

ТЕРМИНОЛОГИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ ПРИ ПОСТРОЕНИИ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА В СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКЕ КОМПАНИЙ

Тарасова Ж. Н.

кандидат эк. наук, доцент, Санкт-Петербург, Россия]

АННОТАЦИЯ

Актуальность исследуемого вопроса обусловлена все более активным внедрением концепции VBM (*Value Based Management*) в широкую практику хозяйствования отечественных, в том числе и непубличных, компаний. Однако эффективность реализации концепции (и корректность полученных результатов) зависят от правильной трактовки понятий и использования адекватного инструментария концепции. Анализа базовых понятий стоимостного подхода, таких как *оценка, предмет и объект оценки бизнеса, стоимость бизнеса и стоимость компании уже проведен* [4]. В данном исследовании целесообразно перейти к вопросам, связанным с инструментарием доходного подхода, а именно, методу *DCF-анализа*, который становится все более востребованным в рамках управления, ориентированного на стоимость. Автор проводит детальный анализ трактовки понятий, являющихся компонентами денежного потока, сопоставляет различные показатели прибыли, используемые при его построении, как в целях оценки стоимости бизнеса, так и в целях управления стоимостью.

Ключевые слова: концепция денежных потоков; показатели прибыли; стандарты отчетности; *US GAAP; МСФО; РПБУ*.

TERMINOLOGICAL PROBLEMS IN CONSTRUCTION OF CASH FLOW IN VALUATION OF COMPANIES

Tarasova Zh. N.

PhD Econs, Associate Professor,
St. Petersburg, Russia

Abstract

The relevance of the question under study is due to more active introduction of the concept of VBM (*Value Based Management*) in the broad practice of the domestic, including non-public companies. However, the effectiveness of the implementation of the concept (and the correctness of the results) depends on the correct interpretation of different concepts and use of adequate instrumentation of the VBM concept. An analysis of the basic concepts of the value approach, such as *valuation, the subject and object of the business valuation, the value of the business and the value of the company* has already been carried out by the author. In this study, it is advisable to move on to issues related to the revenue approach,

namely, the *DCF-analysis method*, which is becoming more and more in demand within the framework of value-based management. The author conducts a detailed analysis of the interpretation of the concepts of the cash flow component, compares the various profit indicators used in its construction, both for the purpose of business valuation, and for the purpose of value-based management.

Key words: *concept of cash flow; earnings; accounting standards; US GAAP; IFRS; RAS.*

ВВЕДЕНИЕ

Концепция денежных потоков возникла сравнительно недавно¹, и до сих пор в различных профессиональных областях не выработаны единые понятия, относящиеся к денежным потокам, отсутствует единая терминология, существуют трудности в понимании и трактовке показателей, которые используются при их построении.

1. Характеристика показателей прибыли, используемых при построении денежных потоков

При построении *денежного потока в целях стоимостной оценки* в качестве точки отсчета авторы книг по оценке бизнеса, корпоративным финансам и управлению стоимостью используют разные показатели прибыли: *NOPAT, NOPLAT, EBITDA, EBDIT, EBIT, EBIAT, EBI, E, NI*, и др.

Часто стремление к упрощениям или излишней детализации приводят к ошибкам в конечных результатах расчета стоимости бизнеса, во избежание которых необходимо понимать значение показателей прибыли (и алгоритмы их расчета), на основе которых строится денежный поток в каждом конкретном случае. Проведен анализ терминов.

Помимо стандартных (бухгалтерских) показателей прибыли, в отчетах зарубежных компаний рассчитываются и широко используются в целях финансового анализа и управления стоимостью перечисленные выше показатели. Практика таких расчетов, в особенности в отчетности российских непубличных компаний, отсутствует.

NOPAT (*net operating profit after tax – NOPAT*) - *чистая операционная прибыль после налогообложения* [10], которую называют также *чистой операционной маржой* после уплаты налогов. Этот показатель исто-

¹ Концепция денежных потоков возникла в США в начале 50-х годов XX века.

рически используется в инвестиционном анализе и при оценке рентабельности компании.

NOPLAT (*net operating profit less adjusted tax* — **NOPLAT**) - чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов [6].

Эти показатели применяются при расчете экономической добавленной стоимости — EVA [10] (разработчики модели - консалтинговая компания «Stern Stewart & Co» и Беннет Стюарт), а также при построении денежных потоков консалтинговой компании McKinsey (основные подходы отражены в книге Т. Коупленда [6]). При расчете NOPAT учитывается фактический налог (с учетом процентов, относимых на себестоимость), а для расчета NOPLAT, как и для расчета **EBIT** * (1 - t), — гипотетический, т. е. без учета процентов.

Показатель **EBITDA**² (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) - прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации пришел в российскую микроэкономику из норм мировых стандартов финансовой отчетности. Его можно увидеть при построении денежных потоков в книгах Мартина и Петти [7]. В работах по финансовому менеджменту часто не делают различий между показателями NOPAT, NOPLAT и EBI при построении денежных потоков. Но различия между ними есть, рассмотрим их.

EBI (*Earnings Before Interest*) - чистая прибыль до процентных платежей (чистая операционная прибыль). В другой трактовке - показатель прибыли до уплаты процентов, но после налогообложения [1, с. 9-34]. Показатель используется при построении денежного потока в работах Альфреда Раппапорта (метод добавленной стоимости акционерного капитала (SVA), который сейчас является торговой маркой компании L.E.K. Consulting) [9].

EBIT (*Earnings before interest and tax*) – прибыль до вычета процентов по кредитам и налогов или операционная маржа. Исторически расчет EBIT и EBITDA основан на данных отчетности US GAAP, но показатели не установлены национальными стандартами западных стран в качестве обязательных, и называются *non-GAAP financial measures* («показатели, не являющиеся финансовыми величинами в рамках стандартов US GAAP») [11]. Причем различают как доналоговую операционную маржу — **EBIT**, так и посленалоговую, обозначаемую как **EBIAT** = **EBIT** * (1-t), где t — ставка налога на прибыль. Принципиальная разница между EBIT x (1 - t) и EBIAT состоит в том, что при расчете EBIT x (1 - t) налог на прибыль по номинальной ставке

берется со всей прибыли до уплаты процентов, а при расчете EBIAT вычитается фактически уплаченный компанией налог на прибыль, который несколько ниже из-за того, что процентные выплаты были отнесены на себестоимость. Таким образом, **EBIT** x (1 - t) меньше EBIAT на величину (1 - t) x i, где i — процентные выплаты [11].

Между NOPLAT и EBIT x (1 - t) существует историческая разница. Показатель NOPLAT был придуман, когда нормы бухгалтерского учета США (US GAAP) позволяли амортизировать гудвилл, который представляет собой разницу между рыночной и бухгалтерской стоимостью активов, приобретаемых в ходе покупки компаний. Если при определении EBIT учитывалась вся амортизация, в том числе материальных и нематериальных активов (*Depreciation and Amortization - DA*), то при расчете NOPLAT не учитывался гудвилл. В настоящее время само понятие «гудвилл» и его амортизация в бухучете практически не применяются, поэтому разница между NOPLAT и EBIT x (1 - t) исчезла, хотя в финансовой литературе успели прижиться оба термина.

Таким образом, многообразие трактовок понятийного аппарата, используемого в Доходном подходе, зависит от различий:

- 1) *страновых и континентальных* (Америка, страны Западной Европы);
- 2) в *стандартах отчетности* (стандарты учета США, России, Международные стандарты финансовой отчетности - МСФО);
- 3) в *профессиональных областях* (научных сферах) (профессиональная стоимостная оценка - ПСО, инвестиционно-финансовая оценка - ИФО);

в позициях научных школ и крупнейших консалтинговых компаний (таких как Stern Stewart & Co, McKinsey или L.E.K. Consulting и др.).

Разберемся в особенностях применения терминов из представленного их разнообразия.

2. Сравнение терминологии стандартов отчетности, используемых в стоимостной оценке при формировании денежного потока

Страновые различия в терминологии стоимостного подхода и компонентах, участвующих в расчете показателей, берут начало в национальных стандартах финансовой отчетности [8]. Они наиболее выражены в системах стандартов и принципах финансового учета, используемых в

- США (*Generally Accepted Accounting Principles – GAAP*),
- Великобритании (*GAAP UK*),
- Международных стандартах финансовой отчетности (*International Financial Reporting Standards – IFRS*)³ и

3 МСФО приняты как обязательные в нескольких странах Европы.

Таблица 1 - Сравнение терминов, используемых при формировании основных показателей, являющихся информационной базой оценки в различных стандартах отчетности

Название термина	Стандарт отчетности		
	US GAAP/	РСБУ	МСФО ¹
<i>Выручка</i>	Net Sales / Sales, Revenue (<i>Sal</i>)	Выручка (доходные значения, полученные в результате обычных видов деятельности)	Revenue (доход)
<i>Себестоимость продаж</i>	Cost of good's sold (<i>COGS</i>)	Себестоимость продаж	Cost / Cost Of Sales
<i>Валовая прибыль (убыток)</i>	Gross Profit (<i>GP</i>), margin	Валовая прибыль (убыток) от обычной деятельности	Gross Profit
<i>Коммерческие расходы</i>	Selling, General and Administrative expenses (<i>SG&A</i>)	Коммерческие расходы	Selling and distribution expenses
<i>Управленческие расходы</i>		Управленческие расходы	General and administrative expenses
<i>Амортизация материальных и нематериальных активов</i>	Depreciation, depletion (обесценение) and amortization	-	Depreciation and amortization
<i>Доход / убыток от прочей операционной деятельности</i>		*2	Other operating income, net
<i>Прибыль убыток от продаж</i>	Sales Margin, Operating Profit	Прибыль (убыток) от продаж	Operating profit (income)
<i>Доходы от участия в других организациях</i>		Доходы от участия в других организациях	
<i>Проценты к получению</i>		Проценты к получению	
<i>Проценты к уплате</i>	Interest	Проценты к уплате	Borrowing costs
<i>Финансовые доходы</i> ³	Finance income		Finance income
<i>Финансовые расходы</i>	Finance costs		Finance costs
<i>Прочие доходы</i>	Other Income (<i>OI</i>)	Прочие доходы	Other Comprehensive Income (OCI) / Gains
<i>Прочие расходы</i>	Other Expenses (<i>OE</i>)	Прочие расходы	Other expenses
<i>(Убыток) прибыль по курсовым разницам, нетто</i>		-	Foreign exchange (loss)/ gain, net
<i>Прибыль (убыток) до налогообложения</i>	Income Before Income Tax Expense	Прибыль (убыток) до налогообложения	Profit Before Income Tax
<i>Текущий налог на прибыль</i>	Income Tax Expense	Текущий налог на прибыль	Income Tax
-	-	Изменение отложенных налоговых активов	-
<i>Прочее</i>		Прочее	
<i>Чистая прибыль (убыток)</i>	Net Income	Чистая прибыль (убыток)	Profit for the period

1 В соответствии с МСФО (IAS) 1 «Представление финансовой отчетности».

2 Прочий операционный доход по РСБУ учитывается в *Выручке*.

3 Финансовые доходы и расходы компании могут включать следующие виды: проценты к получению по займам выданным; процентный доход по банковским депозитам; доходы в форме дивидендов; убытки от обесценения и восстановленные суммы убытков от обесценения по финансовым инструментам; реализованные прибыли и убытки от выбытия финансовых активов, имеющихся в наличии для продажи; проценты за пользование заемными средствами; проценты к уплате по облигационному займу; проценты по договорам финансовой аренды; проценты по пенсионным обязательствам; процентные доходы и расходы, признаваемые в отношении дебиторской задолженности, кредиторской задолженности и займов, оцениваемых в дисконтированной сумме (дисконт и амортизация/высвобождение дисконта); расходы по финансовым гарантиям; положительные и отрицательные курсовые разницы (по материалам «Отчетность по МСФО плюс трансформация» <https://www.audit-it.ru/ifrs/terms/items/finansovye-dokhody-i-raskhody.html>) .

Non-GAAP Financial measures («Показатели, не являющиеся финансовыми величинами по стандартам US GAAP» [3])			
Прибыль до уплаты налогов, процентов, амортизации	EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization или EBDIT	EBITDA (по РСБУ) = Выручка – Себестоимость – коммерческие расходы – управленческие расходы + амортизация	
Прибыль до уплаты налогов, процентов	EBIT - Earnings Before Interest, Taxes		
Прибыль (убыток) до налогообложения	EBT - Earnings Before Taxes		
Чистая прибыль (убыток)	EBIT(1-T) - Net income [5], Net Profit,		
Чистая операционная прибыль после налогообложения	NOPAT [10] - Net Operating Profit after taxes; (NOPLAT [6] - Net Operating Profit Less Adjusted Tax)		

Источник: составлено автором по материалам [2; 3; 11].

- российской практике бухгалтерского учета (РПБУ) (существуют Российские стандарты бухгалтерского учета – РСБУ).

Кроме страновых различий в трактовке одного и того же понятия (выручка - *Sales, Revenue*), в разных источниках используется ряд терминов, изначально сформировавшихся в рамках теории финансового анализа какой-то одной страны, но утративших первоначальную историческую разницу и употребляемых в современной литературе как синонимы.

Сравнение показателей доходов и расходов, а также прибыли (по формам отчетности - «Отчет о финансовых результатах»⁴; «Отчет о совокупном доходе»⁵⁶), используемых при построении денежного потока, представлено в табл. 1.

МСФО и US GAAP демонстрируют в вопросе по-

4 Форма бухгалтерского Отчета о финансовых результатах (код формы по ОКУД 0710002) утверждена приказом Министерства Финансов России от 2 июля 2010 г. № 66н "О формах бухгалтерской отчетности организаций" в редакции Приказов Минфина РФ от 05.10.2011 № 124н, от 06.04.2015 № 57н.

5 Общего требования в US GAAP о классификации расходов нет. Тем не менее, компании, отчитывающиеся по US GAAP, должны предоставлять свои **Отчеты о прибылях и убытках** в соответствии с Правилom S-X, которое дает список статей, которые следует в него включить. Заметим, что Отчет о прибылях и убытках в РПБУ с 2014 года заменен на **Отчет о финансовых результатах**.

6 **Отчет о совокупном доходе** (*Statement of comprehensive income*) – это документ, в котором отражается величина прибылей, убытков и изменений прочего совокупного дохода за отчетный период. Его составление и представление регулируется МСФО (IAS) 1 «Представление финансовой отчетности». Отчет о совокупном доходе состоит из двух разделов: отчета о прибылях и убытках; отчета о прочем совокупном доходе (т.е. о статьях, влияющих на нераспределенную прибыль, но не отраженных в отчете о прибылях и убытках, например – объявленные дивиденды, изменение резерва переоценки и т.п.).

строения различных форм и моделей финансовых отчетов большую гибкость, чем РСБУ [2]. Различия в правилах формирования финансовой отчетности требуют дополнительной информации из других отчетов или документов.

Рассмотрим это на примере расчета показателя EBITDA.

Так, для того чтобы рассчитать показатель EBITDA на базе российского отчета, необходимо предварительно очистить от амортизации статьи себестоимости, управленческие расходы и другие статьи, в которых она может содержаться. Поэтому первый подход расчета EBITDA основан на отчетности, составленной по международным стандартам МСФО. Расчет EBITDA согласно МСФО, является трудоемким, однако дает более точные результаты.

Оригинальная формула расчета:

EBITDA = Чистая прибыль + Налоги на прибыль – Возврат по налогу на прибыль + Чрезвычайные расходы – Чрезвычайные доходы + Выплаченные проценты – Полученные проценты + Амортизация – Переоценка активов⁷.

В соответствии с § 87 IAS 1 организация не вправе представлять какие-либо статьи доходов и расходов в качестве *чрезвычайных статей* ни в Отчете о совокупном доходе, ни в отдельном Отчете о прибылях и убытках, ни в примечаниях⁸.

Действующая формула расчета:

EBITDA = Чистая прибыль + Налоги на прибыль – Возврат по налогу на прибыль + Выплаченные проценты – Полученные проценты + Амортизация – Переоценка активов.

Недостаток этого подхода - в несоответствии показателей российским стандартам, поскольку часть из этих показателей либо вообще не включена в отчет-

⁷ Источник: <http://moneymakerfactory.ru/spravochnik/EBITDA/>.

⁸ В действующей редакции российского Отчета о финансовых результатах отсутствует раздел «Чрезвычайные доходы и расходы».

ность, либо рассчитываются иначе и требуют отдельных корректировок. Поэтому на основании отчётности по РСБУ показатель рассчитать сложно. Соответственно в России используется *второй подход*, адаптированный к показателям, формируемым по стандартам РСБУ.

Применяют и упрощенную формулу расчета:

EBITDA = Прибыль (убыток) от продаж + Амортизационные отчисления

или в расширенном варианте:

EBITDA = Чистая прибыль + Налоговые отчисления + Проценты по кредитам и займам к уплате + Амортизационные отчисления⁹.

Расчет по второму подходу не такой трудоемкий и сложный, но он и не дает таких точных результатов, как первый метод.

ВЫВОДЫ

В настоящее время построение денежных потоков в различных исследованиях по финансам происходит с использованием *различных показателей прибыли*, базой расчета которых является отчетность МСФО и US GAAP, которые отличаются от бухгалтерских показателей по РСБУ. Причина этого в том, что в настоящее время имеются существенные различия между международными стандартами финансовой отчетности и российскими стандартами бухгалтерского учета, которые оказывают существенное влияние на информационную базу при формировании денежных потоков компании, в частности, внешними пользователями (инвесторами). Отличия могут оказать существенное влияние на результаты стоимостной оценки и на решения по управлению компанией, которые принимаются на основе *DCF-анализа*. Рассмотренная проблема составляет ощутимое препятствие к внедрению концепции VBM в практику функционирования российских корпораций, в особенности, непубличных.

⁹ Прибыль от продаж это строка № 2200, чистая прибыль – строка № 2400, проценты к уплате – строка № 2330, налоговые отчисления – строки № 2410, 2421 и 2450 Отчета о финансовых результатах (форма № 2), а амортизационные отчисления это таблица 3 приложения к балансу (форма № 5).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерские аспекты. – 2-е изд. – СПб. Изд-во: «Высшая школа менеджмента. – Издат. дом С.-Петерб. Гос. Ун-та, 2008. – 320 с.
2. Грачева М.Е. Более детально по материалу «Проблемы формирования и анализа показателей отчета о совокупном доходе и отчета об изменениях в собственном капитале» / Реформирование отчетности, № 11 (143), 2010.
3. Золотухина Т.В. Показатели EBIT и EBITDA: особенности вычисления по данным МСФО-отчетности. Корпоративная финансовая отчетность. Международные стандарты. Журнал и практические разработки по МСФО и управленческому учету, № 5, 2015.
4. Касьяненко Т.Г., Тарасова Ж.Н. Современные подходы к стоимостной оценке: сходства и различия. Second International Valuation Conference «International Valuation Practices». Tbilisi, Georgia, 22-23 June 2017.
5. Козырь Ю.В. Особенности расчетов денежных потоков и их отражение в оценке стоимости акций / http://www.labrate.ru/kozyr/kozyr_article_2009-2.pdf.
6. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд. / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.
7. Мартин Джон Д., Петти Дж. Вильям. VBM - управление, основанное на стоимости. Пер. с англ. О.В. Теплых / Под науч. ред. О.Б. Максимовой, И.Ю. Шараповой // Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2006. - 272 с.
8. Сравнительный анализ МСФО, ГААП США и российских принципов бухгалтерского учета. Ernst and Young, http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS_Book_R/%24File/IFRS_book_R.pdf.
9. Rappaport A. Creating shareholder value: a guide for managers and investors. — Rev. and updated ed. - New York: Free Press, 1998. — 205 p.
10. Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, Hardcover, Published by Harper Business, 1999. - 800 p.
11. Чирикова Е., Как оценить бизнес по аналогии. Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. - Изд-во «Альпина Бизнес-Букс», 2005 г. http://gaap.ru/articles/dokhodnye_finansovye_multiplikatory_sravnenie_pokazateley_osnovannykh_na_rossiyskom_uchete_i_us_gaap.