

ISSN 2073-039X



НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

Выходит 4 раза в месяц

# ЭКОНОМИЧЕСКИЙ <sup>®</sup> АНАЛИЗ *теория и практика*

- Оценка стоимости фармацевтической компании
- Модернизация методологии оценки конечных результатов и эффективности общественного развития
- Анализ неравномерности развития муниципальных образований региона
- Взаимосвязь между экономическим ростом и качеством окружающей среды



**43** (394) – 2014  
**НОЯБРЬ**

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: *теория и практика* <sup>®</sup> – является зарегистрированным товарным знаком

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)

# ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

теория  
и практика

ISSN 2311-8725 (Online), ISSN 2073-039X (Print)

## СОДЕРЖАНИЕ

### МЕТОДЫ АНАЛИЗА

*Балашиов А.И., Арсентьева И.Э.* Обоснование методического подхода к оценке стоимости фармацевтической компании ..... 2

*Виноградова Н.А.* Модернизация методологии оценки конечных результатов и эффективности общественного развития ..... 14

### ПОТЕНЦИАЛ РЕГИОНА

*Чимитдоржиева Е.Ц., Чепик А.Е.* Экономико-статистическая оценка неравномерности развития муниципальных образований региона ..... 28

### ЭКОНОМИКА ПРИРОДОПОЛЬЗОВАНИЯ

*Шкиперова Г.Т.* Анализ и моделирование взаимосвязи между экономическим ростом и качеством окружающей среды (на примере Республики Карелия) ..... 41

### РАЗВИТИЕ АПК

*Пономарченко И.А., Мелихова Л.А., Панова Н.С.* Анализ и динамика развития малых форм хозяйствования Волгоградской области ..... 50

### АНАЛИЗ БУХГАЛТЕРСКОЙ ОТЧЕТНОСТИ

*Греченюк А.В., Греченюк О.Н.* Проблемы и содержание анализа отчета о финансовых результатах ..... 59

Научно-практический и аналитический журнал  
Периодичность – 4 раза в месяц

**43 (394) – 2014 ноябрь**

**Подписка во всех отделениях связи:**

- индекс 81287 – каталог агентства «Роспечать»
- индекс 83874 – каталог УФПС РФ «Пресса России»

**Доступ и подписка на электронную версию –**  
[www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru), [www.dilib.ru](http://www.dilib.ru)

Журнал зарегистрирован в Министерстве Российской Федерации по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций ПИ № 77-11740

**Учредитель:**

ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»

**Издатель:**

ООО «Финанспресс»

**Главный редактор:**

Н.П. Любушин, доктор экономических наук, профессор

**Зам. главного редактора:**

Д.А. Ендовицкий, доктор экономических наук, профессор  
О.О. Зинченко, В.И. Попов

**Редакционный совет:**

И.Н. Богатая, доктор экономических наук, профессор  
Г.Е. Брикач, доктор экономических наук, профессор  
Ю.А. Дорошенко, доктор экономических наук, профессор  
В.Г. Когденко, доктор экономических наук, доцент  
М.И. Кутер, доктор экономических наук, профессор  
М.Ю. Малкина, доктор экономических наук, профессор  
А.А. Мальцев, доктор физико-математических наук, профессор  
С.В. Панкова, доктор экономических наук, профессор  
В.С. Плотников, доктор экономических наук, профессор  
Л.С. Сосненко, доктор экономических наук, профессор  
В.П. Фомин, доктор экономических наук, профессор

**Верстка:** М.С. Гранильщикова

**Корректор:** А.М. Лейбович

**Редакция журнала:**

111401, Москва, а/я 10.

Тел.: +7 (495) 989-96-10

Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»

© ООО «Финанспресс»

Подписано в печать 27.10.2014. Формат 60x90 1/8.

Цена договорная. Объем 8,0 п.л. Тираж 1 170 экз.

Отпечатано в ООО «КТК», г. Красноармейск Московской области.

Тел.: +7 (496) 588-08-66

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций.

Журнал реферируется в ВИНТИ РАН.

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

Статьи рецензируются.

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей.

# ECONOMIC ANALYSIS

theory  
and practice

Analytical and practical journal  
4 issues per month

**43 (394), November, 2014**

**Subscription in all post offices:**

- index 81287 – catalog of agency Rospechat
- index 83874 – catalog UFPS RF Pressa Rossii

**Access and subscription to electronic version –  
www.elibrary.ru**

Registration certificate ПИ № ФС 77-11740 by the Ministry of Press, Broadcasting and Mass Communications of the Russian Federation.

**Founder:**

Publishing house FINANCE and CREDIT

**Publisher:**

Financepress, Ltd.

**Editor-in-Chief:**

Nikolai P. Lyubushin

**Deputy Editors:**

Dmitrii A. Endovitskii, Voronezh State Univ., Voronezh

Oleg O. Zinchenko, Victor I. Popov

**Editorial council:**

Irina N. Bogataya, Rostov State Univ. of Economics, Rostov-on-Don

Georgii E. Brikach, Nizhny Novgorod State Agricultural Academy,

Nizhny Novgorod

Yurii A. Doroshenko, Belgorod State Technological Univ. named after V.G. Shoukhov, Belgorod

Vera G. Kogdenko, National Research Nuclear Univ. MEPhI, Moscow

Mikhail I. Kuter, Kuban State Univ., Krasnodar

Marina Yu. Malkina, Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod,

Nizhny Novgorod

Aleksandr A. Mal'tsev, Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod,

Nizhny Novgorod

Svetlana V. Pankova, Orenburg State Univ., Orenburg

Viktor S. Plotnikov, Russian Presidential Academy of National

Economy and Public Administration, Balakovo Branch, Balakovo

Lyudmila S. Sosnenko, Chelyabinsk State Agroengineering Academy,

Chelyabinsk

Vladimir P. Fomin, Samara State Univ. of Economics, Samara

**Design:** Marina S. Granil'shchikova

**Corrector:** Alla M. Leibovich

**Editorial office:**

111401, P.O. Box 10, Moscow, Russia

Telephone: +7 (495) 989-96-10

Website <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)

© Publishing house FINANCE and CREDIT

© Finanspress, Ltd.

Signed to print 27.10.2014. Format 60x90 1/8. Volume 8,0

Circulation 1 170 Printed in "KTK", Ltd, Krasnoarmeysk, Moscow region.

Telephone: +7 (496) 588-08-66

The journal is recommended by VAK of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of the MPhil and DPhil theses.

The journal is reviewed by the VINITI of the Russian Academy of Sciences. The journal is included in the Russian Science Citation Index Database.

**All articles peer-reviewed.**

ISSN 2311-8725 (Online), ISSN 2073-039X (Print)

## CONTENTS

### METHODS OF ANALYSIS

*Balashov A.I., Arsent'eva I.E.* Justifying a methodological approach to value assessment of a pharmaceutical company.....2

*Vinogradova N.A.* Modernization of methodology to assess the outcomes and effectiveness of social development ..... 14

### REGION'S POTENTIAL

*Chimitdorzhieva E.Ts., Chepik A.E.* Economic-statistical evaluation of development disparity of municipalities in the region .....28

### NATURE MANAGEMENT ECONOMY

*Shkiperova G.T.* Analysis and modeling of relationship between economic growth and environmental quality (the case of the Republic of Karelia) ..... 41

### DEVELOPMENT OF AGRICULTURAL SECTOR

*Ponomarchenko I.A., Melikhova L.A., Panova N.S.* Analysis and dynamics of developing small businesses of the Volgograd region..... 50

### ANALYSIS OF FINANCIAL STATEMENTS

*Grechenyuk A.V., Grechenyuk O.N.* Problems and analysis of profit and loss account.....59

**This publication may not be reproduced in any form without permission.**

**Not responsible for the authors' personal views in the published articles.**

**All rights reserved.**

**Printed in the Russian Federation.**

УДК 336.67

## ОБОСНОВАНИЕ МЕТОДИЧЕСКОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОЙ КОМПАНИИ

**А.И. БАЛАШОВ,**

доктор экономических наук,  
профессор кафедры финансовых рынков  
и финансового менеджмента

E-mail: [aleksey.i.balashov@gmail.com](mailto:aleksey.i.balashov@gmail.com)

**И.Э. АРСЕНТЬЕВА,**

стажер-исследователь  
научно-учебной лаборатории исследований  
корпоративных инновационных систем

E-mail: [Russiafree@mail.ru](mailto:Russiafree@mail.ru)

Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»  
(Санкт-Петербургский филиал)

В статье предложен методический подход к оценке стоимости фармацевтической компании, основанный на концепции добавленной экономической стоимости, позволяющий не только фиксировать текущую цену активов компании, инвестиционных затрат и ожиданий ее инвесторов, но и учитывать макроэкономическую ситуацию на рынке и специфику отрасли. Выявленные особенности мирового фармацевтического рынка (сильная концентрация отраслевой среды, высокая степень капитало- и наукоемкости инноваций, низкая ценовая эластичность спроса на основную массу продукции, доминирование на рынке блокбастерной и дженерической бизнес-моделей, высокая степень регулируемости отраслевой среды) позволили сформулировать гипотезу исследования о положительном влиянии на рыночную стоимость фармацевтической компании величины ее затрат на R&D, а также стоимости находящихся на ее балансе патентов и гудвилла. Регрессионный анализ, проведенный по выборке Top-20 крупнейших

компаний глобальной фармацевтической отрасли за 2013 г., позволил построить и провести оценку нескольких регрессионных моделей, в которых зависимой переменной выступал показатель добавленной экономической стоимости, а объясняющими переменными – компоненты, образующие NOPAT, IC и WACC. Результаты анализа на 5%-ном уровне значимости с коэффициентом детерминации, равным 0,7148, подтвердили выдвинутую гипотезу. Воздействуя на выявленные ключевые факторы стоимости, менеджмент фармацевтической компании получает возможность осуществлять стратегическое управление современным бизнесом, наращивая инвестиционную привлекательность и конкурентоспособность на глобальном рынке.

**Ключевые слова:** фармацевтическая отрасль, концепция управления стоимостью, экономическая добавленная стоимость, ключевые факторы стоимости

## Введение

Условия посткризисного развития современной экономики актуализируют внимание ученых и бизнес-практиков к оценке стоимости компании – ключевому индикатору, характеризующему эффективность ведения бизнеса на рынке. Характерными чертами оценки стоимости компании являются ее многофакторность, разноплановое влияние на нее различных экономических, социально-демографических, политических и иных факторов, учет особенностей оцениваемой компании, а также специфики отраслевой среды.

Применительно к высокотехнологичным отраслям современного бизнеса, к числу которых, без сомнения, относится фармацевтика, последнее обстоятельство оказывается особенно значимым. Рынок фармацевтической продукции, объем которого достиг уже 1 трлн долл., переживает в настоящее время патентный обвал (в 2011–2018 гг. патентной защиты лишатся примерно 35 лекарственных препаратов-блокбастеров с суммарным объемом продаж около 290 млрд долл. [1]), падение отдачи от научно-исследовательской деятельности (по сравнению с 1990-ми гг. число ежегодно выводимых новых лекарственных средств снизилось с 54 до 32) [11], а также усиливающееся ценовое давление на отрасль национальных правительств. Все эти факторы напрямую отражаются на корпоративной стоимости участников фармацевтической отрасли.

Тем не менее, несмотря на наличие в современной экономической науке ряда работ (см., например, работы [2, 4, 8, 9]), посвященных влиянию различных факторов рыночной среды на стоимость компании, исследования, которые учитывали бы специфику управления корпоративной стоимостью в фармацевтической отрасли, в настоящее время отсутствуют. Это обстоятельство определяет актуальность авторского исследования, целью которого являются идентификация ключевых факторов корпоративной стоимости в фармацевтической отрасли и обоснование методического подхода к расчету стоимости глобальных фармацевтических компаний.

## Стоимость компании и подходы к ее оценке

В современных условиях стоимость компании выступает в качестве основного критерия для оценки принадлежащих акционерам активов, а также

кредитоспособности и финансовой устойчивости фирмы со стороны ее потенциальных инвесторов и банков. Различия в целях оценки порождают выделение разных видов стоимости компании: инвестиционной, ликвидационной, балансовой, рыночной и др.

Первая из отмеченных – инвестиционная стоимость – предполагает оценку стоимости компании для конкретного инвестора на основе его индивидуальных требований к качеству инвестиционного проекта. Расчет этого вида стоимости производится на основе прогнозных оценок ожидаемого от проекта потока доходов, примененной ставки дисконтирования, а также связанных с проектом рисков.

Ликвидационная стоимость отражает сумму, за которую совокупные активы компании (включая ее бренд) могут быть с высокой степенью вероятности реализованы в короткий период. Оценка ликвидационной стоимости, как правило, проводится в двух случаях: если компания уже находится под угрозой банкротства или если продолжение дальнейшей операционной деятельности фирмы признано ее собственниками нецелесообразным.

Балансовая стоимость компании, являющаяся интегрированным показателем в традиционном бухгалтерском учете, представляет собой стоимостную оценку материальных активов фирмы, отраженных на ее балансе. Специфика стандартов бухгалтерского учета, не позволяющая учитывать в составе бухгалтерской стоимости нематериальные активы, а также значительную часть обязательств компании, делает категорию балансовой стоимости ограниченной годной для оценки реальной цены компании.

Ограничения этих видов стоимости позволяет избежать показатель рыночной стоимости компании, определяемый как максимальная цена в денежном выражении, которую может принести продажа собственности на открытом и конкурентном рынке при соблюдении всех условий, присущих справедливой сделке, а также при том условии, что продавец и покупатель действуют разумно и со знанием дела, и на цену сделки не оказывают влияния посторонние факторы и стимулы [6, с. 311]. Несмотря на неполную удовлетворенность приведенным определением (например, достаточно сложно себе представить сделку, на цене которой не отразилось бы влияние внешних рыночных факторов, равно как и характеристику рынка слияний и поглощений как полностью открытого и конкурентного, учитывая заведомо ограниченное число его потенциальных



участников), тем не менее в настоящем исследовании будем исходить именно из подобного понимания категории стоимости компании.

В условиях развитого корпоративного сектора экономики на роль основного инструмента финансового управления компанией вместо бухгалтерской модели оценки активов предприятия выдвигается концепция управления стоимостью (Value Based Management, VBM), «заточенная» под максимизацию стоимости публичной компании [7]. Согласно данной концепции стоимость компании представляет собой экономический критерий, отражающий интегральный эффект влияния принимаемых решений на все параметры, по которым оценивается деятельность компании (операционная эффективность, доля рынка и прочность конкурентной позиции, доходы, налоговое бремя, инвестиционные потребности, регулирование и, в конечном итоге, потоки денежных средств и уровень риска), позволяющий ранжировать варианты в ситуации множественного выбора [3]. Как указывает И.В. Ивашковская, концепция управления стоимостью компании стимулирует топ-менеджмент к принятию таких управленческих решений, которые способствовали бы приращению стоимости акционерного капитала [2].

Если в господствовавшей ранее бухгалтерской модели эффективность финансового управления оценивалась как состояние, при котором объем полученной выручки покрывал фактические (явные) затраты, а рентабельность капитала была больше нуля, то в соответствии с концепцией управления стоимостью, учету подлежит суммарная величина явных и альтернативных (неявных) издержек компании. В отличие от бухгалтерской модели оценки стоимости активов предприятия, структура которых в силу устоявшейся технологии и традиционности производимой продукции достаточно стабильна, концепция управления стоимостью ориентирована на оценку стоимости высокотехнологичных инновационных компаний, в структуре активов которых преобладают нематериальные активы (товарные бренды, результаты исследований и разработок и т.д.), а также учет альтернативных возможностей вложения капитала с сопоставимым уровнем риска [5].

В силу изложенных причин в основу рассматриваемого методического подхода к оценке стоимости фармацевтических компаний положена концепция управления стоимостью.

## Специфика фармацевтической отрасли и ее влияние на стоимость компании

Как отмечалось в работе [1], фармацевтика представляет собой одну из наиболее сложных отраслей современной экономики, характеризующуюся высоким уровнем НИОКР и огромными инвестиционными и маркетинговыми затратами, связанными с созданием новых лекарственных препаратов и их доведением до конечного потребителя. Ключевую роль в создании потребительской стоимости в фармацевтической отрасли играют инновационные производственные компании. Перечислим отраслевые особенности фармацевтики, оказывающие влияние на стоимость фармацевтической компании.

Это, во-первых, высокая степень рыночной концентрации, проявляющаяся в том, что несколько десятков транснациональных компаний (так называемая Большая фарма) контролируют значительную часть наиболее высокодоходных сегментов глобального рынка медикаментов. Широта товарного ассортимента и высокая капиталоемкость производства ведут к тому, что в настоящее время ни одна страна мира не производит полностью весь ассортимент необходимых ей лекарственных средств по всем нозологиям (среднемировая доля лекарственных препаратов локального производства, находящихся в национальном лекарственном обороте редко где превышает 30–35%).

Во-вторых, современная фармацевтика является одним из наиболее наукоемких и высокорисковых секторов мировой экономики. Характерная для отрасли высокая степень капиталоемкости инноваций обусловлена как характером проводимых научных исследований по созданию новых, более эффективных и безопасных (обладающих меньшими побочными действиями) лекарственных средств, так и вытекающей отсюда длительностью процесса исследований и разработок (Research and Development, R&D), составляющей порядка 10–15 лет для оригинальных препаратов. Затраты компаний Большой фармы на исследовательскую деятельность (например, в 2013 г. у компании Roche они составили порядка 10,4 млрд, у Pfizer – 6,7 млрд, у Sanofi – 6,5 млрд долл. [13]), а также запатентованные результаты R&D являются одним из ключевых маркеров рыночной стоимости компаний.

В-третьих, основная продукция фармацевтической отрасли – лекарственные средства – характеризуется низкой ценовой эластичностью спроса. В первую очередь это касается жизненно важных и необходи-

мых лекарственных препаратов, регулярный прием которых обеспечивает жизнедеятельность пациента (например, инсулин). В отрасли присутствует дифференцированная ценовая политика на рецептурные и нерепетурные (ОТС); оригинальные (основанные на инновационной технологии, защищенной патентом) и дженерические (потерявшие патентную защиту) лекарственные средства; препараты, стоимость которых возмещается конечным потребителям и невозмещаемые лекарственные средства (препараты «негативного списка»). При этом для сегмента возмещаемых лекарственных средств характерна фактически монополистическая рыночная структура, то есть наличие единственного покупателя – государства либо уполномоченных медицинских страховых компаний, навязывающих производителям лекарственных средств свои ценовые условия в обмен на доступ их препаратов в систему страховой медицины.

В-четвертых, фармацевтическая отрасль функционирует в рамках двух основных бизнес-моделей: блокбастерной, характерной для инновационных лекарственных средств, используемых для курсового лечения пациентов в рамках системы медицинского страхования, и дженерической, предполагающей самостоятельное приобретение пациентами в рамках концепции «ответственного самолечения» преимущественно ОТС-препаратов.

Первая модель предполагает создание инновационных лекарств-блокбастеров по наиболее высокодоходным нозологиям. Затраты на разработку таких препаратов могут достигать 1–1,5 млрд долл., но зато и генерируемый ими в течение срока действия патентной защиты ежегодный денежный поток превышает 1 млрд долл. Базирующаяся на достижениях доказательной медицины и фармакоэкономической оценке лекарственных средств блокбастерная модель вынуждает фармацевтические компании нести огромные затраты на этапе регистрации таких препаратов, доказывая не только эффективность их терапевтического воздействия, но и соответствие цены положительному действию препарата на пациента, а при наличии на рынке аналогичных лекарственных средств – преимуществ регистрируемого препарата по сравнению с аналогами.

Дженериковая модель функционирования фармацевтической отрасли предполагает сосредоточение усилий компании на производстве существенно более дешевых лекарств-копий (дженериков или генериков), т.е. препаратов, создаваемых на основе субстанции оригинального лекарственного средства

с истекшим сроком патентной защиты. В основе скопированного препарата лежит то же действующее активное вещество, что и в оригинальном, но способ производства, состав вспомогательных веществ могут быть другими. В итоге при воздействии на организм пациента дженерический препарат далеко не всегда оказывается равноценным (биоэквивалентным) оригинальному лекарственному средству. Основанная на возросшем в условиях информационного общества уровне осведомленности потребителя о современных методах лечения и развитии сервисов интернет-торговли, дженерическая модель отражает желание современного пациента самостоятельно принимать решения, касающиеся собственного здоровья, стимулируя фармацевтические компании инвестировать значительные средства в формирование корпоративного бренда и развитие коммуникации с пациентским и врачебным сообществом.

И, в-пятых, характерная для отрасли высокая степень регулируемости (с четко прослеживающейся в посткризисные годы тенденцией дальнейшего усиления ценового и антимонопольного контроля) объясняется помимо социальной значимости обрабатываемого в ней товара еще и тем, что больше половины всего мирового потребления лекарственных средств финансируется сегодня из бюджетных и страховых фондов. Для оценки стоимости фармацевтической компании эта особенность может интерпретироваться как фоновый фактор, влияющий на рост отклонения рыночной стоимости компании от ожидаемых значений.

Идентифицированные на основе проведенного анализа особенности функционирования фармацевтической отрасли позволяют сформулировать гипотезу исследования о положительном влиянии на рыночную стоимость фармацевтической компании величины ее затрат на R&D, а также стоимости находящихся на ее балансе патентов и стоимости бренда самой компании. Отмеченные отраслевые особенности требуют учета при выборе наиболее подходящего метода расчета стоимости фармацевтической компании.

### **Обоснование выбора и алгоритм использования модели EVA для оценки стоимости фармацевтических компаний**

В рамках концепции VBM наряду с классической моделью дисконтированного денежного