СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ И ПРИБЫЛИ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА.

Лугаськова М.А.

Россия, г. Самара, Самарский национальный исследовательский университет имени академика С.П. Королёва

Аннотация: В статье проанализированы показатели денежных потоков и прибыли в оценке стоимости бизнеса. Неточный выбор показателей может привести к искажению результата при оценке стоимости бизнеса. На основе проведённого анализа был сделан вывод об использовании данных показателей.

Ключевые слова: денежный поток, прибыль, добавленная акционерная стоимость, денежная рентабельность инвестиций, добавленная денежная стоимость .

Существует множество различных показателей, позволяющих оценивать стоимость бизнеса. Проблемой является выбор показателя, который наиболее точно отражает текущее состояние предприятия. Каждый из них имеет свою область применения, собственные недостатки и достоинства, но однозначно сказать, что конкретный показатель неадекватен не представляется возможным.

Существуют две группы показателей результатов деятельности предприятия:

1. Показатели денежного потока;

2. Показатели прибыли.

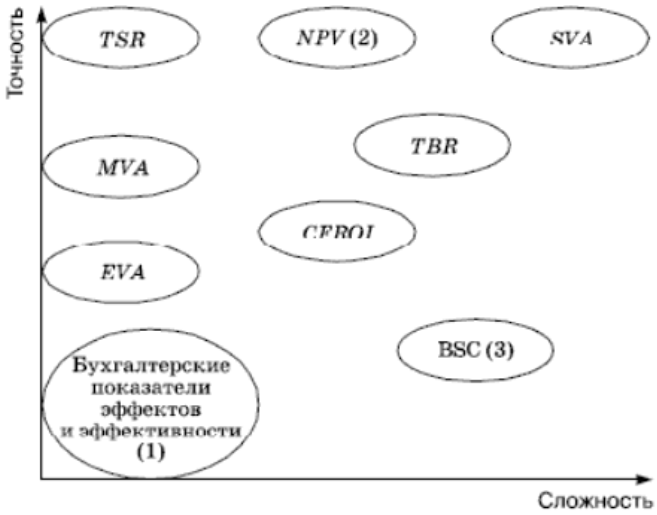
В таблице 1 приведены показатели результатов деятельности предприятия, разделённые по группам.

Таблица 1 – Группы показателей результатов деятельности предприятия, разделённые по группам.

Показатели денежного потока	Показатели прибыли
Денежная рентабельность инвестиций (CFROI); Остаточная прибыль, основанная на рыночных стоимостях (RI^{MV}); Чистый экономический доход (NEI), Добавленная акционерная стоимость (SVA); Добавленная денежная стоимость (CVA); Общая акционерная отдача (TSR); Чистая приведённая стоимость (NPV)	Остаточная чистая прибыль (RE); Остаточная операционная прибыль (ReOI); Добавленная экономическая стоимость (EVA); Добавленная рыночная стоимость (MVA)

С точки зрения результативности показателей, существует несколько подходов к проблеме. Р. Морин и Ш. Джарелл предлагают следующее

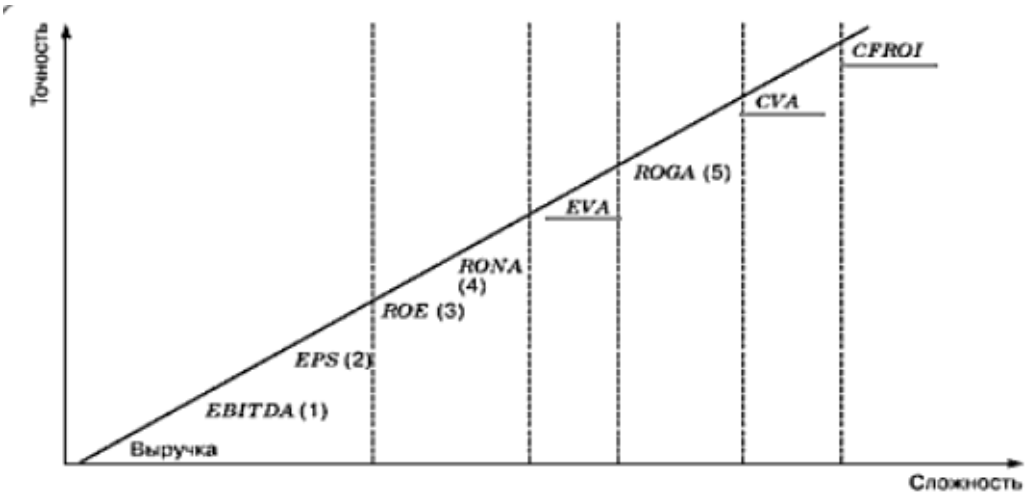
распределение показателей результатов с точки зрения их точности (accuracy) и сложности (complexity). Распределение показателей представлено на рисунке 1.



Обозначения:
(1) Бухгалтерские показатели эффектов и эффективности выражаются, в частности, такими показателями, как *EPS*, *ROE*, *ROA*, *NI*, *EBI* (*NOPAT*) и т. п.;
(2) *NPV* — чистая приведенная стоимость (будущих денежных потоков, остаточных прибылей и т. п.);
(3) *BSC* (Balanced Scorecard) сбалансированная оценка показателей эффективности,

Рисунок 1 – Распределение показателей результатов деятельности предприятия по Р. Морину и Ш. Джареллу. [1]

Более сложное сопоставление показателей результатов по тем же параметрам (точность против сложности), представлено, в частности, Дж. Книгтом. Данное сопоставление представлено на рисунке 2.



Обозначения:
(1) *EBITDA* (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) — доналоговая прибыль до процентных платежей, амортизации и прочих бухгалтерских распределений;
(2) *EPS* (Earnings per Share) — чистая прибыль на акцию;
(3) *ROE* (Return on Equity) — рентабельность собственного капитала;
(4) *RONA* (Return on Net Assets) — рентабельность чистых активов;
(5) *ROGA* (Return on Gross Assets) — рентабельность валовых активов. Данный показатель рассчитывается как отношение валовой операционной прибыли после налогообложения (*GOPAT* — Gross Operating Profit After Taxes) к валовым активам (*GA* — Gross Assets). При этом под *GOPAT* понимается чистая операционная прибыль (*EBI*, *NOPAT*), увеличенная на сумму амортизации, а под *GA* — чистые активы (*NA*), увеличенные на суммы накопленной амортизации.

Рисунок 2 – Сопоставление показателей результатов деятельности предприятия по Дж. Книгту. [2]

По мнению Р. Морину и Ш. Джареллу, добавленная акционерная стоимость (SVA) является наиболее точным показателем. Подтверждением данной точки зрения является то, что данный метод позволяет понять эффективность совершённых инвестиций, учитывая неравномерное распределение суммы добавленной стоимости по годам. Исходя из рисунка, показатели денежного потока, обладают большей точностью и сложностью, в отличие от показателей прибыли.

Другой точки зрения придерживался Дж. Книгт. Его предпочтение отдаётся показателям CVA и CFROI как наиболее трудоёмким и точным. При этом, CFROI является единственным показателем денежном потока, представленным на рисунке.

Несмотря на то, что мнения учёных в том, какой показатель наиболее достоверен не сходится, в одном их взгляды совпадают: бухгалтерские показатели, по определению, не являются конкурентоспособными. Так же, существует еще одна общая тенденция: чем сложнее показатель в расчёте, тем более обоснована его точность с помощью проведённых экономических исследований.

Д.Л. Волков сопоставил показатели по трём критериям:

- Включенность в показатель ожиданий (относительно результатов будущей деятельности;
- Степень сложности показателя (по мнению Д.Л. Волкова, чем сложнее показатель, тем он менее предпочтителен);
- Возможность формирования на основе показателя системы создания общей стоимости (под данным критерием понимается возможность разделения итогового периодического показателя на драйверы и тестирование показателя на сигнализирование об изменение стоимости предприятия).

Выводы Д.Л. Волкова представлены в таблице 2.

В таблице 3 представлен агрегированный сравнительный анализ показателей денежного потока и прибыли, основанный на исследовании Д.Л. Волкова.

Таблица 2 – Сравнение показателей результатов деятельности. [3, с. 247]

Показатели	Параметры сравнения		
	Включенность ожиданий	Степень сложности показателя	Возможность создания системы драйверов
Остаточная чистая прибыль (RE)	Не включены	Низкая.	Высокая
Остаточная операционная прибыль (ReOI)	Включены частично	Низкая.	Высокая
Добавленная экономическая стоимость (EVA)	Включены частично	Среднее. Усложнён из-за корректировок на капитальные эквиваленты	Высокая
Добавленная рыночная стоимость (MVA)	Включены	Среднее. Понимание рыночной стоимости как дисконтированного потока выгод усложняет как расчёт и понимание показателя	Низкая.
Денежная рентабельность инвестиций (CFROI)	Включены	Очень высокая	Низкая.
Остаточная прибыль, основанная на рыночных стоимостях (RI^{MV})	Включены	Высокая.	Средняя
Чистый экономический доход (NEI)	Включены частично через механизм экономической амортизации	Средняя. Сложность в правильном понимании экономической амортизации	Средняя
Добавленная акционерная стоимость (SVA)	Включены	Высокая	Высокая.
Добавленная денежная стоимость (CVA)	Включены частично через механизм экономической амортизации	Средняя	Высокая
Общая акционерная отдача (TSR)	Включены	Низкая	Низкая

Таблица 3 – Сравнительный анализ показателей денежного потока и прибыли

	Показатели денежного потока	Показатели прибыли
Включенность ожиданий	Включены	Включены частично
Степень сложности показателей	Высокая	Среднее
Возможность создания системы драйверов	Средняя	Высокая

Ни одна из рассмотренных схеме сравнения показателей не способна ответить на вопрос, какие показателе наиболее предпочтительны для оценки стоимости бизнеса. Исходя из этого, не существует универсального показателя, который может точно отражать текущую стоимость бизнеса.

При выборе показателей для оценки стоимости бизнеса необходимо учитывать 3 условия:

- Цель оценки;
- Особенности компании;
- Уровень развития компании или отрасли

В свою очередь, изменение каждого из 3-х условий, требует смены моделей оценки, показателей результатов деятельности и их комбинаций.

Список литературы

1. Morin R., Jarell S. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth. N.Y.: McGraw-Hill. 2001.

2. Knight J. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value. N.Y.: McGraw-Hill. 1998.

3. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. — СПб.: Изд-во СПГУ, 2006. 318 с.

COMPARATIVE ANALYSIS OF USING CASH FLOWS AND PROFITS INDICATORS IN ENTERPRISE COST EVALUATION.

M.A. Lugaskova

Russia, Samara National Research University

Annotation: The article analyzes the cash flow and profit indicators in enterprise cost evaluation. Inaccurate indicators selection can lead to a distortion of the result in assessing the enterprise cost. Two methods of formation are considered: direct and indirect. Based on the analysis, usability of these indicators were shown.

Keywords: cash flow, profit, shareholder value added, cash flow return on investment, cash value added.

References

1. Morin R., Jarell S. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth. N.Y.: McGraw-Hill. 2001.

2. Knight J. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value. N.Y.: McGraw-Hill. 1998.

3. Volkov D.L. Teoria cennostno-orientirovannogo menegmenta: finansoviy I buhgalterskiy aspect [Value Based Management Theory: Financial and accountant aspect].- Saint-Petersburg.: SPSU publ., 2006. 318 p.