

ПРИБЫЛЬ И ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Статья опубликована в журнале «Российское предпринимательство» № 18 (240) за 2013 год, стр. 53-60.

Рубрика: финансы

Аннотация:

Наиболее часто в экономической литературе в качестве показателей финансового эффекта рассматриваются прибыль и денежный поток. В статье представлены результаты статистического анализа итоговых данных работы 240 российских предприятий в 2011 году, полезные для выбора наиболее значимого показателя эффекта с точки зрения стоимостно-ориентированного подхода к управлению финансами в современной экономике России.

Ключевые слова: денежный поток, оценочная деятельность, прибыль, статистический анализ, стоимость бизнеса

Косоруква И.В.

зав. кафедрой оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения, Московский финансово-промышленный университет «Синергия»

Принятое на сегодняшний день видение финансового менеджмента базируется на нескольких взаимосвязанных фундаментальных концепциях, развитых в рамках теории финансов [7]. Все они тесно связаны, а точнее, лежат в основе методологии оценки стоимости бизнеса. В статье рассмотрим более подробно одну из концепций – концепцию денежного потока. В данной работе под денежным потоком будем понимать совокупность притоков и оттоков денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности организации [8].

Денежный поток как показатель дохода

Как известно, стоимость является интегральным показателем эффективности бизнеса. Практически вся специальная литература [1] в области оценки бизнеса указывает на использование в качестве показателя дохода в доходном подходе именно денежного потока. Здесь нужно указать на одно противоречие, которое возникает при понимании сущности бизнеса и методологии его оценки.

Бизнес часто трактуется как предпринимательская деятельность, направленная на получение прибыли. При оценке эффективности бизнеса в традиционных методиках экономического анализа используются показатели рентабельности, где в числителе в качестве эффекта используется все та же прибыль, но при формировании стоимости бизнеса дисконтируемым показателем при применении доходного подхода является величина денежного потока [5]. Из чего следует несколько вопросов: так все-таки денежный поток или прибыль? Почему именно он?

При ответе на первый вопрос, ответ однозначный – денежный поток [10]! Почему? Частично ответ на этот вопрос уже приводится в литературе [2]. Цепочка рассуждений, связанная с преимуществом денежного потока по сравнению с прибылью, следующая:

1. Стоимость бизнеса – это в первую очередь его полезность для собственников и других заинтересованных лиц. А в чем полезность бизнеса?

2. Полезность бизнеса все для тех же собственников и других стейкхолдеров в той отдаче, которую приносит бизнес. Так как бизнес товар инвестиционный [10], то и вложения в него связаны с отдачей на инвестиции. А в качестве такой отдачи (эффекта), какой показатель отражает полезность?

3. В качестве такой отдачи используем денежный поток, т.к. он обладает рядом преимуществ по сравнению с прибылью.

Рассмотрим их:

- денежный поток – это реальный показатель, в отличие от чистой прибыли, которая является расчетной («бумажной» величиной), т.к. прибыль формируется в отчетности «по отгрузке», а не «по оплате»;

- чистая прибыль, в отличие от денежного потока не учитывает доходов и расходов от инвестиционной и частично финансовой деятельности предприятия, т.е. не показывает реальную отдачу от бизнеса (в результате деятельности предприятия по данным отчетности прибыль может быть, а денег при этом может не быть, вследствие низкой обеспеченности прибыли деньгами);

- эмпирические исследования подтвердили тесную связь между стоимостью бизнеса и денежными потоками, в отличие от корреляции между мультипликатором «цена/прибыль» и ростом прибыли на 1 акцию [6].

Результаты авторского исследования

По поводу последнего момента: ссылаться на данные западных исследований 1990-х годов прошлого столетия как-то не солидно. Мы

провели собственное исследование этого вопроса, по полученным данным с 240 предприятий на конец 2011 года. Исследование проводилось с помощью инструментов статистического анализа приложения Excel. В частности, использовались средства вычисления линейного коэффициента парной корреляции («Корреляция») и ранжирования рядов для вычисления рангового коэффициента корреляции Спирмена («Ранг и перцентиль»). Для нахождения коэффициентов линейного уравнения регрессии и проверки его на адекватность в случаях выявления существенной корреляционной зависимости между показателями применялось средство регрессионного анализа «Регрессия».

Была исследована зависимость между показателями «денежный поток/балансовая стоимость собственного капитала» (CF/BV) и «уровень капитализации/балансовая стоимость собственного капитала» (P/BV) и «прибыль/балансовая стоимость собственного капитала» (E/BV) и «уровень капитализации/балансовая стоимость собственного капитала» (P/BV). Результаты проверки существования связи между показателями представлены в *таблице 1*.

В *таблице 1* используются следующие обозначения:

n – размер выборки (число обследованных предприятий),

$R_{расч}$ – вычисленные значения линейного и рангового коэффициентов корреляции,

$R_{табл}$ – табличное значение коэффициента корреляции (уровень значимости указан в заголовке столбца через слеш или в столбце «Вывод»),

R^2 – значение коэффициента детерминации,

Таблица 1

Результаты анализа статистической связи между P/BV и CF/BV и E/BV

Показатель	Количественная связь				Качественная связь		Вывод
	$R_{расч}$	$R_{крит}$	R^2	$I_{расч}$	$P_{табл}/0,001$		
CF	0	0	(0	0,231	Исследуем	

/BV	16	,175	,175	,031	,294		ая количественная связь с вероятностью 97,25% является значимой, но с крайне малым коэффициентом детерминации, исследуемая качественная связь с вероятностью 99,9% является значимой
E/ BV	16	,127	,114	,016	,302	0,231	Исследуем ая количественная связь с вероятностью 99,5% является значимой, но с крайне малым коэффициентом детерминации, исследуемая качественная связь с вероятностью 99,9% является значимой

Для выявленных случаев существенной корреляционной связи между показателями были построены уравнения линейной регрессии. В *таблице 2* приведены полученные коэффициенты уравнений и параметры для проверки с помощью *F*-критерия пригодности уравнений:

*F*_{табл} – табличное значение критерия Фишера;

*F*_{расч} – вычисленное значение критерия Фишера.

Таблица 2

Уравнения линейной регрессии для уровня капитализации/балансовой стоимости собственного капитала (y)

Переменные	Вид уравнения	F табл	F расч	R ²
Денежный поток /балансовая стоимость собственного капитала	$1,9 + 0,91x$	3,87	0,77	0,03
Прибыль/балансовая стоимость собственного капитала	$1,99 + 0,65x$	3,87	0,77	0,016

Как следует из приведенных в *таблице 2* результатов, в отношении каждого из построенных уравнений с вероятностью 95% можно утверждать, что оно адекватно и способно с указанной достоверностью предсказывать экспериментальные результаты.

Полученные результаты свидетельствуют о наличии связи между анализируемыми показателями. При этом теснота связи не является настолько же существенной, как в вышеупомянутом западном исследовании ($R^2 = 0,94$ для денежного потока, против 0,088 для прибыли). Наши результаты свидетельствуют о наличии очень низких показателей R^2 как для денежного потока, так и для прибыли, но при этом для денежного потока его величина в 2 раза выше у связи денежного потока с уровнем капитализации, чем у прибыли (хотя принципиально результаты не отличаются).

Авторами проводился также анализ взаимосвязи цены и стоимости бизнеса с несколькими финансовыми коэффициентами. Результаты исследования частично представлены в *таблице 3* (приводятся только выявленные значимые связи). В исследовании использовались в качестве результативных признаков стоимость бизнеса, сформированная с использованием разных показателей и методов расчета, и уровень капитализации (цена). Расчет стоимости осуществлялся с помощью модели Гордона, где разными способами формировалась величина денежного потока. В качестве факторных признаков применялись: денежная рентабельность активов, рентабельность активов, рентабельность собственного капитала, рентабельность продаж.

Таблица 3

Анализ влияния финансовых коэффициентов на стоимость и цену бизнеса

Исследуемая взаимосвязь	Количественный анализ				Качественный анализ			Вывод
	n	Rрасч	Rкрит	R ²	Rрасч	Rтабл/0,1	Rтабл/0,05	
Стоимость бизнеса, полученная по общему денежному потоку, и денежная рентабельность активов	227	-0,015	0,073	0,00	0,342	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с вероятностью 95% не является значимой, гипотеза о наличии качественной связи на уровне значимости 95% подтверждается
Стоимость бизнеса, полученная по общему денежному потоку, и рентабельность активов	239	-0,005	0,073	0,000	0,372	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с вероятностью 95% не является значимой, гипотеза о наличии качественной связи на уровне значимости 95% подтверждается
Стоимость бизнеса, полученная по общему денежному потоку, и рентабельность продаж	227	0,020	0,073	0,000	0,410	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с вероятностью 95% не является значимой, исследуемая качественная связь с вероятностью 95% является значимой
Стоимость бизнеса, полученная по расчетному денежному потоку, и денежная рентабельность активов	187	0,021	0,160	0,026	0,311	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с вероятностью 95% не является значимой, исследуемая качественная связь с вероятностью 90% является значимой, на уровне 95% значимость не подтверждается
Стоимость бизнеса, полученная по расчетному денежному потоку, и рентабельность продаж	186	0,022	0,073	0,000	0,370	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с вероятностью 95% не является значимой, исследуемая качественная связь с вероятностью 95% является значимой
Стоимость бизнеса,	228	0,017	0,073	0,000	0,509	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с

рассчитанная по операционному фактическому денежному потоку, и денежная рентабельность активов								вероятностью 95% не является значимой, исследуемая качественная связь с вероятностью 99% является значимой ($P_{табл}/0,01=0,462$)
Стоимость бизнеса, рассчитанная по операционному фактическому денежному потоку, и рентабельность активов	238	0,185	0,073	0,034	0,460	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с вероятностью 95% не является значимой, исследуемая качественная связь с вероятностью 95% является значимой
Стоимость бизнеса, рассчитанная по операционному фактическому денежному потоку, и рентабельность продаж	228	0,018	0,073	0,000	0,472	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с вероятностью 95% не является значимой, исследуемая качественная связь с вероятностью 99% является значимой ($P_{табл}/0,01=0,462$)
Уровень капитализации бизнеса и рентабельность продаж	189	0,015	0,073	0,000	0,308	0,306	0,362	Исследуемая количественная связь с вероятностью 95% не является значимой, исследуемая качественная связь с вероятностью 90% является значимой, на уровне 95% значимость не подтверждается

Результаты, представленные в *таблице 3*, свидетельствуют об отсутствии значимых количественных связей и о наличии значимых качественных связей, как стоимости, так и цены с показателями и денежной, и традиционной рентабельности (т.е. основанной на прибыли).

Стоит обратить внимание на одну интересную особенность: не обнаружена зависимость ни одного из показателей (цены, рыночной стоимости) и рентабельности собственного капитала. Между тем, в расчете

рентабельности собственного капитала в числителе использован показатель чистой прибыли, тогда как в расчете рентабельности активов использован показатель прибыли до налогообложения, рентабельности продаж – прибыли от продаж. Напрашивается вывод, что чистая прибыль является наименее значимым показателем прибыли в рамках стоимостно-ориентированного подхода к принятию решений.

Вывод

Подводя итог, можно сделать вывод о наличии взаимосвязей прибыли и денежного потока с уровнем капитализации, а также показателей рентабельности, основанных на прибыли и денежном потоке со стоимостью и уровнем капитализации, практически одинаковой силы. Такой вывод противоречит проводимым ранее аналогичным исследованиям по данным, полученным для развитых рынков, и свидетельствует о том, что для определения стоимости бизнеса в российских условиях может с одинаковым успехом применяться как величина прибыли, так и величина денежного потока, что обосновывается высоким уровнем корреляции между этими показателями.

Вместе с тем, коэффициенты корреляции (0,34 - между прибылью от продаж и денежным потоком; 0,35 - между прибылью до налогообложения и денежным потоком; 0,29 - между чистой прибылью и денежным потоком) наличия существенной зависимости между прибылью и указанными показателями не подтверждают. Возможным объяснением этих результатов является низкий уровень развития фондового рынка России.

Литература:

1. Антилл Н. Оценка компаний: Анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО / Ник Антилл, Кеннет Ли; пер. с англ. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Паблишерз, 2010.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2012.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Брукс, 2011.
4. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. – СПб: Питер, 2006.
5. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. – М.: Инфра-М, 2013.
6. Институт Экономического Развития Всемирного Банка. Материалы семинара «Управление процессом структурного оздоровления предприятий (реструктурирования)», Москва, март 1996 г.
7. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и

- статистика, 2000.
8. Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса: учебное пособие / под ред. И.В. Косоруковой. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011.
 9. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компании: оценка и управление. – М.: Олимп-бизнес, 2008.
 10. Оценка бизнеса. Учебник /под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2009.
 11. Пособие по оценке бизнеса / Томас Л. Уэст, Джеффри Д. Джонс; пер. с англ. Под ред. В.М. Рутгайзера / – М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2003.
 12. Рош Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному. Пер. с англ. Е.И. Недбальская; науч. ред. П.В. Лебедев. – Минск: Гревцов Паблишер, 2008.
 13. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие / – М.: Маросейка, 2007.
 14. Шеннон П. Пратт Стоимость капитала. Расчет и применение / Пер. с англ. Бюро переводов Ройд. 2-е изд. – М.: ИД «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2006.
 15. Волков А.И. Оценка бизнеса при управлении его стоимостью // Российское предпринимательство. — 2012. — № 24 (222). — С. 68-75. — [http:// www.creativeconomy.ru/articles/27056/](http://www.creativeconomy.ru/articles/27056/).