Осипов Ярослав Игоревич
аспирант, Московский государственный университет экономики, статистики и информатики, начальник экономического отдела, ЗАО «ГлобалЭнергоТрейд»
yiosipov@gmail.com

Оценка стоимости компании с помощью экономической и бухгалтерской прибыли

Аннотация

В работе рассмотрены способы определения экономической прибыли компаний, а также проблемы, связанные с оценкой стоимости компаний при использовании бухгалтерской и экономической прибыли.

Ключевые слова: стоимость компании, экономическая прибыль, бухгалтерская прибыль, хозяйственные операции, привлекательность компании

Одной из первых современных концепций оценки стоимости компании стало измерение экономической прибыли (EP – economic profit) и выработка мер по управлению компанией на основе стоимостных оценок капитала. Концепция оценка стоимости компании на основе экономической прибыли исходит из теоретической предпосылки, что прибыль является мерой вознаграждения такого специфического фактора производства как предпринимательская деятельность. Как известно, прибыль является разностью между доходом и полными издержками. Учет дохода не вызывает проблем, но какие расходы составляют полные издержки компании?

С позиций ведения бухгалтерского учета в издержки должны быть включены денежные расходы на приобретение основных и оборотных средств, выплату заработной платы. Это явные издержки, осуществляемые компанией при взаимоотношении со сторонними контрагентами рынка. Внешние или бухгалтерские издержки включают в себя только видимые, учитываемые денежные затраты. Поэтому бухгалтерская прибыль (BP – book profit) равна соответственно выручке за вычетом внешних или бухгалтерских затрат.

Поскольку вознаграждение за использование каждого фактора стоимости соответствует предельному вкладу в создание продукта, поэтому оно должны быть включено в издержки. Это внутренние или скрытые издержки компании.

Согласно экономической теории внутренние издержки рассматриваются с точки зрения альтернативной стоимости упущенных возможностей. Любой

инвестор, выбирая сферу приложения капитала, сравнивает альтернативные варианты с позиций ожидаемых прибылей и выбирает наиболее приемлемый вариант. Так, выбрав точку приложения капитала он отказывается от альтернативных вариантов и эти упущенные возможности получения дохода в других сферах будут составлять внутренние издержки компании, которые еще называют затратами обратной связи.

Внутренние и внешние издержки – это экономические издержки, которые несет компания, осуществляя свой бизнес. Тогда экономическая прибыль образуется в том случае, если доходность капитала компании превышает все издержки как внешние, так и внутренние, включая в последнем случае и нормальную прибыль на капитал (упущенная возможность) в размере банковского процента.

Информация о состоянии рынка и экономическая прибыль

Экономическая прибыль возникает только при таком состоянии рынка, когда есть свобода для перелива капитала из одного сектора экономики в другой, то есть когда существуют альтернативные варианты приложения капитала. Отсутствие динамики рынка свидетельствует о том, что перед нами рынок совершенной конкуренции, где альтернативы приложения инвестиций отсутствуют, и условия вхождения в рынок определены. Существует полная определенность в вопросе состояния рынка.

Сверхприбыль создается в условиях асимметричности информации между участниками рынка, которая порождает неопределенность на рынке, либо существует слишком большой контроль над производством и ценами в результате монополизации рынка. На неопределенность состояния рынка влияют процессы инновационного характера, диверсификация бизнеса, перестройка, сговор о разделе рынка и т.д. Именно все эти условия, связанные с неопределенностью состояния рынка, порождают экономическую прибыль. Но период получения экономической прибыли кратковременен. Рано или поздно в результате конкурентной борьбы информация о состоянии рынка доходит до всех участников, рынок на какое-то время переходит в статичное, равновесное состояние и образование ненулевой экономическая прибыль прекращается. Стремление получить экономическую прибыль в результате конкурентной борьбы толкают экономику вперед к постоянному росту и развитию.

В работе компании следует различать бухгалтерскую и экономическую прибыль. В бухгалтерском учете превалирует операционный подход к формированию прибыли. Когда прибыль создается за счет изменения активов и пассивов компании, бухгалтерия проводит эти изменения через хозяйственные операции на соответствующие бухгалтерские счета только на стадии реформации баланса. До этого момента точно сказать о состоянии дел относительно дохода/убытка просто невозможно. То есть с точки зрения бухгалтерского учета сначала должна произойти хозяйственная операция по изменению актива или пассива, чтобы отразить образовавшийся доход или прибыль на бухгалтерских счетах.

Бухгалтерская прибыль и рыночная оценка компании

Но потенциальных инвесторов интересует в большей мере, во-первых, точ-

ность измерения прибыли и, во-вторых, размер дивидендов, который они могут получать в будущем на вложенный в дело капитал. Таким образом, для целей управления стоимостью компании инвестор больше заинтересован в грамотном менеджменте, положительной динамике курса акций и как следствие всего этого – в экономической прибыли (2).

Бухгалтерская прибыль является результатом проведения всевозможных хозяйственных операций и сопоставления выручки с затратами компании, а экономическая прибыль – полноценная, результирующая оценка функционирования компании. Так, если оценивать компанию на основе бухгалтерской модели (book accounting), то оценка актива равна:

$$A = LI + CAP, \qquad (1)$$

где

A – активы компании (assets);

LI – обязательства (liabilities), включающие и бухгалтерскую прибыль BP;

CAP – уставный капитал (capital)

Исходя из теоретических обоснований, экономическая прибыль равна потоку денежных средств минус альтернативные денежные потоки (4). Поэтому при рыночной оценке компании в уравнение должен добавиться компонент актива (внутренние издержки – IA – input assets) такой, что может принести компании добавочный доход, тогда уравнение приобретает вид:

$$\overline{A} + IA = \overline{LI} + \overline{CAP} \quad (2)$$

где

IA – неосязаемый актив, который может включать в себя страховку, лицензии, ноу-хау, имидж компании (goodwill) и т.д.;

$\overline{A}$, $\overline{LI}$, $\overline{CAP}$ – соответствующие рыночные оценки активов и пассивов компании.

Поскольку источником образования актива IA является экономическая прибыль EP (LI = EP + LI), уравнение рыночной оценки компании можно представить следующим образом:

$$\overline{A} = EP + LI + \overline{CAP} - IA = PC + EP, \quad (3)$$

где $PC = \overline{CAP} + LI - IA$ – чистый акционерный капитал компании.

Разные принципы создания бухгалтерской и экономической прибыли

Различные подходы в понимании принципов создания бухгалтерской и экономической прибыли можно выразить следующими соотношениями:

$$BP = S - EX - BA, \qquad (4)$$

$$EP = S - EX - EA, \qquad (5)$$

где S –выручка компании (sales);

EX – издержки или расходы компании (expenses);

BA, EA – соответственно бухгалтерская и экономическая амортизация (amortization);

BP, EP – соответственно бухгалтерская и экономическая прибыль.

экономическая прибыль возникает только при таком состоянии рынка, когда есть свобода для перелива капитала из одного сектора экономики в другой

на неопределенность состояния рынка влияют процессы инновационного характера, диверсификация бизнеса, перестройка, сговор о разделе рынка и т.д.

Используя данный подход, следует вывод, что различие между бухгалтерской и экономической прибылью состоит в методе исчисления амортизации. При расчете бухгалтерской прибыли BP применяется линейная модель амортизации, используя метод пропорционального или ускоренного способа начисления амортизации, расчет экономической прибыли EP основан на нелинейной модели амортизации с использованием прогрессивного способа начисления амортизации (3).

Другой подход в формировании EP предполагает учет внереализационных изменений (внутренние издержки – IA) активов в прошлом, текущем и будущем финансовых периодах функционирования компании, в котором, кроме того, учитывается гудвилл компании:

$$EP = BP + \Delta IA_t - \Delta IA_{t-1} + \Delta IA_{t+n}, \qquad (6)$$

где

ΔIA_t, ΔIA_{t-1}, ΔIA_{t+n} – внереализационный прирост активов в отчетном, прошлом и будущих периодах.

Положительная динамика прибыли существенным образом влияет на принятие решения инвестором о покупке акций компании, курс которых также растет с ростом прибыли. Увеличение прибыли на одну акцию, обуславливающий рост дивидендов, приводит к увеличению привлекательности компании, привлечению инвестиций и как общий итог экономический рост. Поэтому модели оценки стоимости компании, опирающиеся на экономическую прибыль, исходят из принципов:

– *во-первых,* что в модель включается остаточная балансовая стоимость компании;

– *во-вторых,* компания обладает активами, способными создавать экономическую прибыль;

– *в-третьих,* если происходит постоянное приращение экономической прибыли, то этот поток EP должен быть приведен к единому времени оценки, средствами дисконтированной ставки капитализации экономической прибыли.

Стоимость компании с учетом упущенных возможностей

С учетом вышеизложенных подходов исчисления EP-модель оценки стоимости компании на основе экономической прибыли (V_E – economic value) принимает следующую форму:

$$V_E = BV_{equity_0} + \frac{EP_1}{(1+K_E)} + \frac{EP_2}{(1+K_E)^2} + \ldots \frac{EP_t}{(1+K_E)^t}$$

$$V_E = BV_{equity_0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EP_t}{(1+K_E)} \qquad (7)$$

где

V_E – оценка стоимости компании, определяемая по экономической прибыли EP;

BV_{equity_0} – остаточная балансовая стоимость компании (book value);

K_E – ставка дисконтирования экономической прибыли EP. При известной ставке дисконтирования R и долгосрочного роста экономической прибыли g величину K_E определяется как: $K_E = R - g$. Очевидно, что дисконтированная величина EP по своему экономическому содержанию должна совпасть с изменениями активов компании:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{EP_t}{(1 + K_E)^t} =$$

$$= \text{BP} + \Delta IA_t - \Delta IA_{t-1} + \Delta IA_{t+n} \quad (8)$$

Ключевым в концепции экономической прибыли является фиксация разграничения между бухгалтерской и экономической прибылью. С экономической точки зрения компания будет реально считаться прибыльной, если доход будет не только покрывать производственные и операционные издержки компании, но и будет достаточен, чтобы обеспечить нормальную доходность на инвестированный капитал и начать новый инвестиционный цикл приложения капитала. При определении экономической прибыли исходят из того, что она исчисляется с учетом внешних (бухгалтерских) издержек и альтернативной стоимости упущенных возможностей (внутренних издержек) компании.

Литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2006.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2005.

РП

Yaroslav I. Osipov
Postgraduate Student, Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics; Head of Economic Department, GlobalEnergoTrade CJSC

Company's Evaluation through Economic and Accounting Profit

Abstract

The work examines the ways to determine economic profit of companies as well as their problems associated with companies' evaluation when using accounting and economic profit.

Keywords: value of company, economic profit, accounting profit, business operations, attractiveness of company