

Формирование информации о денежных потоках в целях принятия инвестиционных решений

О. В. Ефимова^{1✉}

¹ Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский пр-т, 49, 125167, Москва, Российская Федерация

Для цитирования: Ефимова О. В. Формирование информации о денежных потоках в целях принятия инвестиционных решений // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. 2020. № 2. С. 116–130. DOI: 10.17308/econ.2020.2/2895

Предмет. Исследуются вопросы полезности информации о денежных потоках, раскрываемой в финансовых и корпоративных отчетах, и ее соответствие информационным запросам инвестиционного сообщества. Аналитические возможности финансовой отчетности в части ее использования для целей прогнозирования и финансового моделирования ограничены недостаточной полнотой раскрытий, необходимых для разработки прогнозных моделей. Наряду с показателями финансовой отчетности инвесторы, аналитики и сами компании активно используют альтернативные показатели денежных потоков. Многообразие подходов к определению показателей, характеризующих способность бизнеса создавать денежные потоки для собственников и кредиторов, снижает надежность и объективность результатов инвестиционного анализа, с одной стороны, и создает возможности для манипулирования данными – с другой.

Цели. Комплексное авторское исследование проблемы формирования надежной информации о способности бизнеса создавать денежные потоки в интересах принятия инвестиционных решений.

Методология. В процессе исследования использовались методы логического, статистического, сравнительного, а также лингвистического анализа. В качестве основных объектов сравнительного анализа были рассмотрены показатели прибыли до уплаты процентов, налогов и начисления амортизации, свободного денежного потока, чистого долга и их соотношений. В целях характеристики значимости данных индикаторов для оценки инвестиционной привлекательности акций эмитентов проведен анализ дивидендной политики металлургических компаний и условий, регламентирующих порядок осуществления дивидендных выплат с учетом достигнутых результатов показателей.

Результаты. Результаты исследования позволили сделать рекомендации по раскрытию информации о денежных потоках с целью повышения обоснованности принимаемых инвестиционных решений. Был сделан упор на те аспекты формирования и представления информации о денежных потоках, которые могут существенным образом повлиять на инвестиционную оценку.

Выводы. Исследование показало, что методика формирования показателей денежных потоков в организациях испытывает влияние ряда объективных и субъективных факторов. В целях прогнозирования денежных потоков пользователи нуждаются в раскрытии данных о стратегии, бизнес-модели, источниках создания денежных потоков и направлениях их использования. Раскрытие информации об альтернативных финансовых показателях должно быть основано на тех же принципах, которые применяются при подготовке финансовой отчетности. Совершенствование методики формирования показателей денежных потоков возможно в результате организации открытого информационного диалога с заинтересованными сторонами.

Ключевые слова: денежные потоки, раскрытие информации, альтернативные показатели, финансовая отчетность.

Введение

Способность организации обеспечить провайдерам капитала денежные потоки, адекватные их финансовым требованиям, является главной характеристикой привлекательности

и успешности бизнеса или проекта и имеет основополагающее значение для оценки эффективности инвестиционных решений, управления активами и привлечения капитала.

Необходимой и важнейшей информацией, позволяющей инвесторам, кредиторам и

иным заинтересованным сторонам принимать соответствующие решения, являются отчет о движении денежных средств (далее – ОДДС) и иные сведения, которые позволяют оценить ожидаемые будущие денежные потоки.

ОДДС является важнейшим документом, необходимым для инвестиционного анализа. Данный отчет в меньшей степени подвержен влиянию принимаемых суждений и допущений, чем отчет о финансовых результатах. Вместе с тем ОДДС содержит исторические данные, которые по очевидным причинам не могут быть напрямую использованы для прогнозных оценок будущих денежных потоков. Кроме того, широко используемые в практике финансово-инвестиционного и кредитного анализа показатели, характеризующие денежные потоки организации, такие как свободный денежный поток фирмы, свободный денежный поток для собственников и ряд других важнейших метрик, без дополнительных раскрытий и пояснений отчитывающейся организации могут быть определены и интерпретированы по-разному, что, несомненно, оказывает влияние на принимаемые решения.

Наконец, способность организации создавать денежные потоки в будущем зависит от влияния на них многих финансовых и нефинансовых факторов, включая политику управления дебиторской задолженностью, формирования запасов, взаимодействия с поставщиками и иными контрагентами, которые далеко не всегда находят полное отражение в отчетности, что также создает проблему прогнозирования и построения финансовых моделей, обеспечивающих процесс принятия инвестиционных решений.

Обзор литературы

Известно большое число выполненных профессиональных исследований, имеющих целью оценить полезность информации отчета о движении денежных средств для провайдеров капитала и выявить направления его совершенствования. Среди них прежде всего следует выделить исследования Европейской консультативной группы по финансовой отчетности (EFRAG) [9], Института дипломированных финансовых аналитиков (CFA) [4], международных аудиторских и

консалтинговых компаний (EY [10], PwC [16]) и других, которые оценивают целесообразность действующих способов классификации денежных потоков, способы их представления в отчетности (прямой или косвенный), включение дополнительных аналитических показателей, например свободного денежного потока, в состав отчетных данных, собственно методику их расчета.

Значимость данного вопроса для инвестиционного сообщества состоит в том, что прогноз денежных потоков и их отдельных характеристик традиционно является основным инструментом оценки бизнеса (или акций компаний). Поэтому обоснованность принимаемых решений зависит не только от наличия информации о денежных потоках, но и формах ее представления, используемых классификаций и дополнительных раскрытий. Денежный поток от операционной деятельности традиционно является основой для применения методов дисконтирования денежных потоков в целях определения инвестиционной стоимости (Д. Ендовицкий [17], А. Дамодаран [7; 18], В. Когденко [20], О. Ефимова [19]).

В работах отечественных и зарубежных исследователей раскрываются различные аспекты, связанные с представлением информации о денежных потоках, ее надежности и релевантности для принятия инвестиционных решений. Так, М. Савельева, М. Алексеев, С. Дудин [22] рассматривают проблемы оценки стоимости компании с учетом возможности манипулирования финансовой отчетностью. Авторы указывают на необходимость анализа качества составления отдельных разделов отчета о движении денежных средств, что позволит выявить факты манипулирования информацией, используемой в процессе оценки стоимости компании.

Существующие возможности воздействия на величину денежного потока от операционной деятельности и важнейшие рыночные мультипликаторы в силу гибкой классификации денежных потоков в ОДДС исследуют, в частности, авторы E. Gordon и другие [13]. Известно, что международные стандарты финансовой отчетности (далее – МСФО) допускают возможность гибко подойти к отражению выплаченных и полученных процентов, дивидендов и иных аналогичных денежных потоков в рамках операционной, инве-

стиционной или финансовой деятельности. Изучая отчетность компаний, составленную на основе МСФО в 13 европейских странах, авторы пришли к выводу, что основными детерминантами выбора способа классификации денежных потоков являются финансовые требования к компаниям в виде соответствующих ковенантов. При этом они выявили, что вероятность внесения изменений в классификацию денежных потоков с целью увеличения результата от операционной деятельности имеет положительную корреляцию с инициацией и проведением дополнительной эмиссии акций и отрицательную по отношению к охвату аналитиками, что согласуется с тем, что аналитики играют определенную сдерживающую роль в манипулировании представленными в финансовой отчетности результатами [там же]. В качестве рекомендаций авторы обращают внимание на необходимость принимать во внимание способ классификации денежных потоков в отчетах компаний и их последствия для справедливой оценки стоимости акций.

R. Banker, R. Huang, R. Natarajan [2] исследовали проблему релевантности использования финансовых результатов и денежных потоков в качестве инструмента оценки стоимости и эффективности бизнеса и отмечают растущую роль денежных потоков. К похожему выводу пришли Md K. Verari, F. S. Rahman, A. T. Mollik [3], исследующие роль показателей финансовых результатов и денежных потоков в период глобального финансового кризиса.

Авторы De George, T. Emmanuel, Li, Xi и др. [8], О. В. Рожнова [21] обращают внимание на проблемы сопоставимости показателей финансовой отчетности, включая ОДДС, в результате выбора классификации денежных потоков. В свою очередь M. Charitou, P. Lois и A. Vlittis [6] исследуют предпочтительность выбора между денежными потоками и финансовыми результатами для инвестиционного анализа в страновом аспекте. Согласно выполненному исследованию использование показателей денежных потоков для инвестиционных решений наиболее предпочтительно в тех странах, где вероятность манипулирования финансовыми результатами выше (авторы указывают на англосаксонскую модель), тогда как для континентальной модели более характерно использовать финансовые результаты.

В исследовании D. Givoly, Hayn C. Carla, R. Lehavu [12] рассматривается качество прогнозов денежных потоков аналитиков и делаются выводы об их недостаточной надежности в силу воздействия на денежные потоки многочисленных факторов, включая изменения в рабочем капитале. В продолжение сказанного можно указать на выполненное PwC [16] исследование информационных запросов инвесторов, в котором отмечается целесообразность предоставления заинтересованным пользователям сведений о корректировках, сделанных при расчете операционного денежного потока, с тем чтобы они могли быть согласованы с соответствующими статьями в балансе, в частности статьями дебиторской и кредиторской задолженности, запасов, а также статьями отчета о финансовых результатах.

В свою очередь S. F. Orpurt, Y. Zang [15] исследовали прогностическую ценность раскрытия информации о денежных потоках прямым и косвенным методами и пришли к выводу о том, что такие статьи, как, например, «денежные средства, полученные от клиентов», не могут быть надежно оценены с использованием отчетов о прибылях и убытках и балансовых отчетов или даже отчетов о движении денежных средств, подготовленных косвенным методом. Проведя соответствующие вычисления и анализ, авторы приходят к выводу о предпочтительности прямого метода при прогнозировании будущих потоков денежных средств для инвесторов.

Особое значение представляют исследования, ориентированные на изучение запросов инвестиционного сообщества в части раскрытия необходимых данных о денежных потоках [5]. Результаты исследований свидетельствуют о наибольшей значимости для них понимания бизнес-модели и ее способности генерировать денежные средства как в текущем периоде, так и в будущем, их достаточности для достижения стратегических целей компании, включая удовлетворения требований поставщиков финансового капитала и иных заинтересованных сторон; планируемых источниках привлечения и направлениях использования денежных средств, включая прозрачность дивидендной политики и иных выплат.

Значительный объем работ посвящен тесно связанной с рассматриваемыми вопросами

проблеме использования в инвестиционном анализе так называемых альтернативных показателей денежных потоков, которые не регламентируются стандартами финансовой отчетности, но имеют самое широкое применение на практике. Речь прежде всего идет о таких показателях, как прибыль до уплаты процентов, налогов и начисления амортизации (ЕВITDA), свободного денежного потока (FCF) и некоторых других финансовых показателей. В работах Т. Henry [14], J. Aughton, J. Burns [1] подчеркивается, что, с одной стороны, данные показатели позволяют учитывать специфичные для компаний статьи доходов и расходов, что помогает, например, цифровым компаниям привлекать инвесторов, показывая, что они инновационны и способны создавать ценность, даже если не приносят прибыль. С другой стороны, многочисленные корректировки, осуществляемые компаниями при расчете альтернативных показателей, в частности, затрудняют понимание способности компании создавать денежные потоки среди инвесторов и внешних аналитиков и вызывают потребность их согласования с показателями, порядок расчета которых определяется стандартами отчетности. Опрос инвесторов, проводимый компанией PwC в 2014 г., показал, что только 22 % респондентов-инвесторов доверяют методике расчета рассматриваемых показателей денежных потоков. Результаты опроса, выполненного Институтом CFA в 2016 г., показали, что 80,8 % опрошенных респондентов рассчитывают на те или иные формы дополнительного подтверждения представленных компаниями показателей [4].

В проведенном R. Frankel, S. McVay, M. Soliman исследовании [11] сделан вывод о существовании связи между независимостью совета директоров и надежностью результатов расчета данных показателей. Несомненно, что фактор независимости совета директоров положительно влияет на качество данных и снижает факты манипулирования показателями путем включения доходов (исключения расходов) в целях улучшения результатов.

Отсутствие понятного для пользователей подхода к расчету показателей и полноценных раскрытий методики их определения ведет к несопоставимости данных о денеж-

ных потоках и затрудняет процесс принятия инвестиционных решений. В частности, в настоящее время многие компании в целях привлечения инвесторов увязывают свою дивидендную политику с величиной полученного свободного денежного потока. В этих условиях методология определения данных показателей становится важнейшим вопросом оценки инвестиционной привлекательности компании.

Материалы и методы исследования

В исследовании были использованы данные финансовой отчетности, составленной на основе IFRS, раскрытий и презентаций для инвесторов, представленных на сайтах публичных российских компаний, официального сайта Московской биржи¹, финансово-аналитических и рейтинговых агентств, с целью проведения сравнительного анализа подходов к определению ключевых финансовых показателей, характеризующих денежные потоки и традиционно используемых инвесторами и аналитиками в процессе обоснования и принятия решений. Наряду с этим в работе были использованы результаты проводимых на международном уровне исследований. В качестве основных показателей – объектов сравнительного анализа – были использованы показатели прибыли до уплаты процентов, налогов и начисления амортизации (ЕВITDA), свободного денежного потока (FCF), чистого долга (Net Debt) и их соотношений. В целях характеристики значимости данных индикаторов для оценки инвестиционной привлекательности акций эмитентов проведен анализ дивидендной политики металлургических компаний и условий, регламентирующих порядок осуществления дивидендных выплат с учетом достигнутых результатов показателей.

Результаты

В целях исследования были систематизированы ключевые финансовые драйверы создания стоимости, на основании которых производится оценка стоимости бизнеса и принимаются инвестиционные решения (рис. 1).

¹ Официальный сайт Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX>

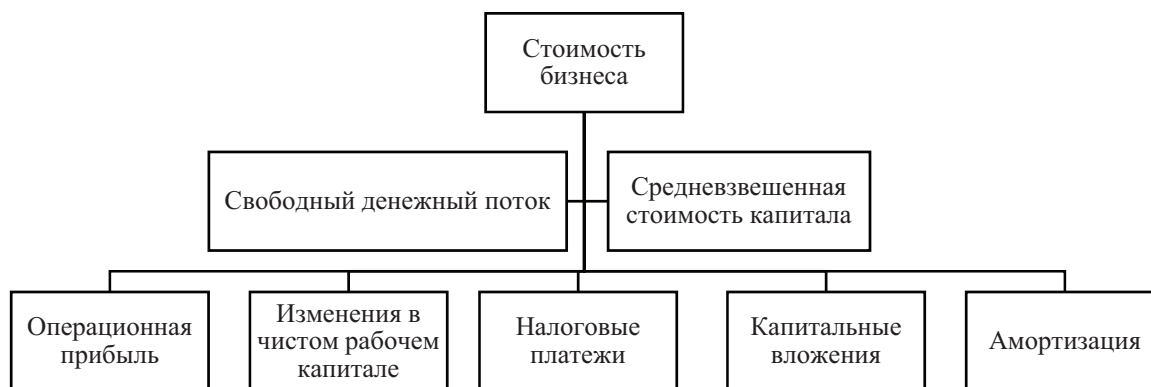


Рис. 1. Финансовые драйверы создания стоимости

Как следует из рис. 1, финансовыми драйверами создания стоимости являются показатели, которые традиционно используются в инвестиционном анализе с использованием DCF моделей², среди которых прежде всего следует выделить показатели чистого денежного потока от операционной деятельности и свободного денежного потока (FCF).

Величина чистого денежного потока от операционной деятельности (NCFO), как это видно из рис. 1, может быть определена как:

$$NCFO = EBIT - \Delta NWC + DA - T, \quad (1)$$

где EBIT – операционная прибыль (прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизационных расходов), ΔNWC – изменения в чистом рабочем капитале в данном периоде, DA – величина начисленной амортизации основных средств и нематериальных активов в данном периоде, T – величина уплаченного налога на прибыль.

Величина свободного денежного потока (FCF), остающегося в распоряжении провайдеров финансового капитала (собственников и кредиторов), в наиболее общем виде определяется как разность величины чистого денежного потока от операционной деятельности и капитальных вложений. Данный важнейший финансовый показатель указывает на возможность компании погашать долговые обязательства, выплачивать дивиденды, выкупать акции или приобретать новые компа-

нии и лежит в основе оценки кредитоспособности и инвестиционной привлекательности компании. Для его определения может быть использована формула

$$FCF = NCFO - Capex = EBIT - \Delta NWC + DA - T - Capex, \quad (2)$$

где Capex – величина инвестиций в данном периоде.

Если сделать предварительное допущение (как будет показано далее, данное допущение не всегда соответствует принятой в конкретной компании методике расчета показателя), что

$$EBIT + DA = EBITDA, \quad (3)$$

где EBITDA – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизационных отчислений, то можем записать, что величина

$$FCF = EBITDA - \Delta NWC - T - Capex. \quad (4)$$

Показатели свободного денежного потока широко используются инвесторами для оценки стоимости акций, привлекательности условий дивидендной политики и других ключевых вопросов инвестиционного анализа. При этом, как известно, существуют два основных показателя свободного денежного потока – свободный денежный поток фирмы (FCFF) и свободный денежный поток, доступный собственникам (FCFE).

Хорошо известна формула для определения приведенной стоимости денежных потоков, являющаяся основой инвестиционной оценки бизнеса или проекта:

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^t}, \quad (5)$$

² DCF модель – финансовая модель, основанная на дисконтировании денежных потоков, позволяющая определить справедливую стоимость актива в целях долгосрочных инвестиций или стратегической покупки. Например, подобные модели широко применяются при оценке справедливой стоимости акций, в сделках слияний и поглощений и иных случаях при оценке стоимости бизнеса.

где FCF_t – показатель свободного денежного потока в соответствующий период времени, WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Таким образом, надежность данных, характеризующих величину FCF в различные периоды времени и ее отдельных составляющих: операционного денежного потока, капитальных вложений, принимаемых к расчету, собственно порядка определения данных показателей, может существенным образом повлиять на инвестиционную оценку бизнеса. При этом следует учитывать существование связи бизнес-модели и денежных потоков, которая проявляется через организацию бизнес-процессов, включая получение выручки в разрезе отдельных видов деятельности или сегментов бизнеса, формирование расходов, взаимоотношения с контрагентами и другие связанные аспекты деятельности. Все это определяет значимость раскрытия данных существенных фактов. Раскрытие инвестиционной политики с выделением капитальных вложений, направляемых на поддержание производительности, рост и расширение бизнеса, а также финансовые инвестиции, в свою очередь, является необходимым для прогнозирования и служит основой для определения величины свободного денежного потока.

В то время как рассмотренные драйверы создания стоимости являются общими для большинства финансовых моделей любых компаний, факторы, определяющие их поведение и значимость влияния на стоимость у разных организаций, варьируют существенным образом в зависимости от их отраслевых особенностей, наличия или отсутствия конкурентных преимуществ, лояльности клиентов, устойчивости цепочки поставок, эффективности корпоративного управления и пр. Указанные факторы, или операционные (нефинансовые) драйверы стоимости, оказывают самое непосредственное влияние на денежные потоки и способны повлиять на оценку величины справедливой стоимости бизнеса, инвестиционного проекта или акций компаний. Понимание данных факторов является необходимым условием обоснованности разрабатываемых финансовых моделей и, таким образом, требует раскрытия в финансовой отчетности.

Рассмотренные показатели EBITDA, FCF и некоторые другие, например отношения «Чистый долг / EBITDA»; «FCF / Долг», традицион-

но используются при определении кредитных рейтингов, а также при разработке и реализации дивидендной политики. Проблема состоит в том, что в настоящее время нет общепринятого стандартизированного расчета данных показателей. Перед инвесторами, аналитиками, собственно отчитывающимися организациями возникают вопросы, например, о том, должен ли показатель FCF включать все долгосрочные инвестиции за период или только капитальные вложения, связанные с заменой основных средств и поддержанием текущего уровня производительности, следует ли включать в его расчет инвестиции в проекты, связанные с ростом и развитием бизнеса, а также финансовые инвестиции, в частности, в приобретение дочерних и ассоциированных компаний; денежные средства от продажи внеоборотных активов и множество других.

Не меньше вопросов без соответствующего анализа статей доходов и расходов и их раскрытия вызывает расчет показателя EBITDA (как правило, в своих отчетах компании используют термин «скорректированная EBITDA»). Данный показатель может рассматриваться как компромиссный вариант между операционным финансовым результатом, рассчитываемым по данным отчета о финансовых результатах, и денежным потоком от операционной деятельности в ОДДС. Несмотря на то что показатель EBITDA не входит в состав обязательных показателей финансовой отчетности организаций и, следовательно, общепринятые требования к его расчету отсутствуют, компании, как правило, широко используют его в своей управленческой отчетности и раскрывают в годовых отчетах. Показатель EBITDA широко используется в кредитном и инвестиционном анализе при его сопоставлении с суммой процентов к уплате или величиной чистого долга. На основе его анализа стремятся оценить способность организации обслуживать и погашать свои обязательства, а также справедливую стоимость акций компании⁵.

Существуют два основных подхода к определению данного показателя: «сверху вниз», когда в расчет включаются показатели выручки, себестоимости, иных с точки зрения организации операционных расходов и доходов, и

⁵ Имеются в виду известные мультипликаторы Net Debt/EBITDA и EV/EBITDA, используемые в оценке бизнеса.

подход «снизу вверх», когда определение данного показателя осуществляется путем добавления к величине чистой прибыли (или прибыли до налогообложения), сумм налога на прибыль, процентов к уплате, амортизации и некоторых других. В идеальном случае оба подхода должны дать одинаковые результаты, но проблема состоит в том, что при расчете «снизу вверх» у аналитика возникают вопросы о включении/невключении в расчет показателя EBITDA прочих доходов и расходов, которые в большинстве случаев имеют разовый и случайный характер.

Как и любой показатель, наряду со своими преимуществами, показатель EBITDA имеет недостатки. Тот факт, что данный показатель не подпадает под общепринятые стандарты финансовой отчетности, влечет за собой определенную свободу его определения со стороны коммерческих организаций. Компании используют разные показатели прибыли в качестве отправной точки для определения EBITDA, а также различный состав принимаемых к расчету статей доходов и расходов, что без соответствующего раскрытия создает возможности для манипулирования.

Методика определения величины операционного денежного потока – основы расчета показателя FCF – также варьирует у различных компаний, о чем свидетельствуют результаты проведенных исследований. Отдельную проблему представляет расчет величины свободного денежного потока у лизингополучателя, поскольку у таких организаций лизинговые платежи не относятся к инвестиционной деятельности, что завышает величину FCF в сравнении с аналогичным показателем компаний, приобретающих основные средства за счет заемных средств. В табл. 1 представлены результаты сравнительного анализа подходов к определению ключевых показателей, определяемых на основе денежных потоков, проведенного на основе данных финансовой отчетности, составленной по МСФО, а также презентаций для инвесторов, опубликованных на корпоративных сайтах ряда российских металлургических компаний⁴.

Как следует из данных табл. 1, расчет практически всех рассмотренных показателей у

конкретных компаний имеет свои особенности. При этом сами компании в своих отчетах отмечают, что, поскольку данные показатели не относятся к числу регламентированных стандартами, возможности их сравнительного анализа являются ограниченными.

Как отмечалось ранее, показатели денежных потоков оказывают непосредственное влияние на инвестиционные решения. В табл. 2 показана зависимость проводимой компаниями дивидендной политики от значений показателей денежных потоков. Источниками данных стали финансовые отчеты и презентации для инвесторов, представленные на сайтах компаний.

Таблица 2 наглядно свидетельствует о том, что компании весьма активно используют альтернативные показатели при разработке финансовой стратегии и дивидендной политики.

Таким образом, не вызывает сомнения необходимость прозрачности определения и доступности методики расчета рассматриваемых показателей для инвесторов и других заинтересованных сторон. Кроме того, инвесторы, аналитики и рейтинговые агентства, активно использующие данные показатели, могут иметь собственную методику их определения. Все это еще раз подтверждает необходимость предоставления пользователям достаточно детализированной информации, которая позволила бы рассчитать и провести сравнительный анализ показателей на основе единого подхода.

Обсуждение результатов

Как показывают исследования, одной из проблем, с которой сталкиваются заинтересованные пользователи, является непрозрачность используемой методики расчета показателей денежных потоков при их самом активном использовании как самими компаниями, так и аналитиками.

В целях решения проблемы предоставления заинтересованным сторонам существенной информации о денежных потоках предлагаем использовать систему раскрытий информации, позволяющую представить данные в их взаимной увязке с показателями финансовой отчетности. С этой целью могут быть использованы аналитические таблицы, отражающие порядок формирования показателей и представляющие взаимную увязку показателей финансовой отчетности и расчетных показателей денежных

⁴ Отбор компаний для анализа осуществлялся исходя из доступности и полноты раскрытия информации.

Подходы к определению показателей денежных потоков в отчетах российских компаний

Показатель	ММК	Северсталь	ЕВРАЗ	ЧТПЗ
ЕБИТДА	Операционная прибыль, скорректированная на суммы амортизации, прибыли/убытка от выбытия долгосрочных активов, включая прибыль от участия в ассоциированных компаниях ¹	Операционная прибыль, скорректированная на суммы амортизации производственных долгосрочных активов, результат выбытия основных средств и нематериальных активов ²	Операционная прибыль, скорректированная на суммы расходов на содержание социальной сферы и инфраструктуры, обесценение нефинансовых активов, прибыль/убыток от выбытия основных средств и нематериальных активов, курсовые разницы, амортизационные расходы ³	Сумма прибыли/убытка за период, скорректированная на финансовые доходы и расходы, налог на прибыль и амортизацию, курсовые разницы, изменение справедливой стоимости производных финансовых инструментов, прибыль/убыток от выбытия основных средств и нематериальных активов, дочерних компаний, обесценение активов, гудвилла, социальные расходы, расходы на благотворительность
Инвестиции, Capex	Инвестиции в основные средства и нематериальные активы, разделяют проекты расширения и замены	Инвестиции в основные средства и нематериальные активы, разделяют проекты расширения и замены	Приобретение основных средств и нематериальных активов, разделяют проекты расширения и замены	Инвестиции в основные средства и нематериальные активы, разделяют проекты расширения и замены
Свободный денежный поток, FCFF	Скорректированная ЕБИТДА за вычетом изменения в чистом рабочем капитале, процентных расходов, налогов, капитальных вложений	Чистый денежный поток от операционной деятельности за вычетом инвестиций в основные средства и нематериальные активы плюс проценты и дивиденды полученные, плюс результат выбытия внеоборотных активов	ЕБИТДА за вычетом неденежных статей, изменений в оборотном капитале, уплаченных налогов, процентных платежей, процентных доходов и расходов, за вычетом капитальных затрат, в том числе отраженные в финансовой деятельности, покупки дочерних компаний, полученных денежных средств от продажи/выбытия долгосрочных активов, предназначенных для продажи, а также другие денежные потоки от инвестиционной деятельности	Чистый денежный поток от операционной деятельности (исключает процентные платежи) за вычетом налога на прибыль, чистых процентных платежей, капитальных затрат ⁴
Общий долг	Долгосрочные и краткосрочные заимствования, обязательства по аренде	Долговое финансирование	Долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы, обязательства по операционной и финансовой аренде	Долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы, облигации ⁵
Чистый долг, Net Debt	Общий долг за вычетом денежных средств и их эквивалентов, а также банковских депозитов	Долговое финансирование за вычетом денежных средств и ликвидных краткосрочных финансовых активов	Общий долг за вычетом денежных средств и ликвидных краткосрочных финансовых активов	Общий долг за вычетом денежных средств и ликвидных краткосрочных финансовых активов

¹ URL: http://eng.mmk.ru/upload/iblock/36b/Presentation_2018_Website.pdf² URL: https://www.severstal.com/rus/ir/results_reports/³ URL: <https://www.evraz.com/en/news-and-media/press-releases-and-news/evraz-announces-unaudited-interim-financial-results-for-h1-2019/>⁴ URL: https://chelpipe.ru/upload/iblock/8c7/Presentation_FY2019_10.03.pdf⁵ URL: https://chelpipe.ru/upload/iblock/637/Presentation%20FY2018_final.pdf

Зависимость проводимой компаниями дивидендной политики от значений показателей денежных потоков

Дивидендная политика	ММК	Северсталь	ЕВРАЗ	ЧТПЗ
	Если «Чистый долг / EBITDA» < 1,0х, то сумма дивидендов, как правило, будет составлять не менее 100 % свободного денежного потока.	Если «Чистый долг / EBITDA» < 1,0х, то сумма дивидендов по результатам календарного года будет эквивалентна 100 % размера свободного денежного потока.	«Ежегодные выплаты в объеме не менее... в год при сохранении соотношения «Чистый долг / EBITDA» ниже 3х» ⁸	Если «Чистый долг / EBITDA» < 1,5х, сумма дивидендов... составит не менее 100 % чистой прибыли по МСФО или свободного денежного потока по большему из показателей.
	Если «Чистый долг / EBITDA» > 1,0х, то сумма дивидендов, как правило, будет составлять не менее 50 % свободного денежного потока ⁶	Если «Чистый долг / EBITDA» < 0,5х, то размер выплаченных дивидендов может превысить 100 % размера свободного денежного потока. Если «Чистый долг / EBITDA» > 1,0х, сумма дивидендов по результатам календарного года будет эквивалентна 50 % размера свободного денежного потока до тех пор, пока коэффициент «Чистый долг / EBITDA» не уменьшится до 1,0х или ниже ⁷		Если «Чистый долг / EBITDA» >= 1,5х и < 2,5х, дивидендные выплаты не менее 70 % чистой прибыли по МСФО или не менее 100 % свободного денежного потока по большему из показателей. Если «Чистый долг / EBITDA» >= 2,5х и < 3,5х, дивидендные выплаты не менее 50 % чистой прибыли по МСФО или не менее 75 % свободного денежного потока по большему из показателей. Если «Чистый долг / EBITDA» >= 3,5х, выплаты дивидендов на усмотрение совета директоров ⁹

потоков. В качестве иллюстрации для раскрытия выбраны показатели EBITDA и FCF.

В табл. 3 и 5 продемонстрированы два основных подхода к определению показателя EBITDA: «сверху вниз», т. е. от выручки к величине операционной прибыли, или «снизу вверх», т. е. от чистой прибыли к выручке. Как хорошо видно из данных табл. 3, вне зависимости от выбранного метода результат определения показателя будет одинаковым, однако в дальнейшем, при проведении факторного анализа данного показателя и представлении его результатов в отчетности, важно ориентироваться на подход «сверху вниз». Очевидно, что изменение уплаченного налога на прибыль, процентов, начисленной амортизации и других статей, задействованных в расчете показателя при использовании подхода «снизу вверх», не может быть факторами его изменения.

Для определения и расчета показателя свободного денежного потока будут использованы данные табл. 4.

Опираясь на данные ОДДС (табл. 4), можно сформировать итоговую аналитическую таблицу, позволяющую раскрыть методику расчета показателей, а также их взаимную увязку с показателями финансовой отчетности (табл. 5).

Аналогичные раскрытия следует выполнить относительно иных показателей, значимых для финансовой стратегии организации и заинтересованных сторон. Так, в раскрытии нуждаются показатели чистого долга, величины и состава капитальных вложений и иных инвестиций, свободного денежного потока, доступного собственникам FCFE, уплачиваемых дивидендов и иных выплат собственникам.

⁶ URL: http://mmk.ru/for_investor/shares/dividends/

⁷ URL: https://www.severstal.com/rus/ir/shareholder_information/dividends/

⁸ URL: <https://www.finanz.ru/novosti/aktsii/evraz-ne-planiruet-menyat-dividendnuyu-politiku-1028610035>

⁹ URL: <https://chelpipe.ru/press-center/gruppa-chtpz-utverdila-novuyu-dividendnuyu-politiku/>

Т а б л и ц а 3

Формирование показателя EBITDA и его взаимная увязка с показателями отчета о финансовых результатах (отчета о совокупном доходе), млн руб.

№ п/п	Показатель	Отчетный период	Прошедший период
1	Выручка	22 000	20 000
2	Себестоимость	(16 500)	(15 000)
3	Валовая прибыль	5 500	5 000
4	Коммерческие расходы	(1 500)	(1 100)
5	Управленческие расходы	(1 200)	(800)
6	Операционная прибыль	2 800	3 100
7	Амортизация основных средств и нематериальных активов	600	550
8	EBITDA	3 400	3 650
9	Амортизация основных средств и нематериальных активов	(600)	(550)
10	Финансовые доходы	100	100
11	Проценты к уплате	(1 000)	(1 000)
12	Прибыль до уплаты налогов	1 900	2 200
13	Налог на прибыль	(380)	(440)
14	Чистая прибыль (убыток)	1 520	1 760

Т а б л и ц а 4

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

№ п/п	Показатель	Отчетный период	Прошедший период
	Операционная деятельность		
1	Прибыль до уплаты налогов	1 900	2 200
	Корректировки:		
2	Амортизация основных средств и нематериальных активов	600	550
3	Начисленные проценты к уплате	1000	1000
4	Изменение чистого рабочего капитала	(300)	(600)
	в том числе за счет:		
5	(Увеличения) / уменьшения дебиторской задолженности	(500)	(400)
6	(Увеличения) / уменьшения запасов	(400)	(300)
7	Увеличения / (уменьшения) кредиторской задолженности	600	100
8	Уплаченные проценты	(980)	(990)
9	Налог на прибыль уплаченный	(360)	(430)
10	Денежный поток от операционной деятельности	1860	1730
	Инвестиционная деятельность		
11	Приобретение основных средств	(1500)	(1500)
12	Приобретение нематериальных активов	(100)	0
13	Денежный поток от инвестиционной деятельности	(1600)	(1 500)
	Финансовая деятельность		
14	Привлечение кредитов и займов	0	0
15	Погашение задолженности по аренде	0	0
16	Выплата дивидендов	(220)	(180)
17	Денежный поток от финансовой деятельности	(220)	(180)
18	Увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	40	50
19	Денежные средства и их эквиваленты на начало периода	1 120	1 070
20	Денежные средства и их эквиваленты на конец периода	1 160	1 120

Раскрытие информации о порядке определения показателей EBITDA и FCF

Показатель	Отчетный период, млн руб.	Прошедший период, млн руб.	Описание формулы расчета	Взаимная увязка показателей
ЕБИТДА	3 400	3 650	Выручка – себестоимость – коммерческие расходы – управленческие расходы + амортизация или (альтернативный подход) чистая прибыль + налог на прибыль + проценты к уплате – финансовые доходы + амортизация	Данные табл. 3 Стр. 1 – стр. 2 – стр. 4 – стр. 5 + стр. 7 или (альтернативный подход) стр. 13 + стр. 12 + стр. 11 – стр. 10 + стр. 9
FCF	260	230	ЕБИТДА – изменение чистого рабочего капитала – уплаченные проценты – уплаченные налоги – приобретение основных средств – приобретение нематериальных активов + финансовые доходы	ЕБИТДА – табл. 4, стр. 4 – табл. 4, стр. 8 – табл. 4, стр. 9 – табл. 4, стр. 11 – табл. 4, стр. 12 + табл. 3, стр. 10

Важно подчеркнуть, что табл. 5 имеет целью продемонстрировать возможный способ представления информации и раскрытия взаимосвязи показателей финансовой отчетности, порядок формирования которых определяется стандартами (и, следовательно, подтверждается аудиторами), и рассматриваемых альтернативных показателей (ЕБИТДА, FCF и других), а не рекомендовать способ расчета самих показателей, поскольку, как отмечалось ранее, исходя из особенностей бизнес-модели, проводимой финансовой стратегии, учетной политики и других значимых аспектов деятельности компании, выбирают уместную методику определения показателей. Используемые в табл. 5 подходы к расчету показателей на практике будут, несомненно, уточнены с учетом отмеченных факторов и условий деятельности.

Заключение

Анализ и прогнозная оценка денежных потоков являются важнейшими инструментами обоснования инвестиционных решений, а сами показатели используются как ключевые элементы разработки финансовых моделей.

Проведенное исследование показало, что методика формирования показателей денежных потоков в организациях испытывает влияние ряда объективных и субъективных факторов, включая требования стандартов финансовой отчетности, выбор учетной политики, систему корпоративного управления, особен-

ности бизнес-модели, требования провайдеров капитала, независимость совета директоров, эффективность системы внутреннего контроля и аудита компании и некоторые другие.

В процессе исследования был сделан упор на те аспекты формирования и представления информации о денежных потоках, которые могут существенным образом повлиять на инвестиционную оценку. Учитывая, что ОДДС в составе финансовой отчетности компании имеет общие цели и ориентирован на широкий круг пользователей, к нему должны быть предоставлены необходимые раскрытия информации, включая используемые в отчитывающейся организации принципы классификации денежных потоков, решения о критериях признания денежных эквивалентов и другие существенные для анализа денежных потоков сведения.

Наряду с собственно показателями ОДДС, инвесторы, аналитики и сами компании активно используют альтернативные показатели, позволяющие представить внешним пользователям сведения, раскрывающие способность организации создавать стоимость. В то же время отсутствие единого порядка их определения дает возможность отчитывающимся компаниям воздействовать на представляемые результаты путем включения в расчет или исключения тех или иных статей доходов и расходов. В этих условиях пользователи теряют уверенность в надежности представленных результатов и, что не менее важно, испытыва-

ют затруднения в проведении сравнительного анализа показателей, необходимого в процессе оценки инвестиционной привлекательности.

Не рассматривая случаи манипулирования данными, можно предположить, что, выполняя корректировки, компании руководствуются соображениями, проистекающими из требований корпоративного управления, особенностей бизнес-моделей и другими причинами, в том числе связанными с обстоятельствами непреодолимой силы, включая последствия стихийных бедствий и эпидемий, в частности COVID-19. Однако при всех различиях подходов инвесторам важно понимать общие тренды, например, как будут учитывать риски и потери от пандемии в своих показателях, прежде всего EBITDA, компании одной отрасли. Соответственно, данные существенные соображения должны быть представлены внешним пользователям, с тем чтобы они приняли их в свои расчеты и использовали при построении системы допущений, обязательных при разработке финансовых моделей.

Проведенное исследование подходов к формированию показателей, характеризующих денежные потоки в компаниях металлургической отрасли по данным их корпоративной отчетности, выявило расхождения, иногда значительные. Сами компании, отмечая факт, что данные показатели не регламентируются общепринятыми стандартами, указывают на ограниченную возможность их сравнительного анализа. Это, несомненно, создает весьма существенную проблему для всего инвестиционного сообщества.

Результаты выполненного исследования, обобщение мнений и позиций международных профессиональных организаций позволили сделать следующие рекомендации по раскрытию информации о денежных потоках в интересах заинтересованных сторон.

Для прогнозирования денежных потоков и разработки финансовых моделей пользователи нуждаются в данных о стратегии, бизнес-модели, источниках создания денежных потоков и направлениях их использования.

Раскрытие информации об альтернативных финансовых показателях, становясь все более принятым в корпоративных отчетах компаний, должно быть основано на тех же принципах, которые применяются при подготовке финансовой отчетности.

Самостоятельному раскрытию подлежат те показатели, которые связаны со стратегией (финансовой, инвестиционной, дивидендных и иных выплат собственникам) и требованиями провайдеров капитала – принцип существенности.

Выбранный способ расчета показателей должен оставаться неизменным, либо факты изменения методики должны быть раскрыты и прокомментированы – принцип последовательности.

Выбор используемого подхода к расчету показателей должен быть объясним исходя из действующей бизнес-модели – принцип уместности.

Выполняемые корректировки должны быть понятны и объяснимы в контексте деятельности организации.

Соотношение показателей финансовой отчетности и альтернативных метрик должно быть описано и представлено в пояснениях – принцип прозрачности.

Инвесторы, аналитики и иные заинтересованные стороны должны понимать содержание корректировок и иметь возможность при необходимости выполнить собственный расчет исходя из предоставленных компанией данных – принцип полезности.

Целями сделанных рекомендаций является повышение эффективности, информативности и надежности данных о денежных потоках, включая альтернативные метрики и показатели.

Нет сомнения, что совершенствование методики формирования показателей денежных потоков возможно прежде всего в результате организации открытого информационного диалога с заинтересованными сторонами, включая инвестиционное сообщество, профессиональные организации и их вовлечения в процесс обсуждения корпоративных отчетов.

Очевидно, что проблема формирования надежной и полезной информации о денежных потоках организации является настолько многоаспектной, что требует дальнейшего исследования и продолжения научной дискуссии.

Конфликт интересов

Авторы декларируют отсутствие явных и потенциальных конфликтов интересов, связанных с публикацией настоящей статьи.

Библиографический список

1. Aughton J., Burns J. "Minding the Non-GAAP Measures: How to Establish Disclosure Controls for Non-GAAP Measures." CFO.com. 2016. URL: <https://www.cfo.com/accounting/2016/09/minding-non-gaap-measures/>
2. Banker R. D., Huang R., Natarajan R. Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flows // Journal of Accounting Research. Vol. 47, Issue 3. – 2009. – P. 647–678.
3. Bepari Md K., Rahman F.S., Mollik A.T. Value relevance of earnings and cash flows during the global financial crisis // Review of Accounting and Finance. 2013.12(3):226-251
4. CFA Institute. Financial reporting disclosure. Investor Perspectives on Transparency, Trust, and Volume. 2013. URL: <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/policy-positions/financial-reporting-disclosures-investor-perspectives-on-transparency-trust-and-volume>
5. CFA Institute. Bridging the Gap: Ensuring Effective Non-GAAP and Performance Reporting?, 2016. <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/bridging-the-gap-ensuring-non-gaap-and-performance-reporting.ashx>
6. Charitou, M., Lois, P., Vlittis, A. (2010) Do capital markets value earnings and cash flows alike? International empirical evidence // Journal of Applied Economic Sciences, 5(3), 173-183.
7. Damodaran A. Going to Pieces: Valuing Users, Subscribers and Customers/New York University – Stern School of Business/ 2020/ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3175652
8. De George, Emmanuel T., Li, Xi and Shivakumar, Lakshmanan (2016) A review of the IFRS adoption literature // Review of Accounting Studies, 21 (3). pp. 898-1004. ISSN 1380-6653 DOI: 10.1007/s11142-016-9363-1
9. EFRAG The Statement of Cash Flows: Issues for Financial Institutions 2016. URL: <https://www.efrag.org/Activities/335/Statement-of-Cash-Flows-issues-for-Financial-Institutions>
10. EY Financial reporting developments Statement of cash flows. Accounting Standards Codification. Updated as of June 2019. URL: https://www.ey.com/en_us/assurance/accountinglink/financial-reporting-developments-statement-of-cash-flows
11. Frankel, R., McVay, S., Soliman, M. Non-GAAP earnings and board independence // Review of Accounting Studies. – 2011. – Vol. 16(4). – P. 719–744.
12. Givoly D., Carla Hayn C., Lehavy R. The Quality of Analysts' Cash Flow Forecasts // The Accounting Review. – 2009. – Vol. 84, no. 6. – P. 1877–1911.
13. Gordon E.A., Henry E., Jorgensen B.N., Linthicum C.L. Flexibility in cash-flow classification under IFRS: determinants and consequences // Linthicum Published online. – 2017. – DOI: 10.1007/s11142-017-9387-1
14. Henry T. F., Wertz R. R., Rosenthal D. A. The Gap between GAAP and Non-GAAP // The CPA Journal. – 2020. – Vol. 90(2). – P. 60–65.
15. Orpurt S. F., Zang Y. Do Direct Cash Flow Disclosures Help Predict Future Operating Cash Flows and Earnings? // The Accounting Review. – 2009. – Vol. 84, no. 3. – P. 893–935.
16. PwC 2014. "Corporate Performance: What Do Investors Want to Know? Reporting Adjusted Performance Measures. URL: www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporatereporting/assets/pdfs/pwc-reporting-adjusted-performance-measures.pdf
17. Анализ инвестиционной привлекательности организации: научное издание / коллектив авторов ; под ред. Д. А. Ендовицкого. – М. : Кнорус, 2014. – 374 с.
18. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М. : Альпина Паблишер, 2017. – 1316 с.
19. Ефимова О. В. Интеграция аспектов устойчивого развития в процесс обоснования инвестиционных решений / О. В. Ефимова // Экономический анализ: теория и практика. – 2018. – № 1. – С. 48–65. – DOI: 10.24891/ea.17.1.48
20. Когденко В. Г. Методика финансового моделирования на основе публикуемой консолидированной отчетности / В. Г. Когденко // Экономический анализ: теория и практика. – 2017. – Т. 16, № 7. – С. 1269–1285. <https://doi.org/10.24891/ea.16.7.1269>
21. Рожнова О. В. Современные тенденции развития финансовой отчетности / О. В. Рожнова // Учет, анализ, аудит. – 2018. – Т. 5, № 2. – С. 26–35.
22. Савельева М. Ю. Проверка качества составления отчета о движении денежных средств в российских компаниях / М. Ю. Савельева, М. А. Алексеев, С. А. Дудин // Международный бухгалтерский учет. – 2018. – Т. 21, вып. 9. – С. 1024–1036.

Ефимова Ольга Владимировна, доктор экономических наук, профессор, профессор департамента учета, анализа и аудита, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
E-mail: OEfimova@fa.ru
ORCID ID: 0000-0002-3574-6916

Поступила в редакцию 27.04.2020
Подписана в печать 14.05.2020

Formation of information on cash flows for the purpose of investment decisions

O. V. Efimova¹✉

¹ Financial University under the Government of the Russian Federation

Cite as: Efimova O. V. (2020). Formation of information on cash flows for the purpose of investment decisions. *Proceedings of Voronezh State University*. Series: Economics and Management. 2, 116-130. (In Russ., abstract in Eng.) DOI: 10.17308/econ.2020.2/2895

Importance. The article explores the usefulness of cash flow information disclosed in financial and corporate reports and its relevance to the information needs of the investment community. The analytical capabilities of financial reporting for forecasting and financial modeling purposes are limited by the insufficient completeness of disclosures necessary for the development of forecast models. Along with financial reporting indicators, investors, analysts and companies themselves are actively using alternative indicators of cash flows or non-GAAP indicators. The variety of approaches to the determination of non-GAAP indicators reduces the reliability of the investment analysis, on the one hand, and creates conditions for data manipulation, on the other.

Objectives. A comprehensive author's study of the forming reliable information about the business ability to create cash flows in the interest of making investment decisions.

Methods. In the research process, we used the methods of logical, statistical, comparative, as well as linguistic analysis. As the main objects of comparative analysis, we considered indicators of profit indicators before interest, taxes and depreciation, free cash flow, net debt and their ratios. In order to characterize the significance of these indicators for assessing the investment attractiveness of issuers, we provided the analysis of the metallurgical companies' dividend policy and its connection with considering metrics.

Results. The results of the study include recommendations on the cash flow disclosure in order to increase the validity of investment decisions. We focused on those aspects of cash flow disclosures that could significantly affect the investment assessment.

Conclusions and Relevance. The study showed that the methodology for the formation of cash flow indicators in the organizations is affected by different factors. In order to provide information for cash flow forecast and modelling, reporting companies should disclose data on strategies, business models, sources of cash flows and directions of their use. Non-GAAP indicators' disclosure should be based on the same principles that apply in preparing financial statements. All material adjustments carried out with the calculation of the non-GAAP indicators should be presented to users.

Key words: cash flows, information disclosure, non-GAAP indicators, financial statements.

Conflict of Interest

The authors declare that there are no obvious or potential conflicts of interest associated with the publication of this article.

References

1. Aughton, J. & Burns J. (2016) Minding the Non-GAAP Measures: How to Establish Disclosure Controls for Non-GAAP Measures. CFO.com. URL: ww2.cfo.com/accounting/2016/09/minding-non-gaap-measures
2. Banker, R. D., Huang, R. & Natarajan, R. (2009) Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting Research*, 47, 3, 647-678. (In Russ.)
3. Bepari, Md K., Rahman, F. S., & Mollik, A. T. (2013) Value relevance of earnings and cash flows during the global financial crisis. *Review of Accounting and Finance*, 12(3), 226-251. (In Russ.)
4. CFA Institute Financial reporting disclosure. Investor Perspectives on Transparency, Trust, and Volume. 2013 URL: <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/policy-positions/financial-reporting-disclosures-investor-perspectives-on-transparency-trust-and-volume>
5. CFA Institute Bridging the Gap: Ensuring Effective Non-GAAP and Performance Reporting',

2016. URL: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/bridging-the-gap-ensuring-non-gaap-and-performance-reporting.ashx>
6. Charitou, M., Lois, P. & Vlittis, A. (2010) Do capital markets value earnings and cash flows alike? International empirical evidence. *Journal of Applied Economic Sciences*, 5(3), 173-183. (In Russ.)
 7. Damodaran, A. (2018). Going to Pieces: Valuing Users, *Subscribers and Customers*. Subscribers and Customers (May 23, 2018).
 8. De George, Emmanuel. T., Li, Xi & Shivakumar, Lakshmanan. (2018) A review of the IFRS adoption literature. *Review of Accounting Studies*, 21 (3), 898-1004. (In Russ.) DOI: 10.1007/s11142-016-9363-1
 9. EFRAG The Statement of Cash Flows: Issues for Financial Institutions 2016 URL: <https://www.efrag.org/Activities/335/Statement-of-Cash-Flows-issues-for-Financial-Institutions>
 10. EY Financial reporting developments Statement of cash flows. Accounting Standards Codification. Updated as of June 2019. URL: https://www.ey.com/en_us/assurance/accountinglink/financial-reporting-developments-statement-of-cash-flows
 11. Frankel, R., McVay, S., & Soliman, M. (2011) Non-GAAP earnings and board independence. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 719-744.
 12. Givoly, D., Carla Hayn, C., & Lehavy, R. (2009) The Quality of Analysts Cash Flow Forecasts. *The Accounting Review*, 84, 6, 1877-1911. (In Russ.)
 13. Gordon, E. A., Henry, E., Jorgensen, B. N., & Linthicum, C. L. (2017) Flexibility in cash-flow classification under IFRS: determinants and consequences. *Linthicum Published online*. (In Russ.) DOI: 10.1007/s11142-017-9387-1
 14. Henry, T. F., Wertz, R. R., & Rosenthal, D. A. (2020). The Gap between GAAP and Non-GAAP. *The CPA Journal*, 90(2), 60-65.
 15. Orpurt, S.F. & Zang, Y. Do (2009) Direct Cash Flow Disclosures Help Predict Future Operating Cash Flows and Earnings? *The Accounting Review*, 84, 3, 893-935. (In Russ.)
 16. PwC 2014. "Corporate Performance: What Do Investors Want to Know? Reporting Adjusted Performance Measures". URL: www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporatereporting/assets/pdfs/pwc-reporting-adjusted-performance-measures.pdf
 17. Endovitsky, D. A. (ed.) (2014) *Analysis of the investment attractiveness of an organization*. Moscow. Knorus. (In Russ.)
 18. Damodaran, A. (2017) *Investment valuation. Tools and methods for valuing any assets*. Moscow. Alpina Publisher. (In Russ.)
 19. Efimova, O. V. (2018) Integration of sustainable development aspects into the process of substantiating investment decisions. *Ekonomicheskij analiz: teoriya i praktika*, 1, 48 – 65. (In Russ.) DOI: 10.24891/ea.17.1.48
 20. Kogdenko, V. G. (2017) Methods of financial modeling based on published consolidated financial statements. *Ekonomicheskij analiz: teoriya i praktika*, 16, 7, 1269 – 1285. (In Russ.) <https://doi.org/10.24891/ea.16.7.1269>
 21. Rozhnova, O. V. (2018) The Modern Trends of Financial Reporting Development. *Accounting, analysis, audit*, 2018, 5, 2, 26-35. (In Russ.) DOI: 10.26794/2408-9303-2018-5-2-26-35
 22. Saveleva, M. Yu., Alekseev, M. A. & Dudin, S. A. (2018) The testing of preparation quality of cash flow statement preparation in Russian companies. *Mezhdunarodnyi bukhgalterskii uchet=International Accounting*, 21, 9, 1024-1036. (In Russ.)

Olga V. Efimova, Dr. Sci. (Econ.), Prof., professor of the Department of accounting, analysis and audit of Financial University under the Government of the Russian Federation Moscow, Russian

E-mail: OEfimova@fa.ru

ORCID ID: 0000-0002-3574-6916

Received 27.04.2020

Accepted 14.05.2020