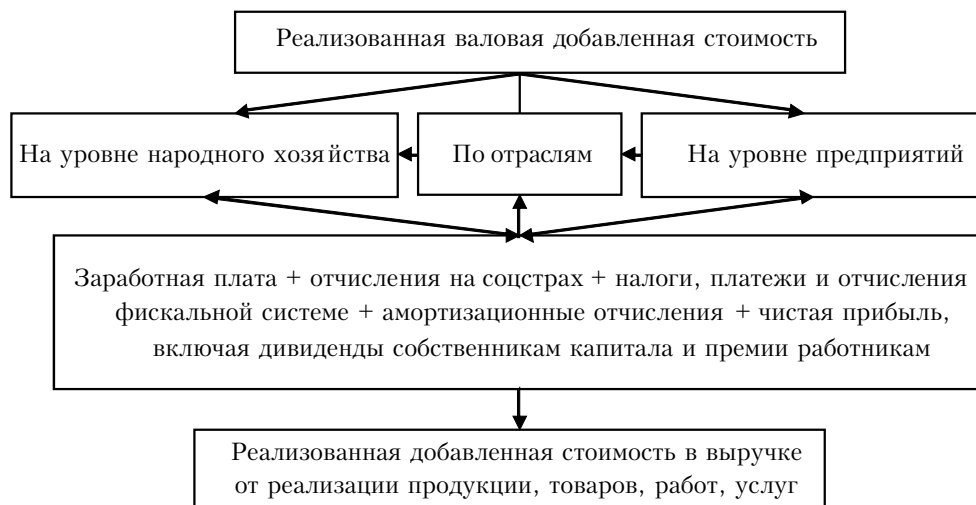


Рис. 2. Формирование добавленной стоимости

При этом необходимо решить вопрос по формированию слагаемых дохода. В большинстве моделей по оценке рыночной стоимости предприятия доходным подходом слагаемым добавленной стоимости является чистая прибыль (модель EVA, SVA). Вместе с тем чистая прибыль предприятия является лишь незначительной частью дохода, поскольку для работников предприятия доходом является заработная плата и отчисления в социальные фонды, для собственников капитала — дивиденды, выплачиваемые из чистой прибыли, и амортизационные отчисления для обновления производственного потенциала; для государства — налоги и сборы из выручки и прибыли.

Такой подход к формированию дохода при оценке рыночной стоимости предприятия имеет ряд преимуществ:

во-первых, заработная плата и отчисления от нее, налоги и платежи фискальной системе из выручки, чистой прибыли и др. обеспечены реальными денежными средствами. Чистая прибыль и амортизация по своей экономической сути должны формироваться в составе притока денежных средств через себестоимость реализованной продукции, являющейся неотъемлемой частью притока денежных средств от реализации продукции, работ, услуг;

во-вторых, через этот показатель дохода комплексно учитываются экономические интересы работников, собственников капитала и государства;

в-третьих, рекомендуемый показатель дохода позволяет обеспечить взаимосвязь показателей эффективности функционирования предприятий с показателями эффективности на уровне отраслей и всей экономики страны в целом;

в-четвертых, именно такой подход к формированию показателя дохода позволяет определить рыночную стоимость предприятия с точки зрения наполнения ее реальными денежными средствами через генерацию добавленной стоимости в денежный поток.

Из изложенного выше следует, что рекомендуемый показатель дохода характеризуется способностью реально генерировать денежные потоки и увеличивать капитал, учитываемый в процессе формирования рыночной стоимости предприятия. Это соответствует и экономической сущности основных моделей формирования рыночной стоимости предприятия. Если определять доход как валовую добавленную стоимость по объему производства, то добавленная стоимость в произведенной, но не реализованной продукции по своей экономической сущности представляет расходы, а не вновь созданную стоимость, обеспечивающую приток денежных средств предприятию. Вместе с тем затраты на заработную плату, отчисления на социальное страхование, амортизацию представляют собой доход в виде притока денежных средств, используемых для реализации интересов работников предприятия, собственников капитала и государства. Валовая добавленная стоимость в притоке денежных средств будет характеризовать доход на уровне предприятия, отрасли и всего народного хозяйства. Этим будет обеспечиваться не только взаимосвязь показателей эффективности функционирования предприятия с показателями оценки его рыночной стоимости, но и будет формироваться новый показатель эффективности — рыночная стоимость предприятия.

### **Литература и электронные публикации в Интернете**

1. Статистический ежегодник Республики Беларусь 2018 г. / Национальный статистический комитет Республики Беларусь ; редкол.: И. В. Медведева (пред.) [и др.]. — Минск : Нац. стат. ком. Респ. Беларусь, 2018. — 600 с.
2. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) : СТБ 52.1.01-2017. — Введ. 04.03.17 (с отменой на территории Респ. Беларусь СТБ 52.1.01.-2011). — Минск : Белорус. гос. ин-т стандартизации и сертификации, 2017.

3. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Общие положения : СТБ 52.0.01-2017. — Введ. 04.03.17 (с отменой на территории Респ. Беларусь СТБ 52.1.01.-2011). — Минск : Белорус. гос. ин-т стандартизации и сертификации, 2017.

4. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Термины и определения : СТБ 52.0.02-2017. — Введ. 04.03.17 (с отменой на территории Респ. Беларусь СТБ 52.1.01.-2011). — Минск : Белорус. гос. ин-т стандартизации и сертификации, 2017.

5. Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» [Электронный ресурс]. — 2017. — Режим доступа: [http://www.labrate.ru/20070720\\_prikaz\\_mert\\_256\\_fso-1\\_appraisal-approaches.htm](http://www.labrate.ru/20070720_prikaz_mert_256_fso-1_appraisal-approaches.htm). — Дата доступа: 22.10.2017.

---

**IRYNA SHCHYTNIKAVA**

---

***CRITERIA FOR ENTERPRISE  
MARKET VALUE FORMATION***

---

**Author affiliation.** *Iryna SHCHYTNIKAVA* (ermolovich.71@mail.ru), *Belarus State Economic University (Minsk, Belarus)*.

**Abstract.** The article analyzes a peculiarity of assessing the market value of the enterprise using the income approach and applying such economic indicators as income and gross value added, generated by the entity in its economic activity. Various models of the income approach used in valuation practice are examined. The composition of performance indicators at the level of industries is analyzed.

**Keywords:** gross value added; income; market value of the enterprise; performance indicators; cash flow.

UDC 658.1:330.133

---

*Статья поступила  
в редакцию 11. 05. 2020 г.*

**ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ЦЕНТР БГЭУ  
представляет**

**Королёнок, Г. А.**

**Менеджмент торговли, общественного питания и недвижимости : учеб.  
пособие / Г. А. Королёнок. — Минск : БГЭУ, 2019. — 210 с.**

Учебное пособие подготовлено для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению «Коммерческая деятельность и рынок недвижимости». Может быть использовано при подготовке специалистов по другим экономическим специальностям.