



## Бухгалтерский учет, статистика

Научная статья

УДК 336.63

DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2022.3/9985>

JEL: C12; C51; G17; G31; G35

## Комплексный подход к анализу денежных потоков в условиях высокой неопределенности

О. В. Ефимова<sup>1✉</sup>

<sup>1</sup> Финансовый университет при Правительстве РФ, Краснопресненская наб., 2,  
103274, Москва, Российская Федерация

**Предмет.** В статье исследуются вопросы аналитического обеспечения управления денежными потоками организаций. Рассмотрены методы анализа и мониторинга денежных потоков, позволяющие дать их комплексную оценку и представляющие наибольший интерес в условиях высокой неопределенности внешней среды. Обоснование выбора показателей для управления денежными потоками и сама методика их расчета, формирование системы показателей, необходимых для анализа, мониторинга и прогнозирования, имеют особое значение, поскольку разные оценочные показатели приводят к неодинаковым результатам анализа и управленческим решениям.

**Цели.** Исследование возможностей разработки аналитической поддержки управления денежными потоками в условиях высокой нестабильности внешней среды.

**Методология.** В процессе исследования использовались методы сравнительного, логического, финансового, а также лингвистического анализа. В качестве основных объектов сравнительного анализа были рассмотрены показатели операционного денежного потока, свободного денежного потока, чистого оборотного капитала, чистого долга и их соотношений. В исследовании были использованы данные бухгалтерской и финансовой отчетности, справочно-аналитической системы СПАРК, раскрытий и презентаций для инвесторов, представленных на сайтах российских компаний, с целью проведения сравнительного анализа подходов к определению ключевых финансовых показателей, характеризующих денежные потоки коммерческих организаций.

**Результаты.** Результаты исследования позволили сделать рекомендации по формированию комплексного подхода обеспечения аналитической поддержки управления денежными потоками с целью повышения обоснованности принимаемых решений. Сделан вывод о том, что управление денежными потоками требует межфункционального взаимодействия, учитывая взаимосвязь принимаемых операционных решений и их финансовых последствий. Это позволит контролировать основные процессы, влияющие на величину и динамику денежных потоков, и разработать ключевые показатели эффективности, необходимые для их мониторинга и прогнозирования. В целях мониторинга разработанных инициатив целесообразно использовать информационную панель ключевых показателей, комплексно отражающих процесс создания и использования денежных средств.

**Выводы.** Выводы и рекомендации могут быть использованы для разработки комплексной модели управления платежеспособностью организации в условиях высокой нестабильности внешней среды и позволят повысить обоснованность принимаемых решений.

**Ключевые слова:** платежеспособность, денежные потоки, нестабильность, риски.

**Для цитирования:** *Ефимова О. В.* Комплексный подход к анализу денежных потоков в условиях высокой неопределенности // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. 2022. № 3. С. 5–18. DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2022.3/9985>

### Введение

Любая компания, независимо от размера или сферы деятельности, в условиях резких экономических изменений может столкнуться с рядом стратегических и тактических проблем.

Последствия влияния пандемии COVID-19, возрастающие геополитические и внутриэкономические риски заставляют руководство компаний концентрироваться на мерах антикризисного управления, важнейшими инструментами которого являются разработка и актуализация операционных и финансовых бюджетов, включая бюджет доходов и расходов и бюджет денежных средств.

Возникновение чрезвычайных событий и связанная с ними неопределенность могут повлиять на ожидаемые результаты деятельности организации, привести к финансовой напряженности или даже кризису ликвидности. Учитывая важность поддержания необходимого с точки зрения удовлетворения первоочередных требований и долгосрочных ожиданий заинтересованных сторон уровня денежного потока, в кризисных условиях бизнесу необходимо разработать и постоянно актуализировать план управления имеющимися ресурсами до тех пор, пока ситуация не стабилизируется. Для этого важен комплексный анализ как текущей ситуации, так и перспектив состояния всей экосистемы, которая окружает и поддерживает бизнес, включая оценку возможных последствий принимаемых решений. Таким образом, даже в условиях высокой неопределенности финансовое управление должно быть основано на прогнозировании и планировании денежных потоков в контексте изменяющейся среды, существующих рисков и возможностей.

Поскольку способность организации создавать денежные потоки зависит от влияния многих заинтересованных сторон, в процессе анализа возникает необходимость учета значимости и характера их воздействия на организацию, ее бизнес-модель и платежеспособность.

Среди кризисных факторов, оказывающих наибольшее влияние на финансовую устойчивость компаний, следует назвать доступность необходимых ресурсов, инфляцию, задержки в поступлении средств от контрагентов, трудно-

сти с привлечением необходимого финансирования на приемлемых условиях, нестабильную законодательную базу в части мер по поддержке предприятий и др. Указанные проблемы становятся общими для большинства компаний в кризисной ситуации, однако существуют и специфические проблемы, связанные в том числе и с поведенческими аспектами.

С учетом того, что бизнес, по сути, представляет собой интегрированную систему движения денежных средств, координируемую и определяемую управленческими решениями, в статье рассмотрены методы анализа и мониторинга денежных потоков, представляющие наибольший интерес в условиях высокой экономической нестабильности.

### Обзор литературы

Качество формирования информации о денежных потоках, формы ее представления и раскрытия, а также возможности прогнозирования для целей принимаемых решений традиционно являются предметом многочисленных исследований (см., напр.: Д. А. Ендовицкий [1], А. Дамодаран [11], В. Г. Когденко [3], Л. С. Коробейникова [4], М. Ю. Савельева [5] и др.).

В работе Н. Н. Каржаевой и Е. А. Каржаевой [15] предлагается подход анализа денежных потоков для прогнозной оценки платежеспособности компании. Для целей прогнозирования денежных потоков авторы рекомендуют использовать результаты анализа дебиторской и кредиторской задолженности с учетом условий их погашения и связанных рисков. Важным является то, что авторы сформировали перечень значимых факторов, влияющих на формирование денежных потоков, что позволяет сформировать адаптивную модель прогнозируемой платежеспособности предприятия.

Soboleva et al. [20] предлагают факторную модель мониторинга платежеспособности хозяйствующих субъектов, предполагающую оценку различных элементов их денежных потоков, а также оптимизацию финансовых решений с целью своевременного решения о достаточности денежного потока и необходимости корректировки его величины в зависимости от влияния факторных показателей.

Отдельное направление исследований связано с отражением, текущим анализом и прогнозированием денежных потоков в кризисных условиях. Актуальность коэффициентов денежных потоков для прогнозирования финансовых затруднений была подчеркнута Bezemer [7], Allen & Carletti [10], Konstantinova [17] и др. Можно в этой связи особо выделить работы авторов, которые исследуют предсказательную силу финансовых коэффициентов, характеризующих денежные потоки для выявления текущих и будущих кризисных явлений. Так, в работе Fawzia et al. [13] предлагают использовать логит-модель, позволяющую оценивать коэффициенты денежных потоков (прежде всего основанных на соотношениях операционного денежного потока с другими индикаторами), которые могут использоваться в качестве предикторов финансовых затруднений.

В исследовании Vatuman et al [8] на основе выборки восточноевропейских фирм проводится сравнительный анализ факторов, влияющих на уровень денежных средств компаний в докризисный и посткризисный периоды, и делаются выводы о том, как компании реагируют на глобальный финансовый кризис, меняя корпоративную политику управления денежными средствами.

Возникший в связи с пандемией COVID-19 мировой кризис и его последствия для управления денежными потоками компаний получили самое широкое отражение в исследованиях последних лет (см., напр.: Mirza et al. [19]). Ritter & Pedersen [21] отмечают, что пандемия COVID-19 поставила перед бизнесом новые задачи, требующие от них выработки стратегических подходов и принятия решений в контексте более широких экосистем. Efimova & Rozhnova [12] свидетельствуют, что компаниям приходится пересматривать существующие бизнес-модели, чтобы воспользоваться преимуществами технологий, повысить эффективность взаимодействия с контрагентами в быстро меняющихся условиях окружающей среды. Как показывает опыт, многие компании в этих условиях приняли стратегические решения по ускорению цифровой трансформации бизнес-моделей, которые имели как краткосрочные, так и долгосрочные последствия для обеспечения ликвидности и непосредственно жизнеспособности в долгосрочной перспективе. Эти решения касались внедрения инноваций, включая разработку и использование цифровых плат-

форм и оптимизацию бизнес-процессов для преодоления последствий кризиса COVID-19. В работе Ritter & Pedersen [21] сделан вывод о том, что корректировка бизнес-моделей может помочь фирмам выйти из кризиса и обеспечить их жизнеспособность, если при этом бизнес-модель будет обладать надежностью, т. е. информационными технологиями, логистикой, стабильностью цепочки поставок и адаптивностью к быстро меняющимся условиям. В то же время адаптация бизнес-модели к новым операционным изменениям является дорогостоящей и требует значительных инвестиций в физические и человеческие ресурсы и зависит от доступности внешнего или внутреннего финансирования. В литературе по операционному менеджменту подчеркивается необходимость анализа совместных эффектов от финансовых и операционных решений компании.

Исследование Khan [16] направлено на изучение того, как бизнес преодолевал экономические потрясения, вызванные пандемией COVID-19, и какие тенденции в управлении денежными потоками предприятий были выявлены.

Несомненный интерес представляет исследование Larionov [18], в котором представлен подход к анализу и организации мониторинга волатильности денежных потоков. Важным научным результатом исследования является вывод о том, что волатильность денежных потоков является результатом поведенческих реакций экономических субъектов на колебания экономической активности. Институциональные факторы определяют границы волатильности денежных потоков, но колебания внутри этих границ являются результатом реакции экономических субъектов на существующую неопределенность в экономике.

Многочисленные исследования показывают возрастающую значимость бюджетирования в кризисных условиях (см., напр.: Akten et al. [6], Becker et al. [9], Ionescu & Neghina [14]). Контроль за денежными средствами и способность на этой основе объективно оценить ситуацию и последствия принимаемых решений являются необходимым, хотя и недостаточным инструментом управления платежеспособностью организации. Следует согласиться с Ionescu & Neghina [14], отмечающими, что в условиях высокой степени неопределенности бюджет денежных средств используется прежде всего как инструмент рефлексии на изменение среды.

Подытоживая проведенный обзор литературы, можно заключить, что большинство авторов современных исследований приходят к выводу о необходимости мониторинга и прогнозирования денежных потоков с учетом особенностей функционирования экономических субъектов, их корпоративной стратегии, бизнес-модели, цепочки создания ценности, значимых финансовых, операционных и ESG-рисков.

### **Методология исследования и источники данных**

В исследовании были использованы данные бухгалтерской и финансовой отчетности, справочно-аналитической системы СПАРК, раскрытий и презентаций для инвесторов, представленных на сайтах российских компаний с целью проведения сравнительного анализа подходов к определению ключевых финансовых показателей, характеризующих денежные потоки и традиционно используемых в анализе платежеспособности и кредитоспособности. В качестве основных индикаторов – объектов сравнительного анализа – были использованы показатели денежных потоков от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, чистого оборотного капитала, свободного денежного потока, чистого долга и их соотношений.

### **Результаты**

Важнейшая задача анализа платежеспособности в кризисных условиях – представить четкое видение условий и возможностей обеспечения платежеспособности и разработать систему метрик и показателей, полно и исчерпывающе характеризующих способность организации управлять денежными потоками. Комплексный подход к анализу платежеспособности представлен на рис. 1.

Как следует из рис. 1, для формирования полной картины того, как бизнес генерирует средства в разрезе отдельных сегментов и какие параметры бизнес-модели требуют особого внимания для принятия решений, связанных с управлением ликвидностью, прежде всего важно понимание связи между операционной деятельностью компании и ее денежными потоками. С этой целью необходим анализ всей цепочки создания ценности, выявление узких мест, возникающих новых возможностей и

оценка их влияния текущую и будущую платежеспособность, включая:

- анализ цепочки создания ценности, ее устойчивости к происходящим изменениям, а также оценку значимости их влияния на денежные потоки от операционной деятельности;

- дезагрегирование получения выручки и прибыли по продуктовым линейкам, сегментам, каналам продаж или географическому положению (с учетом особенностей бизнес-модели);

- анализ элементов чистого оборотного капитала (ЧОК)<sup>1</sup> и их совокупного влияния на денежный поток от операционной деятельности.

Рост чистого оборотного капитала означает, что больше денежных средств инвестируется в обслуживание операционного цикла, что, в свою очередь, сокращает денежные потоки. Учитывая эту взаимосвязь между чистым оборотным капиталом и денежными потоками, компании, которые найдут эффективные способы управления соотношением дебиторской и кредиторской задолженности, а также запасами, будут иметь более высокую ценность и свободу в распоряжении денежными средствами.

Следует отметить, что значимость управления оборотным капиталом часто недооценивают, что приводит к существенным проблемам. Известно немало примеров, когда динамика денежных потоков от операционной деятельности компаний одной отрасли существенно различается при сопоставимых объемах и динамике выручки и прибыли. Различия в большинстве случаев определяются политикой управления чистым оборотным капиталом.

На практике эффективность бизнеса и его менеджеров в первую очередь оценивается на основании выручки, операционной прибыли, а также показателя, характеризующего прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА), которые не имеют явной связи с динамикой чистого оборотного капитала. Вместе с этим своевременный и регулярный анализ элементов чистого оборотного капитала (запа-

<sup>1</sup> При многообразии подходов определения показателя в контексте управления денежными потоками величина чистого оборотного капитала (чистого рабочего капитала) характеризует потребность в финансировании операционного цикла и рассчитывается по формуле: Дебиторская задолженность покупателей + Запасы + Выданные авансы – Кредиторская задолженность – Полученные авансы. Более подробно см.: Ефимова О. В. Финансовый анализ : инструментарий обоснования экономических решений : учебник. М. : КНОРУС, 2021.



Рис. 1. Комплексный анализ денежных потоков организации

сов, дебиторской задолженности покупателей, полученных и выданных авансов, а также кредиторской задолженности поставщикам и другим контрагентам), оценка периода их оборота, мониторинг длительности операционного и финансового циклов позволяют выявить возможности высвобождения денежных средств, избегая при этом сокращения численности персонала, реструктуризации операционной деятельности или привлечения внешнего финансирования.

Кроме того, анализ чистого оборотного капитала позволяет выявить возможности улучшения бизнес-процессов в части закупок, управления цепочками поставок и продажами продукции, финансирования деятельности, принять решения о предоставлении скидок и условиях оплаты. Так, избыточные запасы могут быть связаны с конкретными операционными проблемами, возникающими на одном из этапов производственного процесса.

Выводы, полученные в результате анализа оборотного капитала, могут быть использованы для повышения эффективности деятельности организации по широкому кругу ее функций помимо казначейской. Например, данные о цепочке поставок, необходимые для управления оборотным капиталом, помогают выявить возможности экономии на транспортных рас-

ходах или получения скидок от поставщиков. Кроме того, учитывая, что потребности клиентов в кризисных условиях могут существенно измениться, результаты анализа помогают сосредоточиться на обеспечении необходимого уровня тех материальных ценностей, которые в настоящее время наиболее востребованы.

Таким образом, постановка целей в управлении чистым оборотным капиталом должна формироваться в результате комплексного анализа процессов формирования денежных средств и их расходования, закупки и хранения запасов, продажи товаров, сбора дебиторской задолженности. При этом в процессе обоснования ключевых показателей эффективности (КПЭ) в отношении чистого оборотного капитала должны участвовать как финансовая служба, так и руководители бизнес-подразделений.

Если бизнес-модель организации претерпевает изменения и это влияет на величину ее чистого оборотного капитала и, следовательно, денежные потоки, важно принять это во внимание, в том числе с применением инструментов сценарного анализа, с тем чтобы оценить устойчивость бизнес-модели к меняющимся параметрам бизнес-среды.

Обоснование выбора показателей для управления денежными потоками и сама методика их расчета имеют особое значение,

поскольку разные оценочные показатели приводят к неодинаковым результатам анализа и управленческим решениям [2]. Как уже отмечалось, использование в качестве основного оценочного показателя EBITDA может привести к недооценке рычагов управления ЧОК и денежным потоком.

Система показателей денежных потоков должна соответствовать стратегии компании и учитывать требования заинтересованных сторон, потребности управления операционной, инвестиционной и финансовой деятельностью (рис. 2). К числу важнейших метрик следует отнести показатели денежного потока от операционной деятельности и свободного денежного потока.

На рис. 2 представлена динамика показателей, характеризующих величину сальдо денежных потоков от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании за четыре года, где 1 – текущий период, 2 – предыдущий, 3 – предшествующий предыдущему, 4 – период четырехлетней давности. Как следует из данного рисунка, в течение всех рассматриваемых периодов операционная деятельность создает положительный денежный поток. Оценивая соотношения денежных потоков от операционной и инвестиционной деятельности, можно заключить, что в периодах 1–3 операционная деятельность компании позволила ей в полном объеме профинансировать произведенные инвестиции, а созданный в результате свободный поток ликвидности был направлен на удовлетворение требований

собственников и кредиторов. Обращает на себя внимание соотношение денежных потоков по видам деятельности в 4 периоде, когда для осуществления масштабных инвестиций компания использовала как созданный положительный поток от операционной деятельности, так и привлекла дополнительное внешнее финансирование.

Оценку соотношения данных групп показателей следует дополнить анализом показателя (показателей) свободного денежного потока, динамика которого представлена на рис. 3.

Формула расчета показателя FCFF в наиболее общем виде представлена ниже:

$$FCFF = ЧДС_{од} - \text{Капитальные вложения}, \quad (1)$$

где  $ЧДС_{од}$  – сальдо денежных потоков от операционной деятельности.

Тогда, используя косвенный метод расчета сальдо денежных потоков от операционной деятельности, получим:

$$FCFF = \text{Выручка} - (C + KP + UP) - \Delta \text{ЧОК} + A - \text{НП} - \text{КВ}, \quad (2)$$

где  $C$  – себестоимость,  $KP$  – коммерческие расходы,  $UP$  – управленческие расходы,  $A$  – амортизационные расходы,  $НП$  – налог на прибыль,  $КВ$  – капитальные вложения.

Следует обратить внимание на то, что показатели свободного денежного потока относятся к так называемым альтернативным финансовым показателям, порядок их расчета четко не регламентируется, в результате чего компании в практическом анализе используют его модификации [2]. В общем виде данный показатель

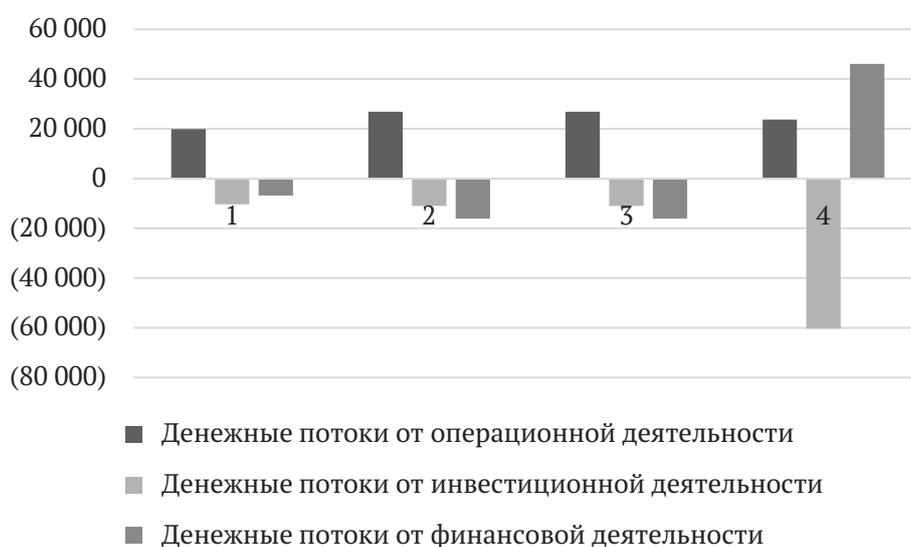


Рис. 2. Анализ денежных потоков по видам деятельности

определяется после исключения из величины чистого денежного потока от операционной деятельности (сальдированная величина операционных денежных потоков) всех капитальных затрат. Полученный результат означает тот оставшийся или свободный денежный поток, который может быть использован для погашения обязательств перед финансовыми кредиторами и выплаты дивидендов. В том случае, если величина данного показателя является положительной (в рассматриваемом примере в периодах с 1 по 3), можно говорить о самофинансировании организации и возможности удовлетворения требований кредиторов и собственников по крайней мере в данном объеме средств. Отрицательное значение показателя означает необходимость привлечения внешнего финансирования (без учета уже имеющегося на начало периода запаса денежных средств на счетах организации), как это хорошо видно на рис. 2.

Для целей управления ликвидностью чрезвычайно важным является четкое понимание взаимосвязи показателей денежных потоков и финансовых результатов. Графическое представление связи величины свободного денежного потока, выручки, расходов, чистого оборотного капитала и инвестиций показано на рис. 4.

Рис. 4, как и формула 2, позволяет продемонстрировать механизм управления свободным денежным потоком компании и драйверы его формирования, к числу которых следует отнести динамику операционных доходов и расходов, длительность операционного и финансового циклов, определяющих, в свою

очередь, величину ЧОК и его отдельных составляющих, объем капитальных вложений.

Решения о капитальных затратах являются ключевыми элементами стратегии компании. В кризисных условиях компании зачастую вынуждены сокращать инвестиционные программы с целью увеличения свободного денежного потока, необходимого для удовлетворения требований кредиторов и собственников, либо отодвигать их осуществление на более поздние периоды. В этой связи особенно важным является анализ возможностей и источников финансирования капитальных вложений с учетом их целевой направленности и приоритетности: поддержание, расширение и развитие. Пример структуры капитальных вложений представлен на рис. 5.

Как видно из рис. 5, наибольший удельный вес в составе капитальных вложений рассматриваемой компании занимают инвестиции в IT-проекты, что отражает курс на цифровую трансформацию бизнес-процессов. Возможности финансирования капитальных вложений собственными источниками представлены на рис. 6.

Рис. 6 позволяет наглядно увидеть, что в периодах с 1 по 3 операционный денежный поток существенно превышал объем осуществляемых инвестиций. Это одновременно означает, что в данных периодах компания создавала положительный свободный денежный поток, который направляла на удовлетворение финансовых требований (рис. 2). В то же время в 4 периоде за счет созданного операционного денежного потока компания могла покрыть менее 50 % инвестиций, что свидетельствует об отрицательной величине свободного денежного потока и,

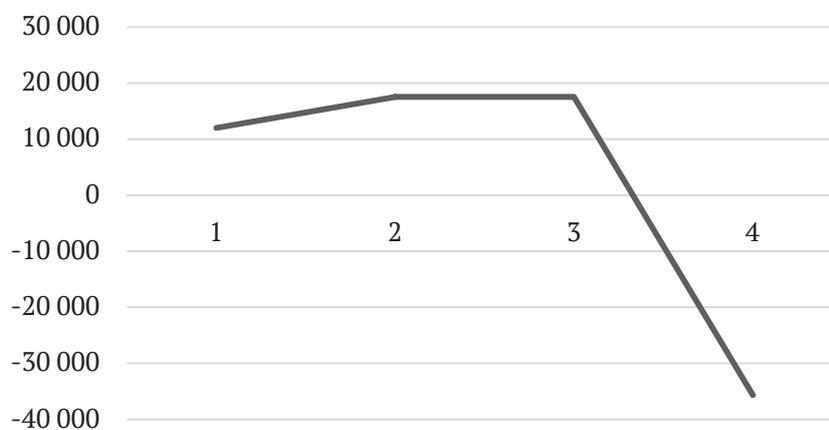


Рис. 3. Динамика показателя свободного денежного потока



Рис. 4. Формирование свободного денежного потока и влияющие на него факторы

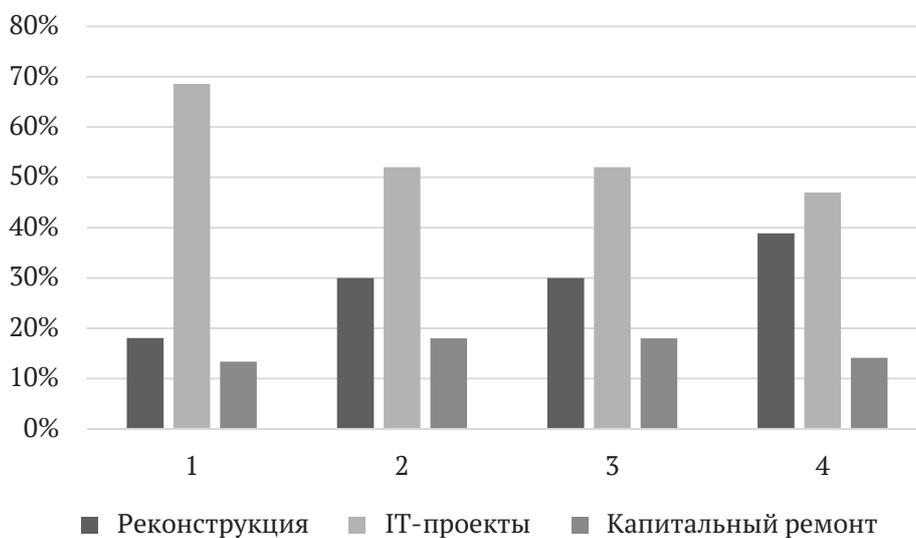


Рис. 5. Структура капитальных вложений компании

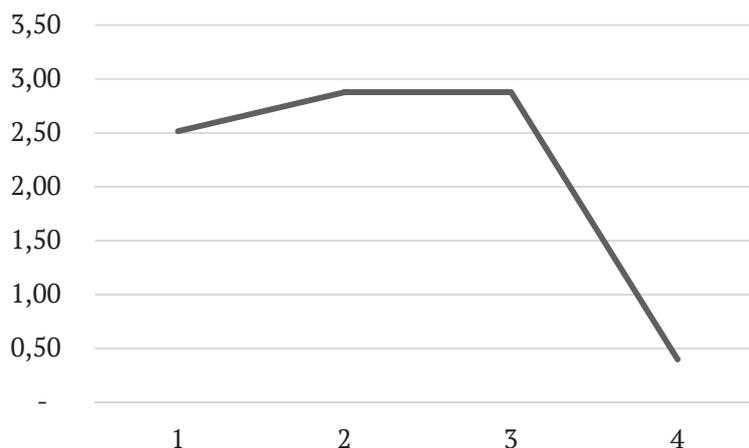


Рис. 6. Соотношение операционного денежного потока и капитальных вложений

следовательно, необходимости использования внешнего финансирования (см. рис. 2 и 3).

Следует отметить, что при всей его значимости показатель свободного денежного потока не является исчерпывающим критерием эффективности с точки зрения долгосрочного управления платежеспособностью, поскольку его положительная динамика может быть следствием незапланированной продажи активов, сворачивания инвестиционной программы, сокращения расходов на персонал, маркетинг, исследования и разработки и других вынужденных мер, целесообразность которых может быть оправдана краткосрочной ситуацией, но приведет к сокращению способности генерировать денежные потоки в будущем.

Текущая и будущая платежеспособность компании напрямую связана с необходимостью и возможностью удовлетворять требования провайдеров капитала. Существует большое количество индикаторов для анализа долговой

нагрузки организации, среди которых одними из наиболее известных являются показатели, отражающие соотношение величины общего и чистого долга к величине EBITDA (рис. 7).

Показатель чистого долга является расчетным аналитическим показателем, порядок определения которого, как правило, уточняется в зависимости от методики, принятой в конкретных компаниях или кредитных организациях [2]. В наиболее общем виде величина чистого долга определяется как разность величины долгового финансирования и денежных средств и их эквивалентов (см. таблицу). На практике различия в подходах к расчету показателя в большинстве случаев связаны с решениями о составе элементов долгового финансирования и определением денежных эквивалентов. Динамика показателей, характеризующих отношение общей величины долга, а также величины чистого долга к показателю EBITDA, представлен на рис. 7.

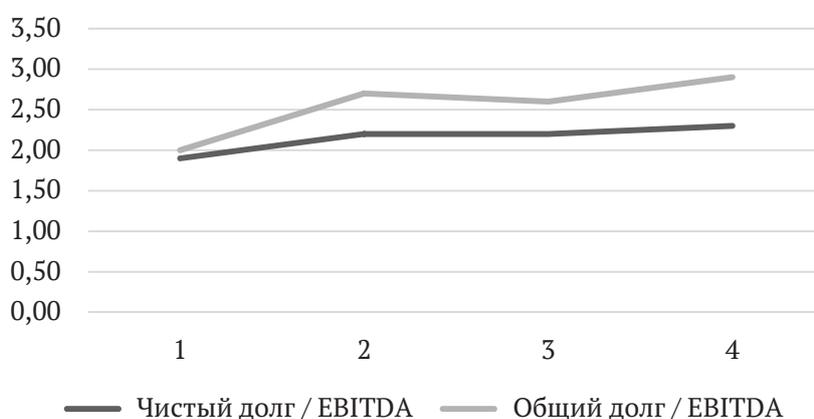


Рис. 7. Соотношение долговых обязательств и EBITDA

## Анализ долговой нагрузки организации

	Отчетный период	Предыдущий период
Общий долг, млн руб.	56 948	68 214
Денежные средства и их эквиваленты, млн руб.	2847	9373
Чистый долг, млн руб.	54 101	58 841
ЕБИТДА, млн руб.	28 475	26 900
«Чистый долг / ЕБИТДА» согласно кредитному договору равен 2,6*	–	–
Допустимый уровень долговых обязательств = (2,6 × ЕБИТДА + Денежные средства и их эквиваленты), млн руб.	76 882	79 313

\*Значение коэффициента «Чистый долг / ЕБИТДА», равное 2,6, взято в качестве иллюстративного примера.

В целях интерпретации значений данных показателей с позиции рисков долговой нагрузки и соблюдения существующих ковенант может быть выполнен расчет, представленный в таблице.

Согласно представленному в таблице расчету фактическая величина долговых обязательств существенно меньше предельно допустимого уровня исходя из предусмотренных условий кредитования организации, что позволяет говорить о безопасных значениях долговой нагрузки. Более надежная оценка может быть получена в результате сопоставления величины свободного денежного потока и выплат в виде погашения финансовых обязательств.

Неотъемлемым элементом анализа денежных потоков является оценка рисков, неопределенности и ограничений, связанных с прогнозированием денежных потоков. Если в периоды стабильности процедуры бюджетирования денежных средств, анализа и оценки ключевых показателей денежных потоков достаточно унифицированы, то во времена высокой экономической неопределенности прогнозирование краткосрочной и долгосрочной денежной позиции становится более сложной и многоэтапной задачей. Обязательным инструментом в этих условиях является анализ чувствительности, включая рассмотрение различных сценариев. Цель такого анализа – сформировать понимание по следующим вопросам:

– как компания оценивает возможный диапазон поступлений и использования денежных средств и как это влияет на принимаемые решения?

– какие риски (операционные, финансовые, ESG-риски) являются наиболее существенными

для устойчивости деятельности организации и способности ее бизнес-модели создавать необходимые денежные потоки?

– какие меры должны быть приняты для реагирования на риски и каким образом они могут повлиять на операционные, инвестиционные и финансовые решения организации?

### Обсуждение результатов

Проведенное исследование академической литературы, рекомендаций ведущих консалтинговых компаний, практических методик, данных раскрытия информации о денежных потоках в бухгалтерской и финансовой отчетности организаций, а также презентаций для инвесторов и иных заинтересованных сторон компаний позволяет сделать следующие выводы:

1) стратегия, бизнес-модель, инвестиционная и финансовая политики компании на разных стадиях ее развития и функционирования оказывают непосредственное влияние на цепочку создания ценности и денежные потоки. Для обеспечения своей жизнеспособности компании должны быть гибкими, готовыми к принятию новых мер с точки зрения бизнес-стратегии, таких как изменение продуктовой линейки, ускорение продаж, цифровые способы оплаты, изыскание дополнительных источников финансирования в случае наступления обстоятельств непреодолимой силы и вынужденного несоблюдения ковенант по существующим обязательствам и т. д.;

2) в условиях высокой нестабильности в компаниях должна быть сформирована дорожная карта инициатив по управлению денежными потоками, нацеленная на комплексное решение задач обеспечения текущей и будущей

платежеспособности и поддержание стратегии компании. Даже если у руководства компании мало внешних возможностей, внутренние меры, в том числе связанные с оптимизацией ЧОК, могут принести значительный эффект;

3) управление ЧОК должно осуществляться во взаимосвязи с функциями казначейства, что требует межфункционального взаимодействия, учитывая множество операционных решений, которые влияют на оборотный капитал и денежные потоки. В целях управления ликвидностью необходим детальный анализ операционного и финансового циклов с тем, чтобы установить, какие денежные потоки связаны с формированием дебиторской и кредиторской задолженности и товарно-материальными запасами. Такой анализ позволяет контролировать основные процессы, влияющие на величину и динамику денежных потоков от операционной деятельности, и разработать КПЭ, необходимые для их мониторинга и прогнозирования;

4) важнейшей задачей поддержания необходимого уровня денежной позиции является расстановка приоритетов использования денежных средств и срочности платежей. Результатом этой работы должен стать бюджет денежных средств, учитывающий требования заинтересованных сторон;

5) необходимым условием управления денежными средствами является анализ и отслеживание разработанных инициатив. Для этого целесообразно использовать информационную панель ключевых показателей эффективности, отражающих процесс создания и использования денежных средств и позволяющих своевременно оценивать достигнутые результаты и выявлять риски и возможности.

### **Заключение**

Понимание процессов формирования, оценки достаточности и приоритетов использования денежных средств имеет принципиальное значение как для текущего управления платежеспособностью организаций, так и при прогнозном анализе. Основным источником информации о денежных потоках организации для внешних пользователей является отчет о движении денежных средств, неотъемлемым инструментом анализа и мониторинга для внутренних целей выступает бюджет движения денежных средств. Данные документы предоставляют важную информацию о дви-

жении денежных средств (и их эквивалентов), которой, однако, недостаточно для понимания факторов, рисков и возможностей генерации денежных потоков, оценки эффективности управления платежеспособностью и создания стоимости в краткосрочной и более отдаленной перспективе. Сложившийся подход, при котором компании концентрируют свое внимание преимущественно на операционных финансовых результатах (операционной прибыли, EBITDA), приводит к тому, что показатели денежных потоков рассматриваются как вспомогательные, а не ключевые характеристики эффективности. Как следствие этого, компании упускают из внимания существенные риски и возможности, в частности, связанные с управлением чистым оборотным капиталом, и, следовательно, рычаги управления денежными потоками.

Управление формированием и использованием денежных средств представляют собой баланс между целями обеспечения текущих потребностей бизнеса, инвестирования в его рост и развитие и удовлетворения требований провайдеров капитала: кредиторов и собственников. Расстановка приоритетов исходя из стратегических целей, а также реакции на внешние воздействия (иногда чрезвычайные) приводит к весьма различным подходам в управлении денежными средствами. Именно поэтому результаты анализа денежных потоков должны формировать комплексное видение всей картины с учетом существующих рисков и возможностей.

В заключение следует отметить, что в период высокой неопределенности компаниям более, чем когда-либо, необходим комплексный анализ денежных потоков. В краткосрочном периоде это означает постоянный мониторинг и оценку достаточности денежных средств, сверку их остатков с данными оперативного и бухгалтерского учета для планирования ресурсов организации и источников их финансирования. В долгосрочном плане такой анализ позволяет всесторонне оценить финансовое положение и внедрить и/или скорректировать стратегии управления денежными средствами, возможно, уникальные для данного периода.

### **Конфликт интересов**

Автор декларирует отсутствие явных и потенциальных конфликтов интересов, связанных с публикацией настоящей статьи.

### Библиографический список

1. *Ендовицкий Д. А.* Анализ инвестиционной привлекательности организации : научное издание. Москва : Кнорус, 2014.
2. *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.
3. *Когденко В. Г.* Методика финансового моделирования на основе публикуемой консолидированной отчетности // Экономический анализ : теория и практика. 2017. Т. 16, № 7. С. 1269–1285.
4. *Коробейникова Л. С., Шурыгин В. Н.* Сравнительный обзор методических подходов к анализу денежных потоков как инструменту обеспечения финансовой безопасности // Научная школа в области бухгалтерского учета, анализа и аудита : материалы Международной научной юбилейной конференции «Экономическому факультету ВГУ – 90 лет» / под ред. Д. А. Ендовицкого, Н. Г. Сапожниковой. Воронеж, 2020. С. 70–73.
5. *Савельева М. Ю., Алексеев, М. А., Дудин С. А.* Проверка качества составления отчета о движении денежных средств в российских компаниях // Международный бухгалтерский учет. 2018. Т. 21, № 9. С. 1024–1036.
6. *Akten M., Giordano M., Scheiffele M.* Just-in-time budgeting for a volatile economy // McKinsey on Finance. 2009. Vol. 31. P. 6–10.
7. *Allen F., Carletti E.* An overview of the crisis : Causes, consequences, and solutions // International Review of Finance. 2010. Vol. 10 (1). P. 1–26.
8. *Batuman B., Yildiz Y., Karan M. B.* The impact of the global financial crisis on corporate cash holdings : Evidence from Eastern European countries // Borsa Istanbul Review. 2021. Vol. 22 (4), P. 678–687. DOI: 10.1016/J.BIR.2021.10.002 .
9. *Becker S. D. et al.* Budgeting in Times of Economic Crisis // Contemporary Accounting Research. 2016. Vol. 4 (33). P. 1489–1517. DOI: 10.1111/1911-3846.12222.
10. *Bezemer D. J.* Understanding financial crisis through accounting models // Accounting, Organizations and Society. 2010. Vol. 35 (7). P. 676–688.
11. *Damodaran A.* Going to Pieces : Valuing Users, Subscribers and Customers // SSRN Electronic Journal. 2020.
12. *Efimova O., Rozhnova O.* COVID-19 : Financial impact and disclosure // Lecture Notes in Networks and Systems. 2021. Vol. 186. P. 205–213. DOI: 10.1007/978-3-030-66093-2\_20.
13. *Fawzia N. S., Kamaluddina A., Sanusib Z. M.* Monitoring Distressed Companies through Cash Flow Analysis // Procedia Economics and Finance. 2015. Vol. 28. P. 136–144.
14. *Ionescu A.-M., Neghina R.-A.* Management of Cash Flows during Covid-19 // Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics. 2021. Article number 870762.
15. *Karzaeva N. N., Karzaeva E. A.* Methods for assessing solvency in the financial diagnostics system of an economic entity // International Transaction Journal of Engineering, Management, & Applied Sciences & Technologies. 2019. Paper ID: 10A19I.
16. *Khan S. U.* Financing constraints and firm-level responses to the COVID-19 pandemic : International evidence // Research in international business and finance. 2022. Vol. 59. Article number 101545.
17. *Konstantinova S.* Analysis and modeling of industrial companies` cash flows under crisis conditions // Trakia Journal of Sciences. 2015. Vol. 13 (1). P. 306–311.
18. *Larionov A. V.* Methodological approach to the organization of monitoring of cash flow volatility // Finance : Theory and Practice. 2021. Vol. 25 (3). P. 150–158.
19. *Mirza N. et al.* Impact of Covid-19 on Corporate Solvency and Possible Policy Responses in the EU // The Quarterly Review of Economics and Finance. 2020.
20. *Soboleva Y. P. et al.* Monitoring of Businesses Operations with Cash Flow Analysis // International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET). 2018. Vol. 9 (11). P. 2034–2044.
21. *Ritter T., Pedersen C. L.* Assessing Coronavirus's Impact on Your Business Model // Harvard Business Review. 2020. April 15.

**Ефимова Ольга Владимировна**, д-р экон. наук, профессор, профессор департамента бизнес-аналитики, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

E-mail: OEfimova@fa.ru

ORCID ID: 0000-0002-3574-6916

Поступила в редакцию 14.06.2022

Подписана в печать 15.07.2022



## Accounting, Statistics

Original article

UDC 336.63

DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2022.3/9985>

JEL: C12; C51; G17; G31; G35

# A comprehensive approach to the analysis of cash flows under the conditions of high uncertainty

O. V. Efimova<sup>1✉</sup>

<sup>1</sup> Financial University under the Government of the Russian Federation,

<sup>2</sup> Krasnopresnenskaya emb., 103274 Moscow, Russian Federation

**Subject.** The article examines the issues of analytical support related to the management of cash flows within organisations. The authors consider methods of cash flows analysis and monitoring which allow for their comprehensive assessment and are advantageous under the conditions of high uncertainty of the external environment. It is very important to justify the selection of indicators used to manage cash flows, to develop methodology for their calculation, and to create a system of indicators required for analysis, monitoring, and forecasting since different estimated figures bring about different analysis results and managerial decisions.

**Objectives.** To study possibilities of developing analytical support for cash flow management under the conditions of high instability of the external environment.

**Methodology.** The research involved using methods of comparative, logical, financial, and linguistic analysis. The main objects of comparative analysis were indicators of cash flow from operations, free cash flow, net working capital, net debt, and their ratios. The study used data from accounting and financial statements, the SPARK reference and analytical system, disclosures and presentations for investors presented on the websites of Russian companies. These data were used to conduct a comparative analysis of approaches to determining key financial indicators characterising cash flows within commercial organisations.

**Results.** The results of the study allowed making recommendations aimed at developing an integrated approach to providing analytical support for cash flow management in order to increase the validity of decisions. It was concluded that cash flow management requires cross-functional interaction with due account of the relationship between operational decisions and their financial consequences. This will allow controlling the main processes that affect the volume and dynamics of cash flows and developing key performance indicators necessary for their monitoring and forecasting. In order to monitor the developed initiatives, it was recommended to use a dashboard of key indicators that comprehensively reflect the process of creating and using funds.

**Conclusions.** The conclusions and recommendations can be used to develop a comprehensive model for solvency management within the organisation under the conditions of high instability of the external environment, which will increase the validity of decisions.

**Keywords:** solvency, cash flows, instability, risks.

**For citation:** Efimova, O. V. (2022) A comprehensive approach to the analysis of cash flows under the conditions of high uncertainty. *Proceedings of Voronezh State University. Series: Economics and Management. (3), 5–18.* (In Russ., abstract in Eng.). DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2022.3/9985>

### Conflict of Interest

The author declares the absence of obvious and potential conflicts of interest related to the publication of this article.

### References

1. Endovitskiy, D. A. (2014) Analysis of the investment attractiveness of the organization. Moscow: Knorus publ. (In Russian)
2. Efimova, O. V. (2020) [Formation of information on cash flows in order to make investment decisions]. *Proceedings of Voronezh State University. Series: Economics and Management*. 2, 116–130. (In Russian)
3. Kogdenko, V. G. (2017) [Methods of financial modeling based on published consolidated financial statements]. *Economic analysis: theory and practice*. 16 (7), 1269–1285. (In Russian)
4. Korobeynikova, L. S. & Shurygin, V. N. (2020) [Comparative review of methodological approaches to the analysis of cash flows as a tool for ensuring financial security]. In: *Proceedings of the International Scientific Anniversary Conference "The Faculty of Economics of the Voronezh State University is 90 years old"*. Edited by D. A. Endovitsky, N. G. Sapozhnikova. Voronezh. P. 70–73. (In Russian)
5. Savelyeva, M. Yu., Alekseev, M. A. & Dudin, S. A. (2018) [The testing of preparation quality of cash flow statement preparation in Russian companies]. *International Accounting*. 21 (9), 1024–1036. (In Russian)
6. Akten, M., Giordano M. & Scheiffele M. (2009) Just-in-time budgeting for a volatile economy. *McKinsey on Finance*. 31, 6–10.
7. Allen, F., & Carletti, E. (2010). An overview of the crisis: Causes, consequences, and solutions. *International Review of Finance*. 10 (1), 1–26.
8. Batuman, B., Yildiz, Y. & Karan, M. B. (2021) The impact of the global financial crisis on corporate cash holdings: Evidence from Eastern European countries. *Borsa Istanbul Review*. 22 (4), 678–687. DOI: 10.1016/J.BIR.2021.10.002.
9. Becker, S. et al. (2016) Budgeting in Times of Economic Crisis. *Contemporary Accounting Research*. 4 (33), 1489–1517. DOI: 10.1111/1911-3846.12222.
10. Bezemer, D. J. (2010) Understanding financial crisis through accounting models. *Accounting, Organizations and Society*. 35 (7), 676–688.
11. Damodaran, A. (2020) Going to Pieces: Valuing Users, Subscribers and Customers. *SSRN Electronic Journal*.
12. Efimova, O. & Rozhnova, O. (2021) COVID-19: Financial impact and disclosure. *Lecture Notes in Networks and Systems*. 186, 205–213. DOI: 10.1007/978-3-030-66093-2\_20.
13. Fawzia, N. S., Kamaluddina, A. & Sanusib, Z. M. (2015) Monitoring Distressed Companies through Cash Flow Analysis. *Procedia Economics and Finance*. 28, 136–144. DOI: 10.24891/ea.16.7.1269.
14. Ionescu, A.-M. & Neghina, R.-A. (2021) Management of Cash Flows during Covid-19. *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*. Article number 870762. DOI: 10.5171/2021.870762.
15. Karzaeva, N. N. & Karzaeva, E. A. (2019) Methods for assessing solvency in the financial diagnostics system of an economic entity. *International Transaction Journal of Engineering, Management, & Applied Sciences & Technologies*. Paper ID: 10A19I.
16. Khan, S. U. (2022) Financing constraints and firm-level responses to the COVID-19 pandemic: International evidence. *Research in international business and finance*. 59, 101545. DOI: 10.1016/j.ribaf.2021.101545.
17. Konstantinova, S. (2015) Analysis and modeling of industrial companies` cash flows under crisis conditions. *Trakia Journal of Sciences*. 13 (1), 306–311.
18. Larionov, A. V. (2021) Methodological approach to the organization of monitoring of cash flow volatility. *Finance: Theory and Practice*. 25 (3), 150–158. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-3-150-158.
19. Mirza, N. et al. (2020) Impact of Covid-19 on Corporate Solvency and Possible Policy Responses in the EU. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. DOI: 10.1016/j.qref.2020.09.002.
20. Soboleva, Y. P. et al. (2018) Monitoring of Businesses Operations with Cash Flow Analysis. *International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET)*. 9 (11), 2034–2044.
21. Ritter, T. & Pedersen, C. L. (2020). Assessing Coronavirus's Impact on Your Business Model. *Harvard Business Review*. April.

**Olga V. Efimova**, Dr. Sci. (Econ.), Prof.,  
Professor of Business Analysis, Department of  
Financial University under the Government of the  
Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
E-mail: OEfimova@fa.ru  
ORCID ID: 0000-0002-3574-6916

Received 14.06.2022  
Accepted 15.07.2022