

РУБРИКА: СТРАТЕГИИ ФИНАНСОВ

НАЗВАНИЕ: О чем молчит денежный поток

АВТОР: Оксана Езерская

Прибыль на бумаге – это мнение, а деньги на руках – факты. Понять причину, по которой мнение может не совпадать с фактами, когда прибыль у компании есть, а денег – нет, может владеющий «искусством» интерпретировать данные

СОДЕРЖАНИЕ: Многие менеджеры игнорируют отчет о движении денежных средств и уделяют внимание более удобным для зрительного восприятия отчетам - балансу и отчету о прибылях и убытках. Но именно анализируя отчет о движении денежных средств компании, можно ответить на риторический вопрос, почему прибыль у компании есть, а денег – нет. О подходах к анализу информации отчета о движении денежных средств компании рассказывает Оксана Езерская.

Методы оценки эффективности работы компании интересуют каждого, кто связан с компанией различного рода отношениями. Топ-менеджеры хотят знать, достаточно ли денежных средств, заработанных предприятием для успешного финансирования их стратегии экспансии. Собственники хотят знать, достаточно ли предприятие зарабатывает денежных средств, чтобы выплачивать дивиденды. Поставщики хотят знать, достаточно ли у их покупателей денежных средств, чтобы оплатить их требования. Инвесторы хотят оценить будущий потенциал роста компании. Работники заинтересованы в жизнеспособности их работодателей, выраженной в способности финансировать свою деятельность.

Ответы на эти и другие вопросы заинтересованные пользователи финансовой отчетности пытаются найти при помощи методов анализа финансово-хозяйственной деятельности компании. И здесь, как говорится, от классики до модерна, от анализа финансовой отчетности по прибыли до сбалансированной системы показателей, все зависит от «искусства» неискушенного пользователя интерпретировать полученные арифметические данные.

Возвращаясь к классике, одним из показателей оценки эффективности выступает рентабельность собственного капитала (ROE-Return on Equity), наиболее известный нам как показатель финансового анализа, разработанный компанией «Дюпон» в начале XX столетия. Однако, понятие рентабельность собственного капитала - намного шире, и это не только оценка финансово-хозяйственной деятельности компании по прибыли, это еще и оценка доходности инвестиций собственника. Что для собственника - доход, то для компании - стоимость капитала собственника. И какой собственник не стремится увеличить доходность инвестиций, а какой топ-менеджер не стремится снизить стоимость капитала, если его вознаграждение и эффективность операционной деятельности, например, могут зависеть от размера экономической добавленной стоимости.

$EVA = NOPAT - \text{Operating capital} * \text{After-tax WACC}$,

где NOPAT - операционная прибыль после налогообложения,

Operating capital - рабочий капитал,

After-tax WACC - средневзвешенная стоимость капитала с учетом налогообложения).

На первый взгляд ситуация конфликтная. И возникает вопрос, что делать? Для этого не надо читать Чернышевского Н.Г., решение для данной ситуации очевидно: собственник должен стать топ-менеджером или эффективность операционной деятельности компании и вознаграждение топ-менеджменту должно оцениваться и рассчитываться по ROE,

Существуют несколько методов определения этого показателя, но в наших реалиях самый лучший способ – спросить об этом напрямую у собственника, сколько он хотел бы получать на каждый вложенный доллар. Так, в период с 1994 до 1998 года ROE выражалась трехзначными цифрами, то есть средняя доходность собственного капитала на рынке была очень высокой. Спустя 10 лет мы задавали вопрос собственникам бизнеса, каковы их ожидания по ROE. Опрос порядка 68 собственников, прошедших обучение по программам бизнес-школы Института Приватизации и Менеджмента (Беларусь) показал, что в 2004 году собственники, в среднем, называли доходность собственного капитала на уровне 24-26%. Причина такой ситуации, с одной стороны, в том, что «лучшие времена» давно прошли, а с другой стороны, бизнес научился манипулировать ROE. Ведь это показатель, рассчитанный путем деления показателя чистой прибыли на собственный капитал по данным финансовой отчетности компании. И его значение зависит как от сферы бизнеса (внешние факторы), так и от стратегии компании в управлении затратами а также ее стоимостью (внутренние факторы). Например, мясоперерабатывающий комбинат потребует больших капитальных вложений в основные производственные фонды, чем бизнес-школа, где основные производственные фонды - это люди. Соответственно, при одинаковом значении чистой прибыли, значение ROE разное и зависит от объемов инвестированных собственных средств.

Другим примером управления ROE выступает распространенная стратегия топ-менеджмента компании, цель которой - максимизация капитала собственника путем увеличения чистой прибыли. Используя внутренний фактор компании «сокращение затрат» путем реорганизации производственного процесса, топ-менеджмент увеличивает доходность инвестиций собственника, т.е. значение ROE возрастает. Однако если стратегией собственника является максимизация стоимости компании, чтобы получить дополнительный доход при реализации компании, то в этом случае собственник через переоценку активов (например, основных фондов, нематериальных активов – бренда компании, торговой марки и т.д.) увеличит собственный капитал, а на сумму амортизационных отчислений уменьшит прибыль компании. В итоге, значение ROE снизится.

Примеров манипуляций с ROE немало, но и этих достаточно для того, чтобы сделать вывод об уязвимости показателя ROE к внешним и внутренним факторам. Как следствие, показатель ROE в качестве образца «классики финансового анализа» не является совершенным показателем оценки эффективности инвестиций собственника. Задавшись вопросом его усовершенствования, говоря языком искусства, мы от «классики» переходим к «импрессионизму».

Еще в середине XX-го столетия в западной практике финансового менеджмента широкое распространение получила концепция «денежного потока», а классический показатель ROE, впрочем, как и остальные показатели, стали дополнительно рассчитываться по денежному потоку. Таким образом, CROE (показатель рентабельности собственного капитала по денежному потоку от операционной деятельности) используется в финансовом анализе одновременно с ROE (рентабельностью собственного капитала по прибыли), усиливая оценку эффективности инвестирования собственного капитала. Прежде чем, рассмотреть и сравнить на практике ROE и CROE, стоит разобраться с концепцией денежного потока.

Финансовому менеджеру необходимо обеспечивать размер денежных средств, достаточный для выплат по обязательствам и своевременной оплаты

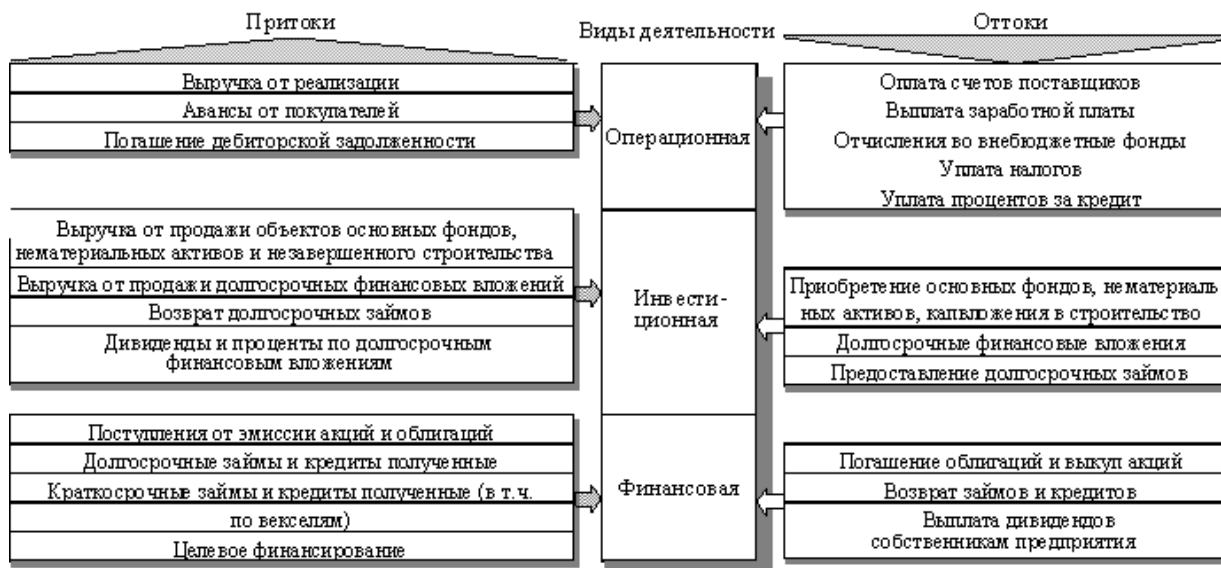
запланированных покупок. Высшее звено управления предприятием преследует одновременно три финансовые цели:

1. **получение достаточной прибыли;**
2. **управление активами и обязательствами предприятия;**
3. **предотвращение нехватки денежных средств.**

Для оценки эффективности работы и финансового состояния компании, в частности, используется три основных отчета: баланс предприятия, отчет о прибылях и убытках и отчет о движении денежных средств.

Движение денежных средств, получаемых и расходуемых компанией в наличной и безналичной форме, называют в финансовом менеджменте денежными потоками (cash flow - CF). Они бывают двух видов: положительные и отрицательные. Положительные потоки (притоки, inflow- CI) отражают поступление денег в компании, отрицательные (оттоки, outflow - CO) – выбытие или расходование денег компанией. Разница между притоками и оттоками денежных средств за определенный период времени называется денежным потоком. Он также может быть положительным или отрицательным. Все денежные потоки компании объединяются в три основные группы: потоки от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности (схема 1).

Схема 1. Структура денежных потоков



Отчет о движении денежных средств (ОДДС) – один из наиболее полезных финансовых отчетов, которые составляет компания. Но многие менеджеры пропускают отчет о движении денежных средств и уделяют внимание более удобным для зрительного восприятия отчетам - балансу и отчету о прибылях и убытках. Однако следует признать, что отчет о движении денежных средств может обеспечить необходимую информацию, отражающую реальную картину бизнеса больше, чем другие отчеты. Прежде всего, отчет позволяет ответить на риторический вопрос «Прибыль есть, а денег – нет». Анализируя отчетность, принимаем во внимание не только способность компании зарабатывать прибыль, но ее способность генерировать денежные потоки по операционной деятельности, инвестиционные возможности и политику в области финансирования в целом.

Существует несколько подходов к анализу отчета о движении денежных средств. Один из них – интерпретационный анализ ОДДС, осуществляемый томенеджментом компании, второй - коэффициентный анализ ОДДС финансового менеджера.

Для управляющего предприятием или финансового менеджера важно выбрать оптимальный вариант и рассматривать содержание отчета, прибегая к сравнению в историческом аспекте. Основой финансового анализа, являются взаимоотношения, существующие между тремя промежуточными итогами отчета о движении денежных средств: денежным потоком от основной деятельности (CFFO), денежным потоком от инвестиционной деятельности (CFFI) и денежным потоком от деятельности по финансированию (CFFF). Данная информация служит основой для дальнейшего анализа денежных потоков.

Первый метод анализа ОДДС – интерпретационный (анализ абсолютных значений), предназначен как для финансовых, так и для нефинансовых менеджеров. Сущность данного метода заключается в анализе данных отчета без использования расчетных финансовых коэффициентов. Его преимуществом является концентрация внимания аналитика на абсолютных значениях статей ОДДС, а не на относительных данных магических коэффициентов, на разгадку которых требуется времени больше, чем на их расчет. Методика интерпретации представляет собой мозаику, состоящую из четырех этапов, анализируемых в порядке, изложенном ниже:

1. Изучение общей картины
2. Проверка силы механизма денежных потоков
3. Распознавание хороших и плохих новостей
4. Сборка «Puzzle»

В качестве практического примера возьмем условную транснациональную корпорацию по производству косметических средств Colgate-Neva. Предположим что возраст данной компании более 80 лет и ее бренд широко известен по всему миру. Для интерпретационного анализа нам понадобится только отчет о движении денежных средств как минимум за три отчетных периода (года), составленный косвенным методом .

COLGATE-NEVA
 КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ
 (КОСВЕННЫЙ МЕТОД)

млн.дол.	Конец года,Декабрь,31		
	2003	2002	2001
Денежные потоки-ОПЕРАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ			
Чистая прибыль(убыток)	541,1	471,1	385
Корректировки, приводящие в соответствие ЧП и ДП от опер.деятельности			
Амортизация основных средств и нематериальных активов	235,1	209,6	192,5
Отсроченные налоги на прибыль	64,7	53,6	-25,8
Изменение денежных потоков в результате:			
Увеличение/снижение -дебиторская задолженность	-50,1	-103,6	-38
Увеличение/снижение –запасы	-44,5	31,7	28,4
Увеличение/снижение-прочие текущие активы	-7,8	-4,6	10,6
Увеличение/снижение-кредиторская задолженность и тек.обязательства	90,9	52,6	-10
Поток денежных средств от основной деятельности	829,4	710,4	542,7
Денежные потоки-ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ			
Капитальные затраты	-400,8	-364,3	-318,5
Приобретение активов других компаний(инвестиции)	-146,4	-171,2	-170,1
Продажа ЦБ и инвестиций	58,4	33,8	79,9
Инвестиции	-1,9	-12,5	-6,6
Прочие	33	61,7	17,4

Поток денежных средств от инвестиционной деятельности	-457,7	-452,5	-397,9
Денежные потоки- ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ по ФИНАНСИРОВАНИЮ			
Выплаты основной суммы долга	-88,3	-200,8	-250,1
Поступления от получения кредитных ресурсов	316,4	782,1	262,6
Поступления от внешних инвесторов	15,2	60	0
Выплаченные дивиденды	-246,9	-231,4	-200,7
Выкуп собственных ценных бумаг	-357,9	-657,2	-20,5
Поступления от владения ценными бумагами	18,5	21,8	22,6
Поток денежных средств от деятельности по финансированию	-343	-225,5	-186,1
Влияние курса обмена валют на ДС и их эквиваленты	-2,9	-6,2	-9,3
Уменьшение(увеличение) денежных средств и их эквивалентов	25,8	26,2	-50,6

1 этап: Изучение большой картины

Начинаем с изучения места компании на рынке: возраст, отрасль, размер. Возможно, на первый взгляд, эта информация не имеет отношение к анализу ОДДС, но без этих данных нам будет сложно сделать аналитические выводы. Зачастую мы увлекаемся арифметическими данными, забывая, что одни и те же данные в зависимости от возраста, размеров и отрасли компании имеют положительное значение для одних и отрицательное значение для других компаний.

Начинающие компании отличаются от уже устоявшихся. И компании, оказывающие услуги так же отличны от компаний, занятых в тяжелой индустрии. В нашем примере компания Colgate-Neva достаточно зрелая и крупная. На этом этапе следует рассмотреть имидж компании: повышается ли узнаваемость бренда, изменилось ли стратегическое положение компании. Дополнительно анализируется продуктовый портфель, география продаж, рост рынка и как при этом изменялась доля рынка, появились ли новые конкуренты и новые конкурентные продукты.

Далее просматриваем годовой ОДДС, выделяя то, как сам менеджмент определяет успешность деятельности в отчетном периоде. Насколько тот или иной год был удачным для компании, демонстрирует показатель чистой прибыли за год. При чем вся «соль» общей картины в том, чтобы определить ключ итоговой фигуры финансового здоровья - прибыль. Однако, здесь возникают вопросы о том, какова нижняя граница прибыли, выросла или сократилась прибыль в динамике лет. На них мы сможем найти ответы, учитывая ранее полученные данные.

2 этап: Проверка силы механизма денежных потоков

На втором этапе мы переходим непосредственно к анализу ОДДС. Он проводится в разрезе трех видов деятельности: операционной, инвестиционной и деятельности по финансированию. Поэтому, последовательно, в два этапа мы рассмотрим денежные потоки по видам деятельности.

Сначала изучаем денежный поток (CF) от операционной деятельности. В нем - сила денежных потоков компании, и если этот механизм работает эффективно, то он обеспечивает покрытие потребностей в денежных средствах всей деятельности. Также он обеспечивает объем денежных средств, необходимых на замену изношенного оборудования и выплату дивидендов. Есть и исключение: начинающая компания имеет отрицательный поток от операционной деятельности потому, что механизм их денежных средств еще не набрал мощность. Компании, которые представляют циклические отрасли (например, с/х, производство) имеют

отрицательный денежный поток в год спада, и положительный денежный поток в год подъема.

Описывая структуру (CF) от операционной деятельности следует обратить внимание на следующие моменты:

- целевое использование CF от операционной деятельности;
- что означает отрицательный CF от операционной деятельности;
- когда компания имеет отрицательный CF, а когда положительный CF от операционной деятельности;
- какие факторы влияют на CF от операционной деятельности;
- что означает сумма амортизационных отчислений в отчете и где указано ее использование;
- что означает ситуация: когда сумма амортизационных отчислений больше инвестиций;
- сумма амортизационных отчислений меньше инвестиций;
- как влияет изменение счетов оборотного капитала на CF от операционной деятельности.

Проверяя механизм денежных потоков, во-первых, мы рассматриваем, где (в каком году) денежный поток от операционной деятельности больше нуля, а где меньше. Если денежный поток больше нуля, то стоит разобраться, будет ли достаточен он или нет для оплаты каждодневных операционных расходов. От начинающей компании не следует ожидать положительного денежного потока от операционной деятельности. Также не следует ожидать от компании быстрого роста фазы зарабатывания денег от операционной деятельности, чтобы провести инвестиции, необходимые для прыжка компании вверх. Для устойчивых компаний воспроизводства CF должно быть достаточно для поддержания компании в «форме», что предполагает сумму инвестиций на техническое перевооружение, замену устаревших технологий и так же сумму денежных средств, требуемых для выплаты ежегодных дивидендов.

Очень сложно определить точную сумму денежных средств, требуемых для поддержания всех внеоборотных активов компании, поскольку отчет о движении денежных средств не разделяет капитальные затраты на переоборудование и затраты на расширение и обновление. Однако, ежегодная сумма амортизации обеспечивает достаточно большую сумму внеоборотных активов, подлежащих ежегодному обновлению. Важная информация о механизме денежных потоков так же раскрывается через счета операционного рабочего капитала. Отчет компании Colgate-Neva показывает изменение денежного потока в результате изменения рабочего капитала.

В развивающейся компании можно ожидать рост операционного рабочего капитала за счет увеличения запасов, дебиторской задолженности и одновременно кредиторской задолженности. Очевидно, что изменения в операционном рабочем капитале могут быть от периода к периоду. В развитых компаниях политика сбора поступлений, внедрение системы «точно в срок» может сократить дебиторскую задолженность и запасы, что приведет к снижению операционного рабочего капитала и соответственно к увеличению денежного потока от операционной деятельности. Но исходя из практики, в среднем, в развивающейся компании запасы, дебиторская задолженность и кредиторская задолженность постепенно возрастают.

Используя эти основные правила, можно проверить мощность денежных потоков компании Colgate-Neva. В течение всех трех лет, денежный поток от операционной деятельности больше нуля, наибольший за 2003 год. И наблюдается его постоянный рост из года в год, в отличие от величины чистой прибыли.

Ежегодная средняя амортизация - 200 млн.дол. приблизительно равна сумме дивидендов 200 млн.дол. Механизм денежного потока обеспечивает не только достаточный объем денежных средств для покрытия и поддержания всей компании, но и так же способен отдавать около 400 млн.дол. ежегодно для развития и

инвестиций. Анализ счетов рабочего капитала в динамике показывает рост дебиторской и кредиторской задолженности и одновременное снижение уровня запасов. Можно предположить, что компания стремительно расширяется, что подтверждают данные о капитальных вложениях в основные фонды.

3 этап: Определение хороших и плохих новостей

Этот этап заключается в просмотре итогового отчета денежных средств с целью обнаружить «хорошие» и «плохие» новости. Именно о них и рассказывает нам отчет.

Вопросы, с которыми вы сталкиваетесь на этом этапе, скорее всего таковы:

- зарабатывает ли компания от инвестиционной деятельности;
- за счет каких средств компания осуществляет приобретение внеоборотных активов;
- с чем связаны колебания CF от финансовой деятельности;
- как влияет эмиссия акций и получение кредитов на денежный поток компании;
- с чем связано приобретение акций других компаний

Начнем с денежных потоков от инвестиционной деятельности. По этому разделу можно проверить, зарабатывает или использует компания денежные средства в инвестиционной деятельности. Там, где присутствует положительный денежный поток от инвестиционной деятельности, предполагаются инвестиции в новое оборудование, здания, землю и другие внеоборотные активы в целях замены изношенных или нового технологического перевооружения как следствие экспансии или роста компании. Хотя компании чаще продают активы, которые они еще не полностью амортизировали, они приобретают новые активы на сумму больше чем продают. В результате, обычно, прогнозируется отрицательный денежный поток от инвестиционной деятельности. Данный анализ необходимо проводить в совокупности с операционной деятельностью, но встречаются исключения, когда компания отделяет часть своего бизнеса или выделяет в дочернее подразделение. Если присмотреться к компаниям, которые сокращают операционную деятельность, то можно обнаружить, что они зарабатывают больше, продавая отдельные направления бизнеса.

В нашем случае компания Colgate-Neva демонстрирует хорошие новости от инвестиционной деятельности. Капитальные затраты больше в 1,5 раза суммы амортизации, в дополнение, отметим, что компания осуществляет приобретение внеоборотных активов каждый год, за счет средств от операционной деятельности - это другой показатель роста компании.

Денежные потоки от деятельности по финансированию могут быть как положительными, так и отрицательными в здоровой компании. Более того, они подвержены колебаниям от плохого к хорошему, а это - вызов компании.

Возникает необходимость анализа денежных потоков от деятельности по финансированию во взаимосвязи с другой информацией отчета о движении денежных средств. Например, надо разобраться, компания получает кредитные ресурсы или же осуществляет эмиссию акций. К хорошим новостям относится тот факт, что компания проанализировала эффективность использования собственных и заемных средств в концепции финансового левириджа, который означает степень зависимости чистой прибыли от структуры капитала. С другой стороны, плохо, если у компании отрицательный денежный поток от операционной деятельности а также усиливается воспроизводство денежных средств за счет других источников. Необходимо анализировать весь отчет в целом, чтобы оценить положительные и отрицательные тенденции денежных потоков от деятельности по финансированию.

4 этап: Сборка «Puzzle»

Общая оценка отчета о движении денежных средств состоит из оценок частей отчета, составляющих картинку в целом. Однако, довольно редко можно встретить компанию, где все данные положительные или все - отрицательные. Необходимо провести сбалансированную оценку на основе плохих и хороших новостей, выявленные в каждом разделе отчета о движении денежных средств. Сводя все сказанное при анализе отчета о движении денежных средств воедино, стоит отметить следующие моменты.

Во-первых, хорошие новости. Показатель чистой прибыли на протяжении всех трех лет был положительным. Денежные потоки от операционной деятельности определенно превышают сумму амортизации и дивидендов, так Colgate-Neva, зарабатывает достаточно денег от операционной деятельности, чтобы расширять свой бизнес. Счета по учету рабочего капитала выросли в своем значении в соответствии с ожиданиями по расширению бизнеса, что подтверждает размер капитальных затрат (инвестиций в основные фонды), превышающий сумму амортизационных отчислений в активы других компаний. Ежегодно компания увеличивала выплату дивидендов, что выражает уверенность компании в своей будущей способности воспроизводить денежные средства. Данные деятельности по финансированию свидетельствуют о достаточном избытке денежных средств для выкупа в большом количестве своих акций.

Во-вторых, плохие новости. Размер полученного кредитования превышает погашение кредитных ресурсов, что является сигналом дефицита денежных средств. Выкуп собственных акций говорит о беспокойстве менеджмента по поводу возможного усиления влияния на компанию со стороны акционеров. Приобретение активов или акций других компаний иногда говорит о том, что отсутствуют возможности вложения денежных средств в рентабельные проекты внутри компании.

Подводя итог средневзвешенной картине данных компании Colgate-Neva, мы можем отметить положительную тенденцию в истории денежных потоков.

Итак, рассмотрев интерпретационный метод анализа отчета о движении денежных средств и продемонстрировав его на практике, мы переходим к коэффициентному методу анализа ОДДС для финансового менеджера. Для проведения финансового анализа ОДДС необходим отчет о движении денежных средств, баланс и отчет о прибылях и убытках, а так же набор коэффициентов. Сначала рассмотрим роль четырех групп коэффициентов в проведении финансового анализа:

- 1. Коэффициенты денежного покрытия**
- 2. Коэффициенты денежного покрытия прибыли**
- 3. Коэффициенты денежного покрытия капитальных затрат**
- 4. Коэффициенты рентабельности денежных потоков**

Сущность рассматриваемого финансового анализа заключается в оценке финансово-хозяйственной деятельности предприятия, которая выражена способностью генерировать денежные потоки. Информационной базой финансового анализа выступает отчет о движении денежных средств, составленный прямым и косвенным методом.

Существует два основных подхода к построению отчета о денежных средствах – прямой и косвенный. В первом случае анализируются валовые денежные потоки по их основным видам: выручка от реализации, оплата счетов поставщиков, выплата заработной платы, закупка оборудования, привлечение и возврат кредитов, выплата процентов по ним и т.п. Источником информации для составления такого отчета служат данные бухгалтерского учета.

Косвенный метод базируется на принципах анализа финансовых ресурсов. Исходной базой расчета выступает чистая прибыль, которая путем последовательных

корректировок доводится до величины чистого денежного потока. Прямой и косвенный методы расчета денежного потока противопоставляют друг другу следующим образом: прямой метод исходит из принципа “сверху- вниз” – от выручки к денежному потоку; а косвенный метод базируется на принципе “снизу-вверх” – от чистой прибыли к денежному потоку. При этом имеют в виду расположение показателей выручки и чистой прибыли в отчете о прибылях и убытках, где выручка стоит в самом верху отчета, а чистая прибыль – один из самых последних его показателей.

1. Первая группа «коэффициенты денежного покрытия» показывает способность предприятия покрыть постоянные долговые обязательства (проценты по долгосрочным и краткосрочным обязательствам) и выплатить дивиденды собственникам, где постоянные долговые обязательства. Особое внимание уделяется способности предприятия погасить свои обязательства перед собственниками. Как правило, расчет данного коэффициента производится в конце отчетного года после расчета финансовых показателей эффективности деятельности предприятия.

Первая группа представлена тремя коэффициентами:

- коэффициент денежного покрытия процентов за кредит;
- коэффициент денежного покрытия долгосрочных обязательств;
- коэффициент денежного покрытия дивидендных выплат.

При расчете вышеперечисленных коэффициентов способность предприятия в денежном покрытии оценивается по денежному потоку от основной деятельности. Рекомендуемое значение расчетных показателей для всех трех коэффициентов данной группы должно быть больше единицы, иначе предприятию придется использовать денежный поток от инвестиционной деятельности по финансированию, а это – свидетельство неэффективного управления предприятием. Рассчитаем значение коэффициентов данной группы следующим образом:

1.1 Коэф.денежного покрытия процентов за кредит (CICR)

$$CICR = \frac{CFFO + I_p + T_p}{I_p} \geq 1$$

1.2. Коэф.денежного покрытия долгосрочных обязательств (CDCR)

$$CDCR = \frac{CFFO}{LTDP} \geq 1$$

1.3. Коэф.денежного покрытия дивидендных выплат (CDCR)

$$CDCR = \frac{CFFO - LTDP}{D_p} \geq 1$$

Где CFFO - денежный поток от основной деятельности

I_p - проценты уплаченные

D_p - дивиденды выплаченные

T_p - налоги уплаченные

LTDP - долгосрочные обязательства

2. Вторая группа «коэффициенты денежного покрытия прибыли» показывает степень расхождения между полученной в деньгах прибылью и начисленной, которая отражена в отчете о прибылях и убытках. Показатель начисленной прибыли считается более субъективной оценкой, чем полученной (собранной) в деньгах.

Вторая группа включает два коэффициента:

- коэффициент денежного покрытия выручки (объема продаж);
- коэффициент денежного покрытия прибыли.

Расчет коэффициента денежного покрытия выручки (объема продаж) не производится, если учетной политикой предприятия выбран метод признания выручки по оплате (кассовый метод). В данном случае значение полученной в деньгах выручки (объема продаж) будет равно значению признанной (отчет о прибылях и убытках). Значительное отклонение любого из этих коэффициентов от единицы требует внимательного изучения со стороны управляющего предприятием.

Рассчитаем значение коэффициентов второй группы следующим образом:

2.1. Коэф.денежного покрытия выручки (QSR)

$$QSR = \frac{CFS}{S}$$

При расчете данного коэффициента для анализа отчета о движении денежных средств, составленного косвенным методом, объем поступившей выручки в деньгах определяется вычитанием дебиторской задолженности из начисленной выручки.

2.2. Коэф.денежного покрытия прибыли (QIR)

$$QIR = \frac{CFFO + Ip + Tp}{NI + Ie + Te + Dep.}$$

где

CFFO - денежный поток от основной деятельности

CFS-выручка поступившая

S-выручка начисленная

Ip-проценты уплаченные

Tp-налоги уплаченные

NI-чистая прибыль

Ie-проценты начисленные

Te-налоги начисленные

Dep.-амортизация

Третья группа «коэффициенты денежного покрытия капитальных затрат» помогает оценить возможности предприятия в финансировании капитальных вложений в свое развитие, перевооружение производства и т.д., после выплаты дивидендов собственникам. Иными словами, коэффициенты данной группы отражают способность предприятия финансировать капитальные вложения без привлечения внешних источников.

Коэффициенты денежного покрытия затрат дополняют коэффициенты первой группы и раскрывают инвестиционную политику предприятия. Данная группа коэффициентов позволяет оценить объем инвестиционного и финансового денежных притоков (поступлений) в общей сумме денежных притоков, не относящихся к основной деятельности. Рассмотрим формулы коэффициентов данной группы:

3.1. Коэф.денежного покрытия капитальных затрат(CER)

$$CER = \frac{CFFO - Dp}{ACO}$$

3.2. Коэф.инвестиционного притока(IIR)

$$IIR = \frac{CIFI}{CIFI + CIFF}$$

3.3. Коэф.финансового притока(FIR)

$$FIR = \frac{CIFF}{CIFF + CIFI}$$

где CFFO - денежный поток от основной деятельности
Dp-дивиденды выплаченные
АСО-капитальные денежные расходы в активы других компаний
CIFI-приток ДС от инвестиционной деятельности
CIFF-приток ДС от финансовой деятельности

4. Четвертая группа «коэффициенты рентабельности денежных потоков» оценивает способность предприятия создавать денежные потоки (ДП) как сегодня, так и в будущем. Инвесторов и собственников интересует окончательный результат, т.е. объем получаемого ими денежного дохода. Величина денежного потока от основной деятельности, приходящаяся на объем инвестированных денежных средств(приобретенных акций), определяет связь между предприятием и инвесторами(собственниками). Чем выше значение данных коэффициентов, тем лучше для предприятия. Рассчитаем значение коэффициентов четвертой группы:

4.1. Коэф.рентабельности активов по денежному потоку(CROA)

$$CROA = \frac{CFFO + I_p + T_p}{TA}$$

4.2. Коэф.рентабельности собственного капитала по денежному потоку(CROE)

$$CROE = \frac{CFFO + I_p + T_p}{TE}$$

где CFFO - денежный поток от основной деятельности
I_p-проценты уплаченные
T_p-налоги уплаченные
TA-среднее значение всех активов
TE-среднее значение собственного капитала

Данные коэффициенты рассчитываются в процентах, чем выше значение показателей, тем лучше для предприятия. Кроме вышерассмотренных коэффициентов на практике предприятия используют и другие коэффициенты, позволяющие определить зависимость предприятия от кредиторов и инвесторов.

Существует несколько причин, почему отчет о движении денежных средств не получает среди финансовых менеджеров должного внимания которого он заслуживает. Первое, отчет о движении денежных средств в том формате, в котором он был разработан в США в 1988 году (представлен в качестве примеров), широко не используется в практике и многие менеджеры не изучали его в финансовых дисциплинах в процессе своего образования. Как правило, в финансовых дисциплинах при изучении отчета о движении денежных средств ключевой задачей является рассмотрение методики его составления, а не умение интерпретировать информацию, содержащуюся в нем.

Второе -это сложность расчета косвенным методом потока денежных средств от операционной деятельности в общем формате отчета.

Анализировать отчет о движении денежных средств, на первый взгляд, не представляет собой большого интереса. Однако быстро становится очевидным то, какие выгоды можно извлечь от интерпретации прямого последовательного анализа источников потребления денежных средств компании. Рассмотрим технику финансового анализа отчета о движении денежных средств, составленного прямым методом, на практике.

Исходные данные для проведения финансового анализа потоков денежных средств:

Компания по производству пива «Солодков»
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ
(ПРЯМОЙ МЕТОД)

(в млн.руб.)	Кон.года, Дек.,31		
	2004	2003	2002
ОСНОВНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ			
<u>Источники поступления денежных средств</u>			
Денежные средства, поступившие от покупателей	1844	2264	2226
Прочие поступления выручки	6929	7050	6372
Проценты полученные	11	17	13
Возврат налога на доходы полученный	26	13	12
Прочие денежные средства полученные	6	7	8
Приток(денежные средства поступившие от основной деятельности)	8816	9351	8631
<u>Статьи использования денежных средств</u>			
Денежные средства уплаченные поставщикам и работникам	8273	8280	7528
Проценты уплаченные	219	251	219
Налоги на доходы уплаченные	46	64	141
Прочие денежные средства уплаченные	34	26	0
Отток(денежные средства уплаченные по основной деятельности)	8572	8621	7888
Поток денежных средств от основной деятельности	244	730	743
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ			
Платежи по капитальным затратам	-50	0	-2886
Прирост основных фондов и недвижимости	-211	-238	-198
Выручка от продажи основных фондов и недвижимости	63	106	58
Выручка от продажи дочерних компаний, филиалов	0	19	45
Авансирование дочерних компаний, филиалов	-30	0	0
Выручка от продажи рыночных ценных бумаг (приобретенных)	-2	0	-16
Прочая инвестиционная деятельность	-5	0	4
Поток денежных средств от инвестиционной деятельности	-235	-113	-2993
ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО ФИНАНСИРОВАНИЮ			
Кредиты по кредитной линии	295	422	2734
Погашение кредитов по кредитной линии	-55	-808	-635
Поступления от эмиссии долгосрочных облигаций	0	0	1000
Выплата основного долга(долговых обязательств)	-200	-200	-1090
Поступления от эмиссии акций	36	17	502
Выплаченные дивиденды	-109	-102	-87
Прочая финансовая деятельность	5	-6	-107
Поток денежных средств от деятельности по финансированию	-28	-677	2317
Увеличение(уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	-19	-60	67
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	63	123	56
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	44	63	123

Сравнение суммы чистой прибыли и потока денежных средств, полученных от основной деятельности

Чистая прибыль	194	407	264
Отклонения, выявленные при сравнении ЧП и Потока ДС			
Амортизация основных средств	207	232	210
Амортизация нематериальных активов	186	186	165
Общая сумма акций, эмитированных работникам	88	23	10
Убыток от реализации основных фондов и недвижимости	30	18	23
Потери(прирост) активов для продажи	15	-8	59
Потери(прирост) инвестиций	30	0	-28
Размер начисленного пенсионного пособия	-194	-44	52
Уменьшение(увеличение) :			
дебиторская задолженность	1212	-81	-111
Запасы	-111	-147	7
Расходы будущих периодов	-18	2	13
Увеличение(уменьшение):			
Поступления от покупателей	-1280	66	84
кредиторская задолженность	-115	91	36
Резервы по сомнительным долгам	54	-30	2
Отсроченные налоги на прибыль	112	188	126
Задолженность по налогам на прибыль	-16	-9	-33
Пенсионные пособия	-178	-180	-170
Прочие неденежные операции	28	16	34
Поток денежных средств от основной деятельности	244	730	743
Инвестиционная и деятельность по финансированию в неденежных средствах			0
Дополнительная информация			
Выручка начисленная(данные отчета о прибылях и убытках)	8902		
Среднее значение активов(данные баланса)	9606		
Среднее значение собственного капитала(данные баланса)	2736		

1. Коэффициент денежного покрытия процентов за кредит
«Солодков» = $(244+219+46)/219=2.3$

2. Коэффициент денежного покрытия долгосрочных обязательств
«Солодков» = $(244)/200=1.2$

3. Коэффициент денежного покрытия дивидендных выплат
«Солодков» = $(244-200)/109=0.4$

Тот факт, что не все эти коэффициенты денежного покрытия для «Солодков» больше единицы, говорит о том, что компания имеет недостаточный чистый денежный поток от основной деятельности для погашения долгосрочной задолженности, не говоря уже о выплате дивидендов собственникам. Эти сравнительно низкие коэффициенты покрытия сигнализируют о больших обязательствах по обслуживанию долгосрочной задолженности, по сравнению с потоком денежных средств от основной деятельности и соответственно о недостаточном потоке денежных средств по основной деятельности для осуществления новых инвестиций.

4. Коэффициент денежного покрытия выручки (объема продаж)
«Солодков» = $(1844+6929)/8902=0.99$

5. Коэффициент денежного покрытия прибыли
«Солодков» = $(244+219+46)/(194+147+18+207+186)=0.7$
дополнительная информация из отчета о прибылях и убытках:
проценты начисленные
«Солодов» = 147
налоги начисленные
«Солодов» = 18

Величина коэффициента денежного покрытия прибыли предприятия «Солодков» (0.7) отражает существенное расхождение между объемом полученной в деньгах и объемом начисленной прибыли. Если сохранится такая тенденция в будущем, т.е. значение коэффициента < 1, то это приведет к потере финансовой независимости компании.

6. Коэффициент денежного покрытия капитальных затрат
«Солодков» = $(244-109)/(50+211)=0.5$

7. Коэффициент инвестиционного притока
«Солодков» = $(63)/(63+336)=0.2$

8. Коэффициент финансового притока
«Солодков» = $(336)/(336+63)=0.8$

Коэффициент денежного покрытия капитальных затрат предприятия «Солодков» (0.5) свидетельствует о том, что в 2004 году компания не имела возможности финансирования капитальных затрат за счет денежных средств от основной деятельности. С одной стороны, это означает, что компания сократила объем инвестиций в долгосрочные активы и как следствие, приостановило перевооружение производства. С другой стороны, ситуация далека от критической, поскольку компания «Солодков» все еще имеет доступ к источникам внешнего финансирования, при этом не сокращая объем инвестиций, в котором она нуждается при этом не сокращая объем инвестиций в котором нуждается.

9. Коэффициент рентабельности активов по денежному потоку
«Солодков» = $(244+219+46)/9606=5\%$

10. Коэффициент рентабельности собственного капитала по денежному потоку
«Солодков» = $(244+219+46)/2736=18\%$

Справочно : $ROE(2003) = \text{Чистая прибыль} / \text{Среднее значение собственного капитала} = (194/2736) * 100\% = 7\%$

Чем выше значение последней пары коэффициентов, тем лучше для компании. Если мы рассчитаем Однако, при отсутствии исторических данных и данных по конкурентам, не стоит оценивать отрицательно коэффициент рентабельности активов по денежному потоку предприятия «Солодков» (5%). Если числитель рассматривать как индикатор качества полученных доходов, то эти два коэффициента являются индикаторами качества использования активов и инвестиций собственников.

Возвращаясь к оценке эффективности использования собственного капитала компании «Солодков», если мы сравним $ROE(7\%)$ с $CROE(18\%)$, то разница значений показателей равна 2,5 раза. И встает вопрос, как оценить результат работы топ-менеджмента, и здесь, вспоминая ставшее уже «крылатым» выражение прибыль- это только мнение, деньги-это факт, получаем логический вывод -качество работы

менеджмента где-то посередине. А для полноценных выводов нам необходимы исторические данные в динамике лет или сравнительные данные конкурентов.

Оценивая эффективность деятельности компании посредством анализа финансовой отчетности важно использовать не только прошлые данные, но и будущие - приблизительные данные. Приблизительный анализ-это попытка предсказать ситуацию, которая сложится в ближайшем обозримом будущем.

Один из подходов к проведению приблизительного финансового анализа состоит в изучении текущего отчета о движении денежных средств и прогнозировании тех событий, которые скорее всего произойдут в будущем периоде(например, закупки, дивидендные выплаты, погашение долговых обязательств и т.д.) и тех, которых не будет (непредвиденные , экстраординарные события). В данном случае можно провести приблизительную оценку потока денежных средств будущего периода. Очевидно, что достоверность приблизительного анализа зависит от способности финансового аналитика предсказывать будущие события, но, несмотря на это, приблизительный анализ является логическим следствием финансового анализа отчета о движении денежных средств.

Оксана Езерская,
финансовый аналитик

Список использованных источников

1. Брейли Р. , Майерс С. Принципы корпоративных финансов.М: Олимп-Бизнес,1997
Гл.1, 2, 27, 28, 30, 31
2. Brigham E., Houston .Fundamentals of Financial management. Harcourt College Publ, 2001 Chapter 2, 3, 12,16
3. Brigham E., Daves Ph. Intermediate Financial management.Sourth-Western, 2002 Chapter 6, 7, 12
4. Richard Brownlee, Kenneth Ferris. Corporate Financial Reporting. McGrawHill, 2001 Part 2
5. Ван Хорн, Дж. Вахович. Основы финансового менеджмента. М: Изд.дом «Вильямс»,2003Гл. 2, 3, 4
6. Michele Allman-Ward, James Sagner. Essentials of Managing Corporate Cash.Wiley, 2003 Chapter 2, 3, 4, 5
7. Maria Dolfe and Anna Koritz. European Cash Mangement-a guide to the best practice-Wiley,1999 Chapter 2, 3, 4, 8
8. Franklin J Plewa, Jr. T Friedlob. Understanding Cash FlowWiley,1995
9. William J. Bruns. Accounting for managers. Text and cases. Second Edition. Business Harvard School South Western College Publishing, 1999. p.500
10. Учебное пособие для программы MBA «Основы учета и анализа в системе финансового менеджмента» под общ.ред. Д.А.Панкова, Д.Дутто-Мн.: Изд.центр БГУ.-278с.,2003 Автор главы 7.Управление оборотным капиталом.
11. Ресурсы интернет: www.cfin.ru; www.gaap.ru; www.financial-analysis.ru