

2. Кобелева Т. О. Показники і критерії оцінки кон'юнктури товарного ринку / Т. О. Кобелева, П. Г. Перерва // Маркетинг інновацій : матеріали ІV Міжнар. наук.-практ. конф., 29.09 – 01.10.2011р. – Суми : ТОВ «Папіріус», 2011. – С. 161 – 163.

3. Крафт О. А. Визначення поняття «кон'юнктура ринку» / О. А. Крафт // Наукові праці ДонНТУ. Серія: економічна. Випуск 56. – Донецьк, ДонНТУ, 2003. – С. 195 – 201.

4. Крафт О. А. Типізація об'єктів кон'юнктурних досліджень [Електронний ресурс] / О. А. Крафт // Режим доступу : <http://www.vesna.org.ua/txt/sxid/econ2003/52.html>

5. Кучеренко В. Р. Проблемы кон'юнктурных исследований на рынках товаров и услуг / В. Р. Кучеренко, В. А. Карпов, И. Соломенцев / Научное издание. – Одесса : ОГЭУ, 2006. – 205 с.

6. Ліпич Л. Г. Система показників оцінки кон'юнктури ринку [Електронний ресурс] / Л. Г. Ліпич, О. В. Кошій. – Режим

доступу : www.nbuv.gov.ua/portal/natural/Nvvnv/ekonomika/2007_12/R1/1.pdf

7. Перерва П. Г. Ценовые характеристики конкурентоспособности при проведении кон'юнктурных исследований / П. Г. Перерва, Т. О. Кобелева, Н. П. Ткачова // Вісник НТУ «ХП». – 2011. – Випуск 8. – С. 191 – 197.

8. Ткачева Н. П. Формирование кон'юнктуры электротехнических изделий на основе их конкурентных преимуществ / П. Г. Перерва, Н. П. Ткачева, Т. А. Кобелева // Вісник НТУ «ХП» «Технічний прогрес і ефективність виробництва». – Харків : НТУ «ХП». – 2010. – № 59. – С. 141 – 146.

9. Федорович Р. В. Маркетинговий аналіз кон'юнктури ринку / Р. В. Федорович, С. В. Семенюк // Галицький вісник. – 2009. – № 2. – С. 47 – 52.

10. Кон'юнктура ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bankreferatov.ru/db/M/0916EEB8D1DB7B8CC3256E6000693F7A>

УДК 658.14/17

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПОКАЗАТЕЛЯ CASH FLOW ДЛЯ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

КРИЧЕВЕЦ Е. А.

кандидат экономических наук

Севастополь

Одной из фундаментальных проблем экономической науки является обеспечение максимального удовлетворения потребностей субъектов экономики в условиях ограниченности ресурсов, в том числе и финансовых. Центральное место в современной экономической теории занимает изучение распределения ограниченных ресурсов между альтернативными вариантами их использования. На микро- и макроэкономическом уровне циркуляция финансовых ресурсов, в том числе используемых для финансирования инвестиций и инноваций, подчиняется общим законам рыночной экономики. Финансовые ресурсы при прочих равных условиях направляются на финансирование вложений в те отрасли, регионы, виды экономической деятельности, в которых обеспечивается высокая инвестиционная привлекательность (то есть максимальная эффективность использования при минимальном риске вложения ресурсов).

Традиционно при оценке инвестиционной привлекательности отдельного хозяйствующего субъекта производится анализ абсолютных и относительных показателей прибыли; финансового состояния, финансовой устойчивости, ликвидности баланса, платёжеспособности предприятия; эффективности использования заёмного капитала. При этом чаще всего исследуются четыре группы показателей: показатели финансовой устойчивости; показатели управления активами; показатели рентабельности; показатели эффективности управления долгами. Большинство показателей вышеперечисленных групп являются относительными величинами. Однако

в этом случае не учитывается особенность зарубежных методик финансового анализа и финансового менеджмента, которые в течении последних десятилетий все в большей степени ориентируются на определение показателя Cash Flow – показателя денежного потока. Поточковый метод является одной из новейших управленческих технологий, которая устраняет основной недостаток коэффициентного анализа – статичность.

Большинство ученых в качестве базовых показателей эффективности деятельности предприятий используют величину финансового результата (чистой прибыли) или его элементов (нетто-выручки от реализации, прибыли до выплаты налогов и т. д.). Однако в трудах некоторых ученых (А. Д. Шеремета, Е. В. Негашева, О. А. Терещенко, О. А. Кононенко и других) обосновывается необходимость ориентации не только на финансовые результаты деятельности предприятия (чистую прибыль), но и на денежные результаты функционирования субъекта (совокупный чистый денежный поток и чистый денежный поток от операционной деятельности).

По данным Государственного комитета статистики Украины, в 2009 году убыток был получен 41,1% отечественных предприятий, в 2010 году – 42,7%, а за девять месяцев 2011 года – 42,6% [1]. Однако факт убыточности функционирования более сорока процентов отечественных предприятий не оказывает существенного влияния на склонность учредителей к открытию новых бизнес-единиц. Данные Единого государственного реестра предприятий и организаций Украины свидетельствуют об устойчивом приросте количества хозяйствующих субъектов в нашей стране [2]. За 2009 год абсолютная разница между количеством хозяйствующих субъектов, взятых на учет и снятых с учета, составила 29883 единиц, за 2010 год – 36179 единиц, а за 2011 год – 28843 единиц. То есть темп прироста количества субъектов ЕДРПОУ составил в 2009 году 2,37%,

в 2010 году – 2,79%, а за три квартала 2011 года – 2,18% [2]. Увеличение количества отечественных предприятий в условиях убыточности деятельности 40 процентов хозяйствующих субъектов позволяет предположить, что учредители ориентируются не только на показатели прибыли и рентабельности, которые не в полной мере могут отразить эффективность функционирования субъектов хозяйствования, но и на иные результирующие показатели. Этот факт требует совершенствования методики оценки эффективности деятельности и инвестиционной привлекательности предприятий путем расширения перечня показателей результативности.

Цель статьи состоит в обосновании необходимости использования для оценки эффективности деятельности предприятий показателей, основанных на чистом денежном потоке.

В современной финансовой науке акцент все чаще переносится с исследования финансовых результатов деятельности предприятия (прибыли или убытков) на изучение денежных результатов функционирования субъекта (денежных потоков). Денежный поток – совокупность распределенных во времени поступлений и расходований денежных средств, генерируемых предприятием в процессе осуществления его финансово-хозяйственной деятельности. Денежный поток представляет собой непрерывное движение денежных средств в процессе функционирования предприятия.

Многие отечественные и зарубежные специалисты (И. А. Бланк, О. А. Терещенко, О. А. Кононенко, А. Д. Шеремет, Е. В. Негашев, Ю. Бригхем, Дж. К. Ван Хорн, Т. Райс, Б. Койли и многие другие) рассматривают величину денежного потока как важнейший показатель финансовой устойчивости, кредитоспособности, финансового благосостояния фирмы. Кроме этого показатель денежного потока рассматривается учеными в качестве индикатора способности предприятия самостоятельно генерировать средства для финансирования деятельности, то есть как источник самофинансирования функционирования предприятия.

Показатели денежных потоков как индикаторов финансовой успешности предприятия имеют ряд преимуществ по сравнению с показателями прибыли:

- ✦ денежный поток является внешним признаком функционирования предприятия. Отсутствие движения денежных средств является признаком отсутствия деятельности хозяйствующего субъекта;
- ✦ денежные потоки являются более объективными показателями деятельности по сравнению с прибылью. Величина чистой прибыли предприятия зависит от большого количества субъективных параметров, таких, например, как учетная и амортизационная политика, принятые на предприятии. Субъективность прибыли затрудняет сопоставление финансовых результатов деятельности различных хозяйствующих субъектов и может вызвать возникновение ошибок репрезентативности при оценке эффективности функционирования и инвести-

ционной привлекательности различных предприятий;

- ✦ данные о движении денежных средств более достоверны, ими сложнее манипулировать. Общеизвестно, что с целью минимизации налоговых платежей некоторые хозяйствующие субъекты предпринимают шаги по сокрытию прибыли, что искажает данные о реальном финансовом результате деятельности;
- ✦ денежный поток является одним из основных источников самофинансирования предприятия. В современной отечественной экономике привлечение собственных и заемных средств из внешних источников для большинства предприятий весьма проблематично, поэтому особенно важна способность предприятия использовать внутренние источники формирования финансовых ресурсов, в частности используя механизм самофинансирования. Профессор О. А. Терещенко указывает, чистый операционный денежный поток за период (основной источник самофинансирования предприятия) может быть рассчитан суммированием чистой прибыли, начисленной амортизации и прироста обеспеченных будущих затрат и платежей [3, с. 181 – 182];
- ✦ денежный поток является одним из основных критериев кредитоспособности, платежеспособности и ликвидности предприятия. Способность предприятия выполнять наступающие обязательства перед кредиторами всех типов определяется не только фактическим остатком ликвидных активов, но и их текущим поступлением (притоком денежных средств).

В связи с изложенным выше нам представляется целесообразным производить оценку эффективности деятельности и инвестиционную привлекательность хозяйствующего субъекта не только на базе исследования чистой прибыли и ее элементов, но и на основании изучения денежных потоков предприятия.

Нами проведено исследование финансового и денежного результата деятельности отечественных предприятий различных видов экономической деятельности за период с 01.01.2009 по 01.10.2011 гг. по квартальным данным (т. е. за 11 кварталов). Для недопущения возникновения несопоставимых данных из-за особенностей исчисления величины чистой прибыли, которая рассчитывается методом нарастающего итога, нами предварительно на основании данных Государственного комитета статистики Украины о кумулятивной чистой прибыли предприятий [4] исчислены величины чистой прибыли индивидуально за первый, второй, третий и четвертый кварталы каждого года. Использование индивидуальных квартальных данных позволяет более качественно исследовать динамику показателей эффективности, а также выявить сезонные колебания финансовых и денежных результатов деятельности предприятий.

Для установления наличия зависимости между величинами чистой прибыли и чистого денежного потока нами использованы приемы корреляционного анализа

[5], в частности определены значения коэффициентов парной корреляции между динамикой значений чистой прибыли и чистого денежного потока.

Коэффициент корреляции рассчитывается по формуле (1):

$$\gamma_{Pr,NCF} = \frac{COV(Pr, NCF)}{\sigma_{Pr} \cdot \sigma_{NCF}}, \quad (1)$$

где $\gamma_{Pr,NCF}$ – коэффициент парной корреляции между динамикой чистой прибыли (*Profit*) и чистого денежного потока (*Net Cash Flow*);

$COV(Pr, NCF)$ – ковариация между чистой прибылью и чистым денежным потоком;

$\sigma_{Pr}, \sigma_{NCF}$ – среднее квадратическое отклонение чистой прибыли и чистого денежного потока соответственно.

Ковариация (мера линейной зависимости двух случайных величин) рассчитывается в соответствии с формулой (2):

$$COV(Pr, NCF) = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n (Pr_i - \overline{Pr}) \cdot (NCF_i - \overline{NCF}), \quad (2)$$

где Pr_i, NCF_i – фактические значения чистой прибыли и чистого денежного потока;

$\overline{Pr}, \overline{NCF}$ – средние значения чистой прибыли и чистого денежного потока;

n – количество наблюдений.

Среднее квадратическое отклонение исследуемых показателей эффективности деятельности предприятий

определяются по формулам (3):

$$\sigma_{Pr} = \frac{\sum_{i=1}^n (Pr_i - \overline{Pr})}{n}, \quad \sigma_{NCF} = \frac{\sum_{i=1}^n (NCF_i - \overline{NCF})}{n}. \quad (3)$$

Значения коэффициента корреляции находятся в диапазоне $[-1, 1]$. Нулевое значение коэффициента корреляции характеризует отсутствие тенденции к росту или сокращению одной переменной при увеличении другой, однако не указывает на отсутствие зависимости вообще. Если тенденция выражена достаточно четко, то значение коэффициента корреляции близко к $+1,0$ или $-1,0$, при этом строгое равенство единице означает крайний случай статистической зависимости – зависимость функциональную (прямоугольную или обратную). Промежуточные положительные значения коэффициента корреляции свидетельствуют о том, что хотя тенденция к росту одной переменной при увеличении другой не очень ярко выражена, но она все же присутствует. Промежуточные отрицательные значения коэффициента корреляции характеризуют обратную зависимость между динамикой переменных. В отличие от функциональной, корреляционная зависимость возникает тогда, когда один из признаков зависит не только от второго, но и от ряда случайных факторов или же когда среди условий, от которых зависят и тот и другой признаки, имеются общие для них обоих условия [5]. Табл. 1 содержит результаты расчетов коэффициентов парной корреляции между динамикой чистой прибыли и чистого денежного потока

Таблица 1

Результаты корреляционного анализа чистой прибыли и чистого денежного потока предприятий различных видов экономической деятельности

Вид экономической деятельности	Код секции по КВЭД	Значения коэффициента парной корреляции
Всего	–	0,0795086
Сельское хозяйство, охота, лесное хозяйство	A, B	-0,3998134
Промышленность	C, D, E	0,7039237
Строительство	F	-0,5961276
Торговля; ремонт автомобилей, бытовых приборов и предметов личного потребления	G	0,4594165
– торговля автомобилями и мотоциклами, их техническое обслуживание и ремонт	G1 *	-0,0553343
– оптовая торговля и посредничество в оптовой торговле	G2 *	0,3795648
– розничная торговля; ремонт бытовых приборов и предметов личного потребления	G3 *	0,1193221
Деятельность гостиниц и ресторанов	H	0,3950204
Деятельность транспорта и связи	I	-0,1395728
Финансовая деятельность	J	0,4741744
Операции с недвижимым имуществом, аренда, инжиниринг и оказание услуг предпринимателям	K	-0,3572868
Образование	M	-0,4869808
Охрана здоровья и предоставление социальной помощи	N	0,7621922
Предоставление коммунальных и индивидуальных услуг; деятельность в сфере культуры и спорта	O	-0,0217346

* – обозначение введено автором.

Источник: рассчитано автором по данным Госкомстата Украины [4; 6].

Как показали результаты корреляционного анализа, для предприятий большинства видов экономической деятельности – промышленности (секции *C, D, E*), оптовой и розничной торговли (секции *G2* и *G3*), гостиничного и ресторанного бизнеса (секция *H*), финансовой деятельности (секция *J*), здравоохранения и социальной помощи (секция *N*) – характерно наличие прямой зависимости между изменением чистой прибыли и чистого денежного потока. Максимальные значения коэффициента корреляции получены между динамикой финансового и денежного результата деятельности промышленных предприятий (секции *C, D, E*) и организаций сферы охраны здоровья и оказания социальной помощи (секция *N*) $\pm 0,7039$ и $+0,7622$ соответственно.

На рис. 1 показана динамика чистой прибыли и чистого денежного хозяйствующих субъектов двух данных видов экономической деятельности.



Украине превысила общий чистый денежный поток на 16492,4 млн грн [4]. Этот факт также подтверждает необходимость использования для оценки результативности деятельности предприятий не только показателей прибыли и рентабельности, но и показателей, основанных на чистом денежном потоке.

Корреляционный анализ, результаты которого представлены в табл. 1, показал также, что обратная корреляционная зависимость между динамикой чистой прибыли и чистого денежного потока выявлена у предприятий сельского и лесного хозяйства (секции *A* и *B*), предприятий торговли автомобилями и мотоциклами (секция *G1*), организаций транспорта и связи (секция *I*), у предприятий, специализирующихся на операциях с недвижимым имуществом, аренде, инжиниринге и оказании услуг предпринимателям (секция *K*), у образовательных учреждений (секция *M*), а также у коммунальных



Рис. 1. Динамика показателей эффективности деятельности промышленных предприятий и организаций сферы охраны здоровья и оказания социальной помощи

Следовательно, оценка эффективности функционирования предприятий секций *C, D, E, G2, G3, H, J* и *N*, проведенная на основании исследования динамики чистой прибыли, даст результаты аналогичные и не противоречащие результатам анализа изменения чистого денежного потока. Однако следует еще раз подчеркнуть, что чистая прибыль и чистый денежный поток – принципиально разные показатели, характеризующие различные аспекты результативности деятельности предприятия. Как показало изучение совокупности данных о полученных отечественными предприятиями чистой прибыли и чистом денежном потоке за период с 01.01.2009 по 01.10.2011, ни у одной группы предприятий количество кварталов, в течение которых была получена чистая прибыль, не совпадает с количеством кварталов, в течение которых было обеспечено чистое поступление денежных средств. Более часто в течение периода с 01.01.2009 по 01.10.2011 гг. возникала ситуация, когда предприятия были способны обеспечить превышение поступлений денежных средств над их выплатами, чем достижение полного покрытия доходами понесенных затрат. Однако в абсолютном выражении в течение периода с 01.01.2009 по 01.10.2011 гг. совокупная чистая прибыль субъектов хозяйственной деятельности в

предприятий и организаций культуры и спорта (секция *O*). Минимальное значение коэффициентов парной корреляции ($-0,48698$) получено по показателям деятельности предприятий сферы образования. Динамика чистой прибыли и чистого денежного потока образовательных организаций проиллюстрирована рис. 2.

Как видно по материалам табл. 1 и рис. 2, динамика чистой прибыли и чистого денежного потока предприятий практически половины видов экономической деятельности находится в обратной зависимости. То есть оценка результативности деятельности предприятий секций *A, B, G1, I, K, M* и *O* не может быть достоверно произведена только на основании изучения традиционных показателей рентабельности, ввиду того, что между динамикой финансовых результатов (чистой прибыли) и денежных результатов деятельности (чистого денежного потока) данных предприятий выявлена обратная корреляционная зависимость. Поэтому оценка эффективности деятельности и инвестиционной привлекательности предприятий в условиях ограниченных финансовых ресурсов в обязательном порядке должна включать исследование денежных потоков, генерируемых в результате функционирования субъекта.

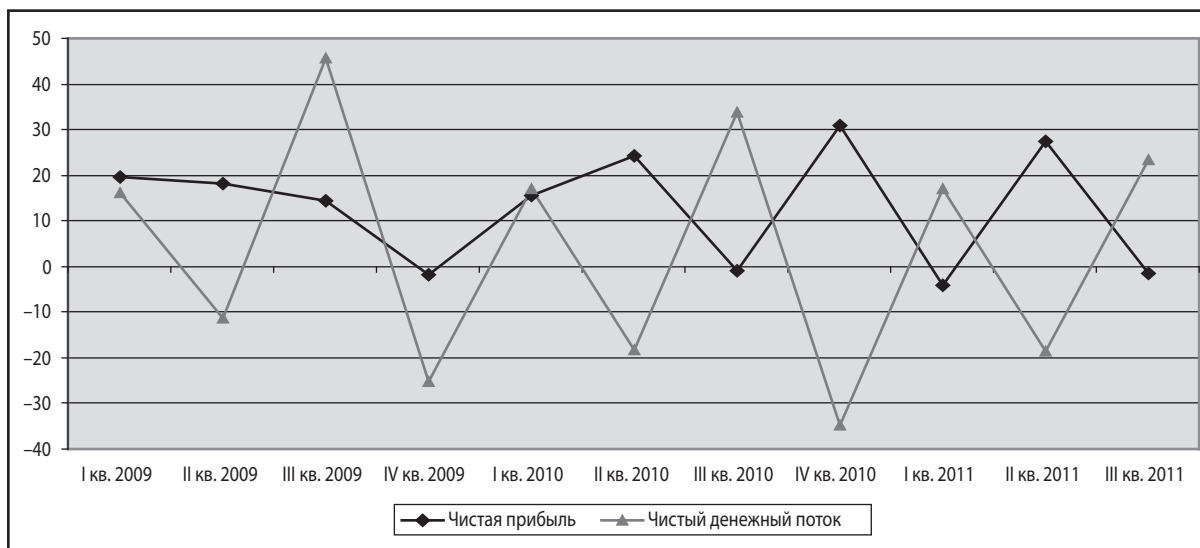


Рис. 2. Изменение чистой прибыли и чистого денежного потока организаций сферы образования

ВЫВОДЫ

Таким образом, была обоснована объективная необходимость использования для оценки инвестиционной привлекательности предприятий не только традиционных коэффициентов рентабельности, рассчитываемых на базе чистой прибыли, но и специфических показателей рентабельности по CashFlow. Корректировка отечественных методик оценки инвестиционной привлекательности путем использования показателей денежного потока позволит значительно облегчить инвесторам определение целесообразности вложения капитала и решить дилемму распределения ограниченных финансовых ресурсов между альтернативными вариантами их использования.

В дальнейших исследованиях предполагается разработка методологических аспектов и обоснование совокупности специфических коэффициентов рентабельности по чистому денежному потоку, в наибольшей степени отражающих эффективность функционирования предприятий различных видов экономической деятельности. ■

ЛИТЕРАТУРА

1. Чистый прибуток (збиток) підприємств за видами економічної діяльності за 2009 – 2011 рр. [Електронний ресурс]. – К. : Держкомстат України, 2012. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/> Monday, 5 March 2012 13:32:50
2. Показники Єдиного державного реєстру підприємств та організацій України у 2009 – 2011 рр. [Електронний ресурс]. – К. : Держкомстат України, 2012. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/> Monday, 5 March 2012 09:45:32
3. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.
4. Формування чистого прибутку (збитку) підприємств за видами економічної діяльності у 2009 – 2011 рр. (щоквартальна інформація) [Електронний ресурс]. – К. : Держкомстат України, 2012. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/> Monday, 5 March 2012 09:07:12

5. Гмурман В. Е. Теория вероятности и математическая статистика / В. Е. Гмурман. – М. : Высшая школа, 2003. – 480 с.

6. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності у 2009 – 2011 рр. (щоквартальна інформація) [Електронний ресурс]. – К. : Держкомстат України, 2012. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/> Monday, 5 March 2012 11:37:48.