

УДК 336.22.02:330.33

Лактіонова О.А.
кандидат економічних наук,
докторант кафедри фінансів і банківської справи
Донецького національного університету

ОЦІНКА ФІНАНСОВОЇ ГНУЧКОСТІ НА МІКРОРІВНІ (ІНТЕГРАЛЬНИЙ ПІДХІД)

EVALUATION OF FINANCIAL FLEXIBILITY AT THE MICRO LEVEL (INTEGRAL APPROACH)

АНОТАЦІЯ

У статті запропоновано методичний підхід до інтегральної оцінки фінансової гнучкості суб'єктів господарювання, що враховує макроекономічні і мікроекономічні фактори фінансових обмежень доступу до капіталу, оперативність, компенсаторність та вартість формування інструментів досягнення гнучкості.

Ключові слова: фінансова гнучкість, інтегральна оцінка, запас боргового навантаження, грошові запаси.

АННОТАЦИЯ

В статье предложен методический подход к интегральной оценке финансовой гибкости субъектов хозяйствования, учитывающий макроэкономические и микроэкономические факторы финансовых ограничений доступа к капиталу, оперативность, компенсаторность и стоимость формирования инструментов достижения гибкости.

Ключевые слова: финансовая гибкость, интегральная оценка, запас долговой нагрузки, денежные запасы.

ANNOTATION

The methodological approach to the integrated assessment of the financial flexibility of business entities have proposed, that take into account the macroeconomic and microeconomic factors of financial restrictions, time, cost and compensatory of instruments that help to achieve flexibility.

Keywords: financial flexibility, integrated assessment, financial leverage, cash reserves.

Постановка проблеми. Формування фінансової гнучкості на рівні суб'єктів господарювання спрямовано на підтримку доступу або потенціалу фінансування, є відповідною реакцією на прояв фінансових обмежень внаслідок недовисконалості фінансового ринку. Її головною цінністю є нарощування ринкової вартості бізнесу завдяки досягненню фінансової спроможності оперативного реагування на непередбачені позитивні і негативні шоків впливи зміни грошових потоків або інвестиційних можливостей. В умовах поглиблення глобалізаційних процесів зростає частота фінансових криз, збільшується тривалість рецесій, негативна асиметричність та глибина ділового циклу. Ці явища роблять питання управління фінансовою гнучкістю найактуальнішими, як для економік із розвинутим ринком, так і таких, що розвиваються. В свою чергу, дослідження методології оцінки спроможності суб'єктів господарювання до відновлення, реструктуризації та розширення свого фінансового потенціалу є невід'ємним елементом розвитку управління корпоративними фінансами.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання оцінки фінансової гнучкості на мікро-

рівні є актуальним предметом досліджень зарубіжних та вітчизняних вчених протягом останнього десятиріччя. Найбільш поширеним при цьому підходом є її оцінка за допомогою фінансових коефіцієнтів, які на основі регресійного аналізу ступеня їх впливу на доступ суб'єктів господарювання до фінансових ресурсів інтегруються у єдиний показник. До таких розробок слід віднести дослідження Даніеля Н. [1], Клеверлі У. [2], Дрейера Б. і Гронхага К. [3], Бланка І. [4], Комаринець С. [5]. В аспекті цього підходу доречно навести і дослідження в сфері оцінки фінансових обмежень, що є вихідною умовою, яка перешкоджає досягненню гнучкості. Найбільш поширеними є індекси фінансових обмежень Каплана-Зінгалеса та Вайтеда-Бу [6; 7]. Більш розширеним підходом можна вважати такий, що враховує комплекс зовнішніх факторів, динаміку економічного циклу [8]. Окремим напрямом оцінки фінансової гнучкості можна вважати вартісний підхід, що використовує методологію оцінки реальних опціонів.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Разом із тим безпосередня оцінка фінансової гнучкості є досить складним завданням, та до сьогодняшнього дня немає досконалої методиці. В наявних підходах не вирішено питання оцінки гнучкості із позиції її основних складових – оперативності, мобільності, маневреності суб'єкта в процесі адаптації свого фінансового потенціалу до зміни умов господарювання, пристосування до реалій ділового і фінансового макроекономічних циклів.

Мета статті полягає у розробці інтегрального підходу до оцінки фінансової гнучкості на мікрорівні, заснованого на врахуванні, з одного боку, стійких інституційних чинників суб'єктів господарювання, що впливають на їх фінансові адаптаційні можливості, з іншого боку, вимірюванні однорідних характеристик гнучкості впродовж циклу обороту фінансових ресурсів в умовах циклічного економічного розвитку країни.

Виклад основного матеріалу дослідження. Оцінка гнучкості на рівні окремих суб'єктів господарювання засновується на наступних положеннях:

- фінансова гнучкість суб'єктів господарювання визначається трьома її видами відпо-

відно до розподілу фінансових ресурсів, їх акумуляції та розміщення. Гнучкість до розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів ґрунтується на можливості реінвестування суб'єктом господарювання додаткових власних фінансових ресурсів за рахунок зміни структури їх розподілу (зростання фондів накопичення). До основних її інструментів прийнято відносити скорочення дивідендних чи інших виплат власникам, скорочення викупу акцій. Гнучкість до акумулювання фінансових ресурсів заснована на здатності залучати додаткові власні і позикові фінансові ресурси, змінювати їх структуру в режимі економії часу і вартості фінансування (її основні інструменти – резерв боргової спроможності і відкриття кредитних ліній). У свою чергу, гнучкість до розміщення фінансових ресурсів заснована на потенціалі зміни структури активів і напрямів вкладання коштів;

- оскільки фінансова гнучкість на мікрорівні розглядається із позиції здатності суб'єктів господарювання своєчасно розширювати, звужувати або відновлювати свій фінансовий потенціал відповідно до мінливих умов функціонування, є відповідна закономірність придатності тих чи інших інструментів для застосування в цих процесах. Так, підготовка умов до покриття шоків ліквідності в першу чергу реалізується на основі інструментів формування гнучкості до розміщення фінансових ресурсів. Підготовка умов до реструктуризації фінансового потенціалу – на основі гнучкості в акумулюванні фінансових ресурсів, а також інструментів гнучкості до розподілу фінансових ресурсів, за рахунок чого проводиться зміна структури капіталу. На етапі розширення фінансового потенціалу в першу чергу застосовуються інструменти гнучкості до акумулювання фінансових ресурсів;

- в якості основи вимірювання рівня фінансової гнучкості лежить трикомпонентна характеристика (V, G_i, A_i) , що визначається рівнем фінансових обмежень суб'єктів господарювання (V) , агрегує рівень гнучкості за її властивостями відповідно до кожного її виду (G_i) та враховує індикатор значимості або актуалізації застосування того чи іншого виду гнучкості на певній стадії ділового циклу (A_i) (рис. 1);

- найважливішою вихідною компонентною гнучкості суб'єкта господарювання є рівень його фінансових обмежень, що враховує на противагу від існуючих підходів, разом із показниками внутрішнього стану (фінансової архітектури) – VA , зовнішні характеристики доступу до фінансових ресурсів – неефективність (фрікційність) фінансового ринку – VF , фінансовий розвиток країни – VR , поточні умови доступу до фінансових ресурсів – VD ;

- гнучкість фінансів суб'єкта господарювання необхідним чином буде включати в себе такі властивості, як оперативність (швидкість реакції), маневреність (різноманітність можливих варіантів реакції), економічність (вартість

реакції), альтернативність, компенсаторність (здатність компенсації можливих відхилень), що потребують відповідних показників їх вимірювання. При цьому оперативність досягнення стану фінансової гнучкості залежить: для гнучкості із розміщення фінансових ресурсів – від тривалості фінансового циклу суб'єкта господарювання, для гнучкості із акумуляції фінансових ресурсів – від швидкості формування чистого грошового потоку, від операційної діяльності та поточної величини заборгованості; для гнучкості розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів – від тривалості операційного циклу;

- витрати формування і підтримання фінансової гнучкості суб'єкта господарювання складаються з явних (експліцитних) та неявних (імпліцитних) витрат. При цьому більшість таких витрат приходиться саме на останні, що суттєво ускладнює оцінку гнучкості як об'єкта управління. До неявних витрат входять витрати невикористаних можливостей (упущеної вигоди), трансакційні в частині витрат від посилення агентських конфліктів;

- для приведення показників у єдину розмірність застосовується їх нормування відповідно до їх максимальних та мінімальних значень, що спостерігаються у вибірках, а також їх впливу на фінансову гнучкість – дестимуляції або стимуляції;

- формування і підтримка фінансової гнучкості суб'єктом господарювання залежить не тільки від невизначеності шоків впливів з боку фінансового ринку, а й циклічних процесів в економіці. Врахування закономірностей зміни стадій піднесення та економічних бумів стадіями падіння ділової активності, економічних рецесій та стиснення ліквідності фінансового ринку, визначає необхідність введення в алгоритм оцінки фінансової гнучкості параметру, що виконує роль індикатора ділового циклу та актуалізації того чи іншого виду гнучкості – γ_i (рис. 1);

- незважаючи на закономірну проциклічність агрегованих обсягів інвестицій на макrorівні в період економічного спаду, дослідники традиційно відзначають спостережувану істотну дисперсію обсягів виробництва між різними суб'єктами господарювання, що говорить про специфічність шоків виробництва та інвестицій щодо кожного з суб'єктів господарювання та галузей. Незважаючи на падіння інвестицій в період рецесії, окремі суб'єкти господарювання можуть мати досить привабливі інвестиційні можливості. Таким чином, доцільним є врахування в оцінці фінансової гнучкості не тільки стадій макроекономічного ділового циклу, але й ступінь синхронності останнього із діловою активністю суб'єкта господарювання або галузі (A) .

Розглянемо послідовно вказані компоненти оцінки фінансової гнучкості.

Фінансові обмеження, що ускладнюють доступ до зовнішніх фінансових ресурсів,

визначають цінність формування гнучкості, реалізація якої забезпечує мобілізацію капіталу в режимі економії вартості і часу. Чим вище рівень фінансових обмежень, тим вище необхідність і, отже, цінність фінансової гнучкості.

В якості індикаторів фінансового розвитку (VR) країни обрано такі, що враховуються Світовим економічним форумом під час розрахунку індексу фінансового розвитку в частині оцінки фінансових ринків. Такі показники характеризують рівень капіталізації ринку цінних паперів, об'єми їх випуску відповідно до ВВП.

Фінансові обмеження також є результатом недосконалості фінансового ринку – присутньою на ньому асиметрії інформації, агентських проблем, морального ризику, трансакційних витрат, що ведуть до зростання явних і неявних витрат зовнішнього фінансування компаній (як позикових ресурсів, так і зовнішніх джерел поповнення власного капіталу). Отже, показник недосконалості, або фрикційності фінансового ринку (VF), буде засновуватися на двох агрегованих індикаторах – рівні умов агентських конфліктів (AR) та рівні умов інформаційної асиметрії на ринку (IA). При цьому ознаками умов агентських конфліктів в країні є рівень захисту прав кредиторів, рівень захисту прав міноритарних акціонерів та індикатор ефективності примусового стягнення заборгованості. Усі ці вихідні показники розраховуються відповідно до методики *Doing business* [9]. Всі вони є показниками-стимуляторами.

Рівень інформаційної асиметрії на ринку (IA) визначається на основі ефективності механізму поширення інформації на кредитному ринку, ступеня концентрації випуску акцій на ринку і концентрації акціонерної власності, концентрації випуску облігацій, рівня конкуренції на кредитному ринку. На відміну від усіх інших із позиції впливу на фінансову гнучкість суб'єкта господарювання показники концентрації є дестимуляторами.

Треба відзначити, що загальний рівень фінансових обмежень є характеристикою фінансової гнучкості, що відноситься в цілому до суб'єкта господарювання на відміну від характеристики (G_i), яка агрегує рівень гнучкості за її властивостями (компенсаторності, оперативності, економічності) відповідно до кожного її виду, виокремлених на основі стадій відтворення фінансових ресурсів на мікрорівні [10].

Оцінку рівня гнучкості до розміщення фінансових ресурсів або здатності зміни структури

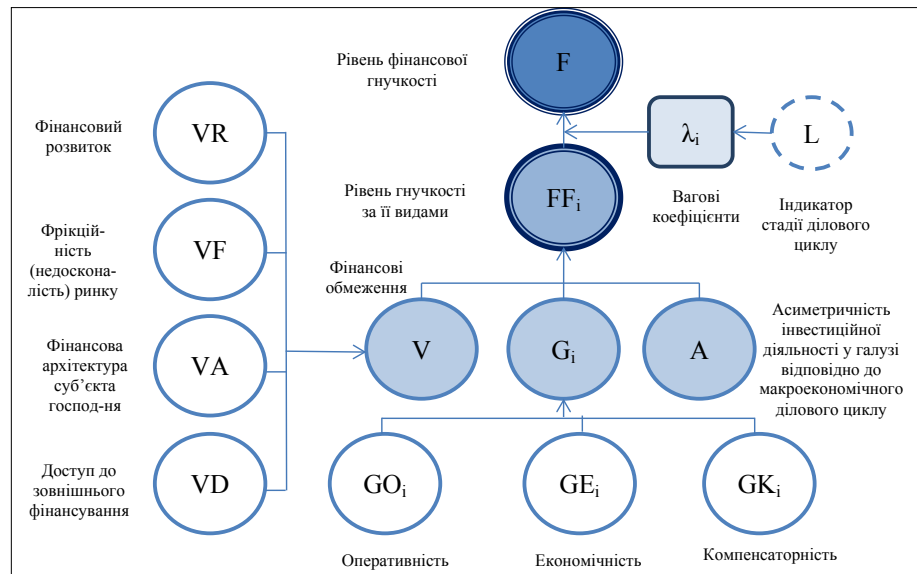


Рис. 1. Складові оцінки фінансової гнучкості на мікрорівні

активів і напрямів вкладання коштів здійснимо на прикладі її найбільш ліквідного інструменту – резерву грошових коштів (G_1).

Компенсаторність як характеристика грошових резервів пов'язана із накопиченою їх величиною (запасом) та визначає здатність компенсації можливої потреби у фінансових ресурсах внаслідок впливу фінансових шоків та виникненням грошового дефіциту, появою інвестиційних перспектив. Для виміру компенсаторності грошових резервів (GK_i) використовуємо декілька показників: відхилення рівня грошових резервів від оптимального, рівень грошового дефіциту, коефіцієнт абсолютної ліквідності (платоспроможності) – нормоване значення, коефіцієнт поточної ліквідності – нормоване значення.

Розглядаючи оперативність як характеристику гнучкості інвестування фінансових ресурсів в рамках формування та використання резерву коштів суб'єкта господарювання (GO_i), треба зазначити, що її оцінка повинна базуватися на вимірі саме можливості швидкого формування грошових резервів, оскільки їх використання як абсолютно ліквідного запасу умовно не потребує витрат часу.

Теоретичним підґрунтям для цього аргументу є дослідження грошових резервів в умовах недосконалого фінансового ринку. Така недосконалість визначає як саму потребу у накопиченні ліквідності на рівні суб'єкта господарювання, так і ставить питання про виникнення витрат на корегування (*adjustment costs*) – збільшення або зменшення величини грошового резерву і, відповідно, витрат часу на досягнення цільового або оптимального рівня резерву. Треба зазначити, що дослідженню явища трансакційних витрат із корегування грошового резерву приділено значно менше уваги, ніж аналогічним, що виникають внаслідок корегування величини фінансового левериджу. Серед сучасних науков-

ців, які присвятили свої емпіричні дослідження цьому питанню, слід зазначити Ачарія В., Альмейда Х., Кампелло М., та ін. [11]. Головними результатами цих досліджень є не тільки отримана швидкість корегувального процесу, але й визначення факторів, що мають суттєвий вплив на цю величину. Серед таких факторів зазначаються: напрям відхилення фактичного резерву коштів від оптимального (дефіцит або надлишок) – наявність дефіциту передбачає більш швидке досягнення цільового орієнтуру, ступінь фінансових обмежень – більш обмежені компанії у зв'язку із їх невеликим розміром, складним доступом до зовнішнього фінансування, значною волатильністю грошових потоків, невисокою якістю корпоративного управління, відсутністю кредитного рейтингу і т. ін. Оскільки фактори фінансових обмежень вже враховано у нашому підході у відповідній компоненті вище, оперативність формування грошових резервів або їх корегування у бік їх доведення до оптимального розміру із точки зору мотиву страхування будемо оцінювати на основі показника тривалості фінансового циклу, або циклу конвертації коштів.

Як зазначалося вище, формування та підтримання грошових резервів пов'язані із упущеною вигодою та агентськими витратами. Такі витрати визначають економічність накопичення коштів суб'єктами господарювання.

Агентські витрати, що виникають в разі існування конфлікту інтересів між менеджерами та власниками внаслідок неспроможності останніми проконтролювати доцільність формування резервів та їх мотиви інвестування, можуть переважати ефекти від додаткової ліквідності суб'єкта господарювання. Внаслідок складності безпосереднього вимірювання агентських витрат застосуємо опосередковану оцінку на основі показників ефективності діяльності менеджерів: доходності активів суб'єкта господарювання (ROA) та контролю операційних витрат (частка операційних витрат у доходах – RO). Економічність підтримання грошових резервів (GE_1) дорівнює середній арифметичній нормованих показників.

Наступним об'єктом оцінки фінансової гнучкості є гнучкість до акумуляції фінансових ресурсів. В оцінці фінансової гнучкості суб'єктів господарювання вона є найбільш поширеним об'єктом досліджень та чинником, що визначає її рівень. Рівень гнучкості в акумуляції фінансових ресурсів в частині своєї компенсаторності (GK_2) буде тим вище, чим: нижче відхилення левериджу від оптимального; вище коефіцієнт покриття відсотків; вище коефіцієнт покриття загальних боргових зобов'язань; вище коефіцієнт покриття кредитів банку, що погашаються в поточному періоді; вище здатність до заставного забезпечення зобов'язань; вище перспективи зростання бізнесу; вище частка іноземного капіталу у власному капіталі; вище частка короткострокового боргу у загальній величині

боргу; вище частка позик, залучених на основі відкриття кредитних ліній у загальній величині боргу.

Загальний рівень компенсаторності (GK_2) визначається на основі середнього арифметичного нормованих значень вказаних показників.

Оцінка оперативності формування запасу боргового навантаження базується на емпіричних дослідженнях швидкості корегування фінансового левериджу в бік його оптимальної величини. Як свідчать останні дослідження, компанії мають цільову структуру капіталу, але дуже повільно наближаються до неї фактично [12–15]. Серед факторів, що визначають наявність витрат такого корегування, емпірично доведені наступні: витрати на випуск інструментів залучення власного капіталу [16], транзакційні витрати [17], позиція відносно чистого грошового потоку [18], конкуренція серед банків. Дуже різняться і оцінки швидкості зміни левериджу. Разом із тим врахування фактору напряму відхилення від левериджу дає більш коректні оцінки – компанії із надмірним борговим навантаженням (більше оптимуму) корегують його більш швидко, маючи для цього більшу мотивацію [19]. Ще одним значимим фактором із позиції мотиву є і наявність фінансового дефіциту. Так, вченими із Манчестерського університету у процесі компаративного аналізу було отримано результати, що свідчать про меншу швидкість корегування боргового навантаження для японських компаній – середній коефіцієнт їх швидкості дорівнює 0,392, для компанії Франції – 0,509. Якщо такі компанії мають надмірний рівень боргу, швидкість пристосування збільшується – для Японії до 0,357, для Франції – до 0,572 [20]. Отже, наявність дефіциту (мотиву) та необхідність досягнення фінансової гнучкості (запасу боргового навантаження) є ключовими у процесі корегування левериджу.

Цікавими є і дослідження швидкості корегування левериджу у країнах БРІК та Східної Європи, що врахували вплив різних макро- і мікроекономічних факторів [21]. В цьому дослідженні для усіх кран вибірки підтверджено суттєвий негативний вплив на леверидж джерел його покриття – операційного прибутку та операційного грошового потоку. Оскільки покриття прибутком величини боргу вже враховано нами в числі показників компенсаторності, в якості індикатора швидкості можливого корегування величини боргового навантаження із позиції досягнення стану фінансової гнучкості (GO_2) використаємо саме чистий операційний потік та його співвідношення із величиною кредитних зобов'язань.

Вартість формування запасу боргового навантаження (GE_1) оцінюється на основі витрат, що несе компанія в разі знаходження поза цільової структури капіталу, а також агентських витрат, що збільшуються в разі зниження частки боргу в активах суб'єкта господарювання при наяв-

ності агентського конфлікту між акціонерами та кредиторами. Індикатор витрат агентського конфлікту – добуток коефіцієнта Тобіна та частки довгострокового боргу у загальних зобов'язаннях, агентських витрат, спричинених можливістю заміщення активів – добуток ринкової вартості активів до їх балансової оцінки та співвідношення неконвертованого боргу до сукупних зобов'язань.

Оцінка гнучкості до розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів ґрунтується на оцінці можливостей реінвестування суб'єктом господарювання додаткових власних фінансових ресурсів за рахунок зміни структури їх розподілу. Можливості до розподілу фінансових ресурсів – це спроможність покривати грошовими потоками, що генерує суб'єкт господарювання, різні види потреб. Така спроможність визначається як величиною генерованого грошового потоку та прибутку, так і структурою таких потоків або структурою розподілу прибутку.

Отже, компенсаторність як характеристика розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів (GK_3) визначається на основі наступних показників: ліквідності грошових потоків (здатність покривати необхідні витрати грошових коштів позитивним грошовим потоком у звітному період); резерву реінвестування – частки виплат власника у загальній величині прибутку; грошового покриття короткострокових боргів; відношення грошового потоку від операційної діяльності до загальної суми боргу; достатності грошового потоку – відношення суми чистого грошового потоку до суми виплат боргу з довгострокових, короткострокових кредитів і позик, збільшення на суму приросту запасів та дивідендів (процентів), виплачених власникам підприємства (акціонерам) на вкладений капітал.

Оперативність можливого формування фінансової гнучкості за рахунок розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів (GO_3) визначається на основі показника швидкості покриття як співвідношення відтоку грошових коштів до чистого грошового потоку.

Для агрегування показників характеристик фінансової гнучкості суб'єктів господарювання (оперативності, компенсаторності, вартості) за її видами та визначення відповідного її рівня використаємо функцію синусоїди. Така функція відбиває циклічний процес зміни певного показника – в нашому випадку рівня фінансової гнучкості. Перевагою застосування такої функції є такі: функція відображає цикл управління фінансовою гнучкістю – її формування, підтримання та реалізацію; визначає її залежність від декількох параметрів – амплітуди, частоти коливань (періодичності її актуалізації), зсуву відносно параметру часу і, отже, можливості її співставлення із відповідними параметрами ділового циклу.

Для зручності використання функції використаємо її модифіковану форму шляхом зсуву функції вгору відносно осі ординат на одиницю

та зсуву відносно осі абсцис на $\pi/2$ (рис. 2). Зазначимо, що повне рівняння функції синусоїди в цьому випадку буде мати вигляд:

$$y = a - b \cos cx + 1, \quad (1)$$

де a – параметр, що визначає зсув функції відносно осі ординат;

b – параметр, що визначає амплітуду коливання;

c – параметр, що визначає частоту коливання.

Маючи три параметри фінансової гнучкості, визначимо їх за допомогою параметрів синусоїди:

- оперативність формування або реалізації гнучкості (GO_i) – використовується як параметр функції c – чим більше значення показника оперативності (триваліше період, необхідний для досягнення гнучкості), тим більше c , і, відповідно, функція буде більш розтягнутою відносно осі x ;

- компенсаторність реалізації гнучкості (GK_i) – використовується як параметр функції b – чим більше значення показника компенсаторності (більші резервні можливості), тим менше повинно бути b , і, відповідно, функція буде більш стислою відносно осі y – менше амплітуда;

- вартість формування або реалізації гнучкості (GE_i) використовується як параметр функції a – чим більше значення показника вартості (більше витрати), тим більшим повинно бути a , і, відповідно, функція буде більш зсунута вверх відносно осі y .

Отже, параметр оперативності та вартості є прямо пропорційними відносно вказаних параметрів синусоїди, параметр компенсаторності – обернено пропорційним. Із вказаних закономірностей взаємозв'язку між параметрами та функцією, можна зробити висновок, що погіршення гнучкості буде збільшувати амплітуду та зсув відносно осі y , зменшувати частоту коливання.

Для визначення рівня фінансової гнучкості застосуємо рівняння площі простору під синусоїдою:

$$y = \int_0^{2\pi} (a - b \cos cx + 1) dx. \quad (3)$$

Погіршення фінансової гнучкості буде збільшувати площу під графіком.

Для оцінки рівня гнучкості обмежимо певний простір прямокутником, в якому зробимо оцінку на основі наступного:

$$G_i = \int_0^{2\pi} MB - \int_0^{2\pi} (a - b \cos cx + 1) dx. \quad (4)$$

M – довжина прямокутника – між точками із координатами (0; M);

B – ширина прямокутника – між точками із координатами (B ; 0).

Координати точок M і B розрахуємо шляхом встановлення максимальних і мінімальних значень параметрів синусоїди: $0 \leq a \leq 2$; $0,1 < b \leq 2$. Підставимо їх у функцію синусоїди: для мінімальних значень параметрів: $y = -0,1 \cos x + 1$, для максимумів: $y = 2 \cos x + 3$.

Відтак, координати точок дорівнюють: M (0; 5); B (2π ; 0).

Площа прямокутника в цьому разі складе 10π , а формула визначення рівня фінансової гнучкості:

$$G_i = 10\pi - \int_0^{2\pi} (a - b \cos cx + 1) dx. \quad (5)$$

Таким чином, площа під синусоїдою, визначеною на основі мінімальних значень характеристик гнучкості, дорівнює 2π , або 6,28, на основі максимальних – 6π , або 18,84. Відповідно, рівень фінансової гнучкості за найкращими показниками буде дорівнювати 25,12 ($31,4 - 6,28$), за найгіршими – 12,56 ($31,4 - 18,84$).

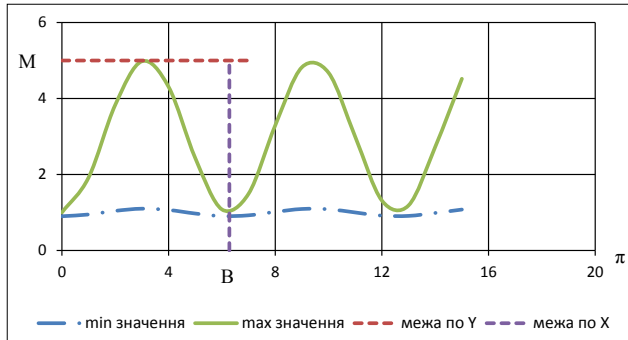


Рис. 2. Графік функції синусоїди та її обмеження прямокутником MB для визначення рівня фінансової гнучкості

Параметр A у трикомпонентному показнику фінансової гнучкості FF_i характеризує сумісність циклу інвестиційної активності в галузі, де працює суб'єкт господарювання, із циклом ділової активності в країні. Співставлення динаміки цих індикаторів дає змогу визначити проциклічність, контрциклічність або ациклічність інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання. Параметр сумісності ділового та інвестиційного циклів оцінюється на основі показника кореляції об'ємів інвестицій в галузі із динамікою ВВП. Оскільки параметр A має область можливих значень від -1 до 1 та є дестимулятором для гнучкості (зростання кореляції веде до зниження гнучкості), для нормалізації показника скорегуємо його наступним чином: $(1-A)/2$. Інтегрована оцінка фінансової гнучкості за певним її видом і здійснюється наступним чином:

$$FF_i = V + \frac{G_i}{25} + \frac{(1-A)}{2} = V + 0,04G_i - 0,5A + 0,5 \cdot (6)$$

Оскільки кожний із показників в інтегрованій оцінці має область можливих значень від 0 до 1 , область значень функції FF_i буде дорівнювати $[0;3]$.

Наступним етапом є агрегування рівнів гнучкості за окремим її видами в один показник за допомогою коефіцієнтів зважування λ_i . Для цього застосуємо принцип актуальності того чи іншого інструменту (виду) фінансової гнучкості на певній стадії ділового макроекономічного циклу. Для побудови відповідної системи пріоритетів застосуємо ваги Фішберна, що враховує одночасно і відносини переваги, і відносини байдужості.

Формування прерогатив актуалізації інструментів (видів) фінансової гнучкості на тій чи іншій стадії ділового циклу засновано на наступних припущеннях:

- стадія кризи характеризується швидким суттєвим погіршенням основних економічних показників, приходиться на поворотну точку у динаміці фінансових та економічних індикаторів із появою, як наслідок, суттєвих фінансово-економічних дисбалансів. Для управління фінансовою гнучкістю найбільш актуальними в цих умовах є вплив шоків ліквідності, що можуть бути спровоковані стисненням грошово-кредитного ринку. Відновлення ліквідності на рівні окремого суб'єкта господарювання перш за все здійснюється за рахунок накопичених грошових резервів. Джерелом оперативного покриття потреби та відновлення фінансового потенціалу також є внутрішні фінансові ресурси, що отримує суб'єкт із вільного грошового потоку. Отже, гнучкість до розміщення фінансових ресурсів, їх розподілу та перерозподілу отримують на цій стадії більший пріоритет (табл. 1);

- стадія рецесії або, в гіршому випадку, депресії характеризується тривалим (за критеріями окремих країн – більше двох кварталів) падінням основних макроекономічних показників. Падіння попиту на ринках збуту і, відповідно, ділової активності уповільнюють грошовий обіг суб'єктів господарювання, зв'язуючи грошові ресурси у дебіторській заборгованості та зростаючих запасах оборотних активів в разі слабкої операційної гнучкості. Суттєві постійні витрати відволікають обмежені власні грошові потоки. В той же час необхідність фінансування початих інвестиційних проектів та реалізація нових потребують фінансової гнучкості, яка засновується на формуванні потенціалу довгих коштів. Отже, більший пріоритет на цій стадії економічного циклу отримує саме гнучкість до акумулювання фінансових ресурсів, що дає можливість як реструктуризації фінансового

Таблиця 1

Система пріоритетів та вагові значення у ранжування фінансової гнучкості в залежності від стадії ділового циклу

Стадія кризи	Стадія рецесії (депресії)	Стадія підйому (пожвавлення)	Стадія економічного буму
$FF_1 \approx FF_3 > FF_2$ $\lambda_1 = \lambda_3 = 0,4$ $\lambda_2 = 0,2$	$FF_1 \approx FF_3 < FF_2$ $\lambda_1 = \lambda_3 = 0,25$ $\lambda_2 = 0,5$	$FF_2 > FF_3 > FF_1$ $\lambda_1 = 0,17; \lambda_3 = 0,33$ $\lambda_2 = 0,5$	$FF_2 > FF_1 > FF_3$ $\lambda_3 = 0,17; \lambda_1 = 0,33$ $\lambda_2 = 0,5$

потенціалу, так і його нарощування. Гнучкість до розподілу та розміщенню фінансових ресурсів на основі формування грошових резервів отримують рівнозначний другий пріоритет;

- стадія економічного поживлення на відміну від попередньої дає суб'єктам господарювання широкі можливості та перспективи інвестиційної діяльності. Необхідність задоволення значних фінансових потреб визначає актуальність можливостей суб'єктів господарювання акумулювати додатковий капітал. Для цієї мети накопичення внутрішніх грошових резервів є не тільки найбільш дорогим джерелом фінансового потенціалу, а у суттєво обмеженим. Таким чином, цей вид гнучкості отримує найнижчий пріоритет в ранзі пріоритетів фінансової забезпеченості;

- на стадії економічного буму, для якого найменш вірогідна поява грошового дефіциту, доцільним є формування умов гнучкого реагування суб'єктів господарювання у подальшому. Виходячи із закономірної більшої тривалості процесу приведення умов у стан фінансової гнучкості із позиції можливостей залучення зовнішніх фінансових ресурсів, віддамо саме цьому виду найбільшу прерогативу у агрегованій оцінці.

Оскільки $\sum \lambda_i = 1$, то область можливих значень інтегрованого індикатора F залишається в межах $[0; 3]$. Інтерпретація результатів оцінки фінансової гнучкості буде наступною: якщо $0 \leq F < 1$, рівень фінансової гнучкості вважається низьким; якщо $1 \leq F < 2$, рівень фінансової гнучкості вважається середнім; якщо $2 \leq F < 3$, рівень фінансової гнучкості вважається високим.

Висновки. Запропонований методичний підхід до оцінки фінансової гнучкості дозволяє інтегрувати макроекономічні та мікроекономічні характеристики обмежень спроможності суб'єктів господарювання відновлювати, реструктурувати та розширювати їх фінансовий потенціал, що визначаються особливостями їх фінансової архітектури, рівнем фінансового розвитку країни та наявністю інституційних вад, поточними монетарними умовами доступу до фінансових ресурсів.

В якості функції агрегування однорідних характеристик різних видів фінансової гнучкості суб'єктів господарювання запропоновано функцію зіставити його із параметрами ділового макроекономічного циклу.

Перспективою подальшого дослідження є розширення в якості бази оцінки різних інструментів фінансової гнучкості із визначенням на цій основі показника маневреності у їх застосуванні.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Sources of financial flexibility: evidence from how firms manage cash flow shortfalls / Daniel, N., Denis, D.,

- Naveen, L.. – 2011 [Electronic resource]. – Access mode : <http://core.ac.uk/download/pdf/6353104.pdf>.
2. Cleverley W. O. Predicting Financial Flexibility: A Key to Hospital Survival / W. O. Cleverley // *Healthcare Financial Management*. – 1985. – P. 28–38.
3. Dreyer B. Uncertainty, flexibility, and sustained competitive advantage / B. Dreyer, K. Gronhaug. – *Journal of Business Research*. – 2004. – № 57 – P. 484–494.
4. Бланк И.А. Словарь-справочник финансового менеджера / И.А. Бланк. – К. : «Ника-Центр», 1998. – 480 с.
5. Комаринець С.О. Фінансова гнучкість підприємства в умовах невизначеності середовища / С.О. Комаринець // *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. Серія «Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку». – Львів, 2007. – С. 186–191.
6. Financial Constraints Risk / M. Toni, Wu Guojun // *Journal of Business and Economic Statistics*. – 2003. – № 16. – P. 532–559 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bauer.uh.edu/wu/Papers/RFS2006_FinConstr.pdf.
7. Musso P. The Impact of Financial Constraints on Firms Survival and Growth / Musso P., Stefano S. // *Working paper*. – 2007. – № 37 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ofce.nexenservices.com/pdf/dtravail/WP2007-37.pdf>.
8. Лактионова А.А. Механизмы оценки и формирования финансовой гибкости субъектов хозяйствования : [монография] / А.А. Лактионова, И.С. Чижко. – Донецк : Донбасс, 2013. – 218 с.
9. Doing Business: Measuring Business Regulation [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.doingbusiness.org>.
10. Лактионова А.А. Взаимосвязь делового цикла и управления гибкостью финансовой системы на микроуровне / А.А. Лактионова // *Финансы, учет, банки*. – Донецк : ДонНУ, 2013. – № 1 (19). – С. 5–23.
11. Acharya V. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies / Acharya V., Almeida H., Campello M. // *Journal of Financial Intermediation*. – 2007. – № 16. – P. 515–554.
12. Leary M. Do firms rebalance their capital structures? / Leary M., M.R. Roberts // *Journal of Finance*. – 2005. – № 60. – P. 2575–2619.
13. Flannery M.J. Estimating dynamic panels in corporate finance Flannery / M.J., K.W. Hankins // *Journal of Corporate Finance*. – 2012. – № 19. – С. 1–19.
14. Huang R. Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment / Huang R., J. Ritter // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2009. – № 44. – С. 237–271.
15. Frank M. Capital structure decisions: which factors are reliably important? / Frank M., V. Goyal // *Financial Management*. – 2009. – № 38. – P. 1–37.
16. Altinkılıç O. Are there economies of scale in underwriting fees? Evidence of rising external costs / Altinkılıç O., R.S. Hansen // *Review of Financial Studies*. – 2000. – № 13. – P. 191–218.
17. Byoun S. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? / Byoun S. // *Journal of Finance*. – 2008. – № 63. – P. 3069–3098.
18. Shivdasani A. How do pensions affect capital structure decisions? / Shivdasani A., I. Stefanescu // *Review of Financial Studies*. – 2010. – № 23. – P. 1287–1323.
19. Faulkender M. Cash flows and leverage adjustments / Faulkender M., M.J. Flannery, K.W. Hankins, J.M. Smith // *Journal of Financial Economics*. – 2012. № 103. – P. 632–646.
20. Asymmetric Partial Adjustment towards Target Leverage:

- International Evidence [Electronic resource]. – Access mode : <https://www.escholar.manchester.ac.uk/>.
21. Capital Structure Policy in Central Europe and BRIC: Interaction of Internal Determinants and Macroeconomic Factors // Irina Ivashkovskaya, Alexey Kadurov, Maria Kokoreva [Electronic resource]. – Access mode : http://www.hse.ru/data/2012/07/09/1254901374/CS%20in%20CEE%20countries_paper.pdf.