

---

# ДОХОД ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ОСНОВОПОЛАГАЮЩИЙ ПОКАЗАТЕЛЬ ЕГО РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ

*А.А. Мозжухин*

**Ключевые слова:** модели оценки стоимости предприятий, доход, капитализация дохода, чистый доход, капитализация прибыли, объект оценки, общеэкономические показатели.

Актуальность исследования моделей по оценке стоимости предприятий доходным методом обусловлена происходящими процессами акционирования и приватизации предприятий в Республике Беларусь и странах СНГ. Так, удельный вес частной собственности в общем количестве функционирующих предприятий Республики Беларусь в 2009 г. составил 91,7 %, по объему промышленной продукции – 69,3 % [3, с. 323].

В настоящее время в этих странах 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 предприятие после приобретения будет приносить доход. Любой инвестор, вкладывающий финансовые ресурсы в предприятие, в конечном счете, покупает не набор активов, состоящих из зданий, сооружений, машин, оборудования, а поток будущих доходов, позволяющих ему окупить вложенные средства и получать чистую прибыль. 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. Методологически не решена проблема того, какие обобщающие показатели дохода использовать при оценке рыночной стоимости предприятия и эффективности его функционирования. С учетом всех сложностей и неопределенностей оценки эффективности наиболее разработанными в плане теории и методологии представляются подходы для отдельных проектов (инвестиционного проекта, модернизации производства и внедрения новой техники, систем учета, анализа исправ-

ления 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 другие.

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 отмечено 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» [2]. При этом не обозначено, что считать доходом от основной (текущей, уставной, операционной) деятельности: чистую прибыль, чистый денежный поток, доход в форме дивидендов собственникам или фонд заработной платы работников предприятий с отчислениями.

В Инструкции по оценке предприятий как имущественных комплексов (бизнеса) (утв.

пост. Госкомитета по имуществу Республики Беларусь № 70 от 09.09.2008 г.) при доходном методе оценки рыночной стоимости предприятия вместо показателя «доход» используются показатели денежного потока, бездолгового денежного потока, свободного денежного потока, чистая прибыль, амортизация, прирост чистого оборотного капитала [1, с. 80–81].

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 предусмотрены. Так, в разделе «Основные социально-экономические характеристики» Статистического ежегодника Республики Беларусь с 2000 по 2010 гг. показатель дохода отсутствует. Вместо него приводится показатель прибыли в экономике [3, с. 32]. В слагаемых счета «Образования доходов по отраслям» представлены показатели: валовая добавленная стоимость, валовая прибыль, оплата труда, валовые смешанные доходы [3, с. 302–303]. Отсутствует показатель дохода и в разделе «Общеэкономические показатели» [3, с. 309]. Так, в подразделе 14.1.1 «Основные показатели работы промышленности» при оценке эффективности работы отраслей предусмотрены показатели:

- объем промышленного производства (в фактически действовавших ценах), млрд. руб.;
- прибыль от реализации товаров, продукции, работ, услуг (в фактически действовавших ценах), млрд. руб.;
- рентабельность реализованной продукции, работ, услуг;
- снижение (–), повышение (+) затрат на тысячу рублей продукции (в фактически действовавших ценах), в процентах к предыдущему итогу [3, с. 309].

Кроме приведенных выше показателей, в разделе «Финансы и кредит» статистического ежегодника дополнительно рекомендуются при оценке эффективности работы отраслей исчислять статьи:

- «Чистая прибыль или чистый убыток – сумма финансового результата от видов деятельности, операционных и внереализационных доходов за вычетом расходов, а также за вычетом начисленных налогов и сборов, платежей и расходов, произведенных из прибыли» [3, с. 467];
- «Рентабельность активов» [3, с. 468].

Как следствие, в управлении экономикой на микроуровне понятие «доход» и доход как показатель при оценке эффективности функционирования предприятий в качестве

обобщающего не используется. Вместо него 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. табл.).

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 перечисленных выше показателей 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 показатели выручки от реализации товаров, продукции, работ, услуг; валовая прибыль, прибыль от реализации товаров, продукции, работ и услуг. Указанные показатели отражают величину выручки от осуществления основных видов экономической деятельности предприятия, указанных в его учредительных документах.

Вследствие этого при оценке рыночной стоимости предприятия используются многие показатели без акцента на обобщающий характер и без учета особенностей методики его расчета. Это указывает на необходимость введения основного комплексного показателя, оценивающего эффективность деятельности предприятия и учитывающего 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.

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

| В соответствии с Инструкцией по оценке предприятий как имущественных комплексов | На уровне отраслей  | На уровне предприятий   |        |  |        |
|---|---|---|--------|--|--------|
|   |   | в бухгалтерской отчетности  |        | в статистической отчетности  |        |
| В моделях оценки рыночной стоимости предприятия доходным методом                | В статистическом сборнике Республики Беларусь   | Показатели ф. 2 «Отчет о прибылях и убытках»  | № стр. | Показатели ф. 12-ф(прибыль) «Отчет о финансовых результатах»   | № стр. |
| Чистая операционная прибыль   | Чистая прибыль от всех видов деятельности   | 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   |   | Управленческие расходы  | 050    | отсутствует  |        |
| и др.   |   | 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 минус строки 16, 17, 18) | 19     |
|   |   | Чистая прибыль (убыток) (от всех видов деятельности)  | 300    |  |        |

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 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 конку-

рентоспособность продукции относительно других предприятий, а для того, чтобы в условиях устойчивых цен и нормативов выполнить плановый объем выпуска продукции.

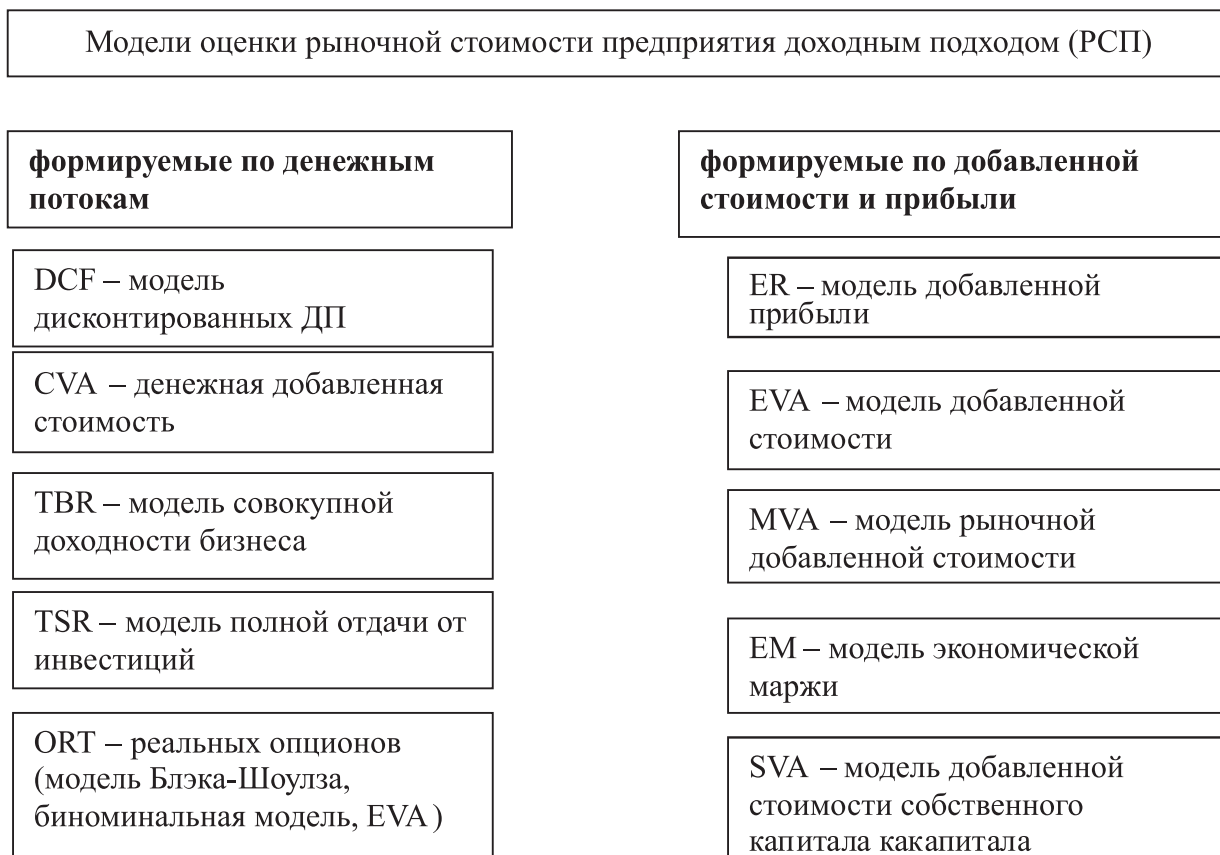
В рыночных условиях хозяйствования проблема выбора критериев оценки эффективности работы предприятия становится острой вследствие большого разрыва между спросом и предложением. Поэтому прибыль не может полно выражать реальный конечный результат деятельности предприятия и его производственных структур. 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 Республики Беларусь. Возникает ситуация, когда показатель прибыли не является обобщающим на микро- и макроуровнях. 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 реализа-

цией товаров, продукции, работ, услуг и потребленными материальными затратами.

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



**Рисунок 1 – Модели доходного подхода к оценке рыночной стоимости предприятия**

Понятие «доход» размыто по причине использования в моделях таких показателей, 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 их часть может быть сгруппирована по нескольким показателям:

- по показателю вновь созданной стоимости «Это доход после уплаты всех налогов» (4, с. 75);
- по показателю «притока денежных средств или получению материальных ценностей, обладающих денежной стоимостью» (5, с. 118);
- по показателю «увеличения экономических выгод в результате роста активов или погашения обязательств, обеспечивающих увеличение собственного капитала» (6, с. 587–588).

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. По этой причине принимать всю выручку за приток денежных средств при определении чистой прибыли, рассматриваемый в большинстве моделей, неправомерно;

– во-вторых, в составе 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, то есть отток денежных средств. Как следствие, 50–90% затрат на материалы, топливо, энергию, комплекующие 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.

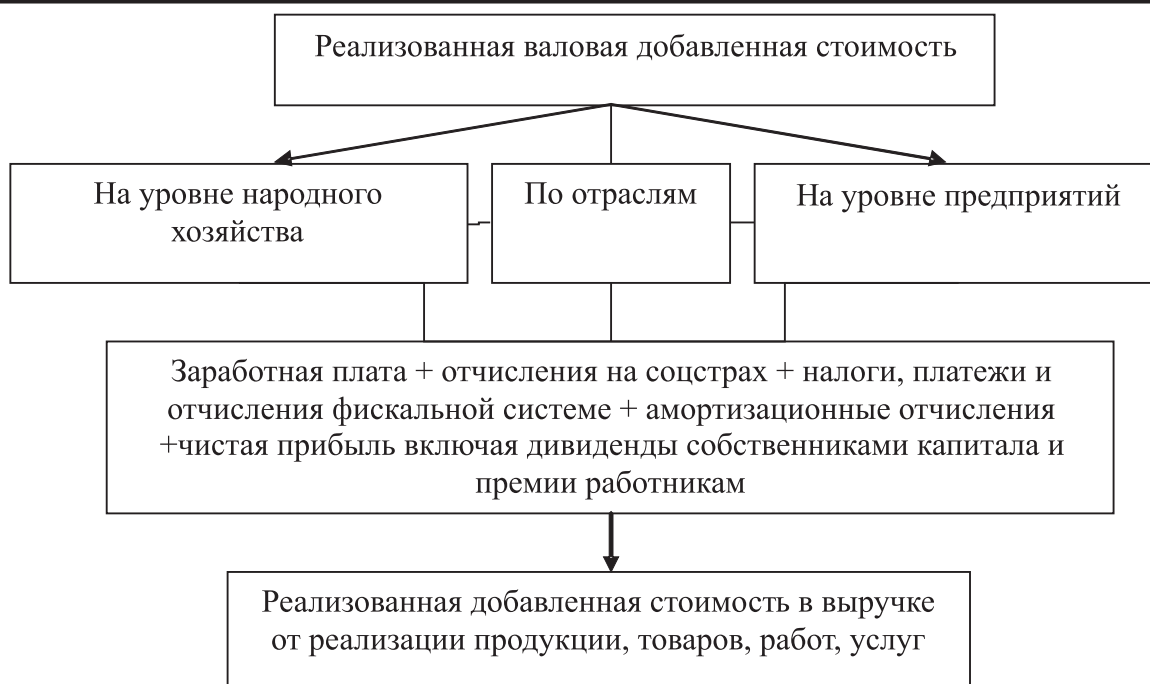
Таким образом, доход предприятия целесообразно приравнять к валовой добавленной стоимости. Именно в этом показателе отражается эффективность функционирования предприятия, так как в нем реализуются все факторы производства (земля, труд, капитал), а также экономические интересы всех участников производства: собственников капитала, работников предприятия и интересы государства. По этим принципам должен формироваться и доход как показатель валовой добавленной стоимости в реализованной продукции

В настоящее время при оценке эффективности предприятия показатель дохода, приравненный к валовой добавленной стоимости, в качестве обобщающего не используется. На уровне отраслей и всей национальной экономики показатель валовой добавленной стоимости используется [3, с. 280; 300–302]. Однако в расчет принимается не объем реализации, а объем произведенной продукции [3, с. 280]. Расчет валовой добавленной стоимости в реализованной продукции характеризует приток денежных средств через показатель реализации. В сложившейся практике оценки

эффективности работы предприятий по показателям объема производства продукции, работ, услуг (именно показатели производства доводятся до предприятий в качестве государственных заданий) реализованная продукция не используется как обобщающий показатель эффективности их функционирования. Вместе с тем обобщающим показателем эффективности работы всего народного хозяйства и отраслей является именно валовая добавленная стоимость. В связи с этим назрела практическая необходимость формировать объективную информацию об эффективности работы предприятий, акционерных обществ, корпораций, холдингов по единым методологическим принципам с формированием показателей эффективности отраслей. Одним из таких принципов является гармонизация показателей оценки эффективности на уровне предприятий с показателями эффективности работы отраслей, с показателями оценки эффективности предприятий при оценке их рыночной стоимости.

Денежные потоки при оценке эффективности работы предприятия и отраслей в настоящее время не используются. Приводятся только сравнительная характеристика притока и оттока денежных средств, то есть источники поступления денежных средств и основные направления их использования. Вместе с тем при оценке рыночной стоимости предприятия доходным методом используются показатели валового денежного потока, дисконтированный денежный поток, денежный поток для собственного капитала, чистый денежный поток.

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».



**Рисунок 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 – лишь незначительная часть 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 посредством генерации добавленной стоимости в денежный поток.

Следовательно, 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. Вместе с тем затраты на заработную плату, отчисления на социальное страхование, амортизацию представляют собой доход в виде притока денежных средств, используемых в интересах работников предприятия, собственников капитала и государства. Валовая добавленная стоимость в притоке денежных средств будет характе-

ризовать доход на уровне предприятия, отрасли и всей национальной экономики. Этим будет обеспечиваться не только взаимосвязь показателей эффективности функционирова-

ния предприятия с показателями оценки его рыночной стоимости, но и формироваться новый показатель эффективности – рыночная стоимость предприятия.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Инструкция по оценке предприятий как имущественных комплексов (бизнеса): постановление Совета Гос. комитета по имуществу Респ. Беларусь от 09.09. 2008 г., № 70 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2008. – 8/19487.
2. Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» [Электронный ресурс]. – 2010. – 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: 22.10.2010.
3. Статистический ежегодник Республики Беларусь 2010 г. / Нац. стат. ком. Респ. Беларусь; редкол.: В.И. Зиновский [и др.]. – Минск: НСК Респ. Беларусь, 2010. – 600с.
4. Белобрыкина, М.И. Налоговое время: измерить и облегчить: измерение налоговой нагрузки хозяйствующими субъектами / М.И. Белобрыкина // Российское предпринимательство. – 2008. – № 11.
5. Современный экономический словарь / под ред. Б.А. Райзберга – 6-е изд., перераб. и доп. – М.:ИНФРА-М, 2008. – 512с.
6. Экономика предприятия: учеб. для вузов / под ред. проф. В.Я. Горфинкеля. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 767 с.

## РЕЗЮМЕ

По результатам сравнительного анализа показателей эффективности, используемых при формировании рыночной стоимости предприятия и при оценке эффективности его функционирования, с научной и практической точек зрения, обоснована целесообразность использования единого обобщающего показателя. В качестве последнего рекомендуется показатель валовой реализованной добавленной стоимости, генерирующей приток денежных средств для реализации интересов всех участников производства в форме оплаты труда с отчислениями, чистой операционной прибыли, амортизационных отчислений на воспроизводство основных средств и нематериальных активов.

## SUMMARY

According to the results of the comparative analysis of performance indicators used in the formation of the market value of enterprise and in assessing the effectiveness of its operation, from a scientific and practical point of view, the reasonability and appropriateness of a single integrated universal performance indicator has been proved and justified. As a final indicator the gross realized value added was recommended and put forward, as it generates the cash inflow for actualizing the interests of all manufacturing participants, which takes the form of wages with the necessary deductions and charges, net operating profit, depreciation charges on reproduction of fixed and intangible assets.

\* Статья поступила в редакцию 17 января 2011 г.