

Согласно данным, приведенным в табл. 1 и 2, ПАО «ВБР» внедрил эффективную стратегию управления финансовыми рисками, их контроля, мониторинга и диверсификации. Это позволяет банку быть стрессоустойчивым, несущественно зависеть от изменения конъюнктуры мировых валютных рынков, диверсифицировать риски и не подвергаться угрозе существенного влияния валютных факторов на финансовые результаты деятельности.

В аспекте долгосрочного стратегического развития это позволяет банку получить конкурентные преимущества из-за низкой степени колебания реального стоимостного выражения его операционной прибыли, а также разрабатывать широкопрофильный инструментарий по хеджированию рисков и извлечению из них спекулятивной прибыли и создавать соответствующие инвестиционные потребительские продукты.

Таким образом, рассмотренные выше проблемы свидетельствуют о том, что ключевым фактором успеха коммерческих банков в закреплении своих позиций на финансовом рынке является совершенствование системы поддержки принятия управленческих решений в сфере валютных операций.

С целью повышения качества проводимых валютных операций и сокращения валютного риска при управлении деятельностью крупным коммерческим банкам необходимо создавать интегрированные (единые) банковские системы, обеспечивающие сквозную обработку данных, интеграцию информационных потоков бизнес-систем, централизацию систем хранения и обработки информации. Внедрение единых банковских систем позволяет решать не только фронт-офисные, но и бэк-офисные задачи, такие как: комплексное планирование деятельности банка (тактическое, оперативное и стратегическое), централизация операций по первичному учету, сокращение числа управленческих уровней и дублирующих подразделений, проведение комплексных маркетинговых исследований, разработка инновационных технологий.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Lorenzo Bini Smaghi. Risk Management in Central Banking / International Risk Management Conference – 15 June 2011. Электронный ресурс. Режим доступа - [<http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110615.en.html>]
2. Eric Markowitz. Doing business in Europe? You should be hedging / Inc. Электронный ресурс. Режим доступа – [<http://www.inc.com/articles/201112/doing-business-overseas-you-should-be-hedging.html>]
3. Лабудева М.О. Особенности построения информационной модели оценки валютного риска среднего банка / М. О. Лабудева // Сегодня и завтра российской экономики, научно-аналитический сборник. - №19, 2008. - С. 62-71.
4. Годовой финансовый отчет ПАО «ВБР» за 2010 год. Электронный ресурс. Режим доступа – [http://www.vbr-bank.com.ua/_storage/files/fin/fs-year-2010.pdf]
5. Годовой финансовый отчет ПАО «ВБР» за 2011 год. Электронный ресурс. Режим доступа – [http://www.vbr-bank.com.ua/_storage/files/fin/fs-year-2010.pdf]

УДК 657.422.1

МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ ФАКТОРІВ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ ГНУЧКОСТІ ПІДПРИЄМСТВАМИ УКРАЇНИ

А.С. Лук'яненко, О.А. Лактіонова

Резюме. У дослідженні розкрита сутність поняття фінансової гнучкості підприємств, обґрунтована необхідність її формування та розвитку в сучасних економічних умовах. Проведено макроекономічний аналіз факторів формування фінансової гнучкості з позиції провідних українських підприємств реального сектору економіки.

Ключові слова: структура капіталу, фінансова гнучкість, боргове навантаження.

Вступ

Сучасна економічна ситуація характеризується нестабільністю бізнес-процесів, високим рівнем невизначеності, та істотним впливом циклічності на фінансову активність економічних суб'єктів, більшість з яких, як показали наслідки фінансово-економічної кризи, виявилися нездатними сформувати достатній потенціал адаптації до динамічних змін в економічному середовищі.

Світова тенденція збільшення боргового навантаження на компанії, що знайшла своє місце і в Україні, виявила, що не завжди підвищення рівня позичкового капіталу позитивно впливає на рівень рентабельності та ділової активності корпорації.

У зв'язку з тим, актуальним стає питання пошуку та впровадження нових, гнучких технологій управління структурою капіталу, що є доцільними як в період економічної кризи, так і під час підйому. Одним з таких методів, на наш погляд, є управління фінансовою гнучкістю корпорацій.

Інтерес до питання сутності фінансової гнучкості більше розповсюджений серед іноземних дослідників, оскільки в розвинутих капіталістичних державах велике значення приділяється формуванню адаптаційного потенціалу корпорацій до будь-яких змін в економіці. Серед науковців-економістів, що займаються дослідженням проблем фінансової гнучкості, можна виділити таких авторів, як Дж. Грехем та К. Гарві [1], А. Гамба [2], С. Боун [3], А. Дамодаран [4], І. А. Бланк [5], І. Івашковська [6] та інші. В своїх наукових працях дослідники визначають сутність фінансової гнучкості, обґрунтовують її необхідність для ефективного функціонування компаній, а також формулюють методичні принципи оцінки та аналізу фінансової гнучкості, як одного з показників фінансового стану компанії. Проте слід зазначити, що питання сутності фінансової гнучкості досить залишається не вивченими повною мірою. На сьогоднішній день увага до цього поняття обмежується використанням окремих показників фінансової гнучкості в методиках рейтингової оцінки фінансового стану, розроблених міжнародними фінансовими інститутами.

Основний розділ

Для того, щоб повністю зрозуміти сутність фінансової гнучкості корпорації, необхідно зробити критичний огляд точки зору різних авторів щодо цього питання. Отже, аналітики з Кембриджського національного бюро економічних досліджень Дж. Грехем та К. Гарві в науковій праці «The real effects of financial constraints: evidence from financial crisis» («Реальний ефект фінансових обмежень на прикладі фінансової кризи») визначають фінансову гнучкість як збереження боргового навантаження для здійснення подальших інвестицій або здатність мінімізувати боргові зобов'язання в короткі строки під час економічної кризи компанії [1, с.2].

Аналогічну позицію демонструє А. Гамба у своєму дослідженні «The value of Financial Flexibility» («Величина фінансової гнучкості»): фінансова гнучкість – це здатність фірми отримувати доступ та реструктурувати її фінансування з низькими операційними витратами. Крім того відмічається, що фінансово гнучка компанія в змозі уникнути фінансового дисбалансу в період кризи та фінансувати інвестиції [2, с.2].

С. Бьон інтерпретує поняття «фінансова гнучкість» як рівень здатності та швидкості, з яким підприємство може мобілізувати фінансові ресурси для подолання криз, що виникли [3]. В ході дослідження автором визнається, що зовнішнє фінансування у тому чи іншому обсязі обов'язкове для фірми, але для того, щоб боргове навантаження не було обмежуючим фактором, керівництву фірми необхідно працювати у напрямку підвищення стабільності власного капіталу.

Нестандартним є опціональний підхід А. Дамодарана до сутності фінансової гнучкості, згідно з яким фінансова гнучкість – це опціон на здійснення інвестицій та неочікуваних витрат в майбутні періоди за рахунок підтримки запасу боргового навантаження. Перевагою та цінністю наявності надлишкового боргового

навантаження є здатність фірми задовольняти будь-які потреби в реінвестиціях понад доступні кошти – саме за рахунок боргового навантаження. При цьому очікувана дохідність проектів має бути значно вищою за вартість залучених ззовні коштів [4, с.1078].

Узагальнюючи підходи іноземних дослідників, І.А. Бланк надає досить лаконічне та суттєве визначення, згідно з яким фінансова гнучкість – це здатність підприємства швидко формувати необхідний обсяг фінансових ресурсів при неочікуваній появі високоефективних фінансових пропозицій або нових можливостях прискорення економічного розвитку [5, с.556].

Пов'язуючи поняття фінансовою гнучкості з фінансами корпорацій та з впливом фаз економічного циклу на потребу в формуванні та реалізації фінансової гнучкості, вважаємо доцільним погодитися з точкою зору американських авторів [1,2,3] щодо визначення сутності поняття «фінансова гнучкість». Отже, у подальшому під фінансовою гнучкістю пропонуємо розуміти підтримку запасу боргового навантаження в структурі капіталу корпорації, за допомогою якого з'являється можливість уникнення дисбалансу в період кризи та фінансування інвестицій в період зростання.

Поняття фінансової гнучкості є відносно новим в українській практиці, тому доцільно визначити потенціал формування та використання фінансової гнучкості українськими компаніями на макроекономічному рівні. З цією метою, пропонуємо виділити 12 крупних, провідних підприємств, які належать до трьох галузей спеціалізації української економіки. Згідно з даними Державного комітету статистики, перші позиції в товарній структурі експорту України займає продукція таких галузей національної економіки, як металургія, сільське господарство та хімічна промисловість. Таким чином, макроекономічний аналіз факторів формування фінансової гнучкості проведемо за допомогою метода консолідації даних аналізу фінансової звітності дванадцяти український підприємств.

Розглянемо першу групу факторів та її безпосередній вплив на формування фінансової гнучкості підприємств (таблиця 1.). Як зазначалося у першому розділі, структура капіталу компанії має базуватися на оптимальному співвідношенні власного та позичкового капіталу.

Оскільки в рамках дослідження позичковий капітал визначається з позиції залучення коштів на платній та строковій основі, то слід пояснити, що у подальшому під короткостроковим позичковим капіталом будуть розглядатися лише короткострокові кредити банків, поточна заборгованість за довгостроковими забор'язаннями та видані векселі. А під довгостроковим позичковим капіталом – лише довгострокові банківські кредити.

Таблиця 1

Динаміка структури капіталу компаній за галузями економіки України

Показники	2 007р.	2 008р.	2 009р.	2 010р.	2 011р.
1. Темп зростання загальної суми капіталу у відношенні до попереднього року, %					
Металургія	118,97	134,31	135,50	101,20	100,37
Сільське господарство	99,22	103,47	123,05	91,39	97,47
Хімічна промисловість	84,38	142,32	141,07	106,17	101,29
1.1. у т. ч. власного капіталу					
Металургія	114,31	105,6	89,92	104,54	106,65
Сільське господарство	112,23	101,13	95,93	81,10	92,3
Хімічна промисловість	111,82	128,65	77,16	83,71	107,34

Показники	2 007р.	2 008р.	2 009р.	2 010р.	2 011р.
1.2. у т. ч. позичкового капіталу					
Металургія	123,63	163,02	181,08	97,85	94,09
Сільське господарство	84,13	105,815	150,17	101,685	102,64
Хімічна промисловість	84,38	142,315	141,07	106,165	94,23
• довгострокові забор'язання					
Металургія	81,61	144,22	213,41	89,55	82,02
Сільське господарство	91,15	111,46	162,81	107,01	101,83
Хімічна промисловість	94,65	98,11	142,95	111,16	112,71
• поточні забор'язання					
Металургія	165,65	181,82	148,74	106,15	96,91
Сільське господарство	77,11	100,17	137,52	96,36	103,45
Хімічна промисловість	74,11	186,52	139,19	101,17	89,87
2. Питома вага капіталу, %					
2.1. в т.ч. власного капіталу					
Металургія	73,25	79,11	63,18	61,47	68,12
Сільське господарство	81,69	84,10	57,36	53,61	51,12
Хімічна промисловість	64,12	69,58	54,99	57,38	60,55
2.2. в т.ч. позичкового капіталу					
Металургія	26,75	20,89	36,82	38,53	31,88
Сільське господарство	18,31	15,90	42,64	46,39	48,88
Хімічна промисловість	35,88	30,42	45,01	42,62	39,45

Як виявило дослідження, в останні роки загальна сума капіталу промислових підприємств (окрім сільськогосподарських) тенденцію поступового зростання.

На 01.01.2009 р. під впливом фінансової кризи у балансах всіх досліджуваних підприємств мало місце різке зниження обсягу власного капіталу, а також не менш різке зростання обсягів залучення довгострокового та короткострокового позичкового капіталу. На сьогодні обсяги позичкового капіталу усіх підприємств, окрім металургійної галузі продовжує зростати, у той час, як питома вага власного капіталу в структурі фінансування стала значно нижчою, ніж у докризовий період (в галузі сільського господарства – на 30%). Постійне зростання обсягів позичкового капіталу свідчить про залежність підприємств від банківського кредитування, що робить їх менш фінансово гнучкими та не дозволяє отримувати переваги від позичкового фінансування. З цього приводу, найбільшу фінансову гнучкість на сьогодні демонструють підприємства металургії.

Не менш важливим фактором, що впливає на рівень фінансової гнучкості компаній є ліквідність їх активів. Чим вище у підприємства сформований резерв ліквідності, тим вони є більш фінансово гнучкими, оскільки мають можливість обслуговувати борг завдяки наявності достатньої кількості ліквідних активів. Кількісна оцінка ліквідності активів компаній за галузями економіки представлена у таблиці 2.

Таблиця 2

Показники ліквідності активів підприємств за галузями економіки України

Показатель	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	Оптимальне значення: 0,2-0,25				
Металургія	0,15	0,22	0,09	0,08	0,13
Сільське господарство	0,11	0,16	0,01	0,04	0,10
Хімічна промисловість	0,21	0,22	0,12	0,15	0,19
Проміжний коефіцієнт покриття	Оптимальне значення: 0,7-0,8				
Металургія	2,12	2,74	2,38	1,56	2,24
Сільське господарство	1,96	2,17	1,77	1,97	2,22
Хімічна промисловість	2,18	2,39	1,68	1,05	1,97
Коефіцієнт загального покриття	Оптимальне значення: 1,5-2				
Металургія	2,547	3,388	2,813	1,825	2,850
Сільське господарство	3,134	3,222	2,145	2,098	2,345
Хімічна промисловість	2,345	2,671	1,856	1,222	2,432

З таблиці видно, що коефіцієнт абсолютної ліквідності протягом п'яти років не досягає оптимального значення, у той час, як проміжний коефіцієнт покриття та коефіцієнт загального покриття значною мірою перевищують свій оптимум. Такі тенденції вказують на те, що в структурі ліквідних активів підприємств найбільш питому вагу мають не грошові кошти, а дебіторська заборгованість, короткострокові фінансові інвестиції та запаси. Недостатність грошових коштів та надлишок менш ліквідних активів вказують на нездатність підприємств своєчасно та в повному обсязі погашати свої зобов'язання. Звідси постійна необхідність у залученні додаткового капіталу, неможливість сформувати достатній резерв боргового навантаження, а значить, досить низький рівень фінансової гнучкості підприємств.

Дохідність діяльності підприємств, що визначається показниками рентабельності, утворює третю групу факторів, що впливають на формування фінансової гнучкості підприємств за галузями економіки: рентабельність операційної діяльності та рентабельність всієї діяльності підприємств (таблиця 3.).

Таблиця 3

Рентабельність операційної та всієї діяльності підприємств за галузями економіки

Показатель	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Коефіцієнт рентабельності операційної діяльності	Оптимальне значення: $\Delta \rightarrow \max$				
Металургія	6,54	6,31	-2,74	-0,11	1,51
Сільське господарство	4,53	3,42	1,93	-2,49	0,21
Хімічна промисловість	6,75	5,23	-2,34	-1,21	0,003
Коефіцієнт рентабельності всієї діяльності	Оптимальне значення: $\Delta \rightarrow \max$				
Металургія	2,97	2,33	-3,91	-1,95	0,02
Сільське господарство	2,18	1,05	-0,06	-3,19	0,15
Хімічна промисловість	3,67	2,74	-3,87	-2,59	-0,07

На сьогодні має місце підвищення рівню рентабельності як операційної, так і всієї діяльності підприємств в порівнянні з 2009 роком, проте на сьогодні рентабельність діяльності підприємств ще відстає від докризових показників. Підприємства металургії виявилися більш рентабельними: середня операційна рентабельність металургійних компаній на 31.12.2011 р. склала 1,4, проте рентабельність всієї їх діяльності має нульове значення. Сільськогосподарські та хімічні підприємства як за рентабельністю операційної, так і всієї діяльності поки не піднялися значно вище нульової відмітки.

Отже, низький рівень рентабельності діяльності підприємств свідчить про недоотримання прибутку і, як наслідок, низький рівень рефінансування, у зв'язку з чим підприємства вимушені шукати інші додаткові джерела фінансування своєї діяльності.

Консолідуючи інформацію щодо внутрішніх факторів, які впливають на рівень фінансової гнучкості, виділимо четверту групу показників – кредитоспроможність підприємств. Для цього скористуємося методикою Сбербанку Росії, що базується на наданні бальної оцінки наступним фінансовим показникам, що були розраховані раніше. Результуючим показником кредитоспроможності є сума балів коефіцієнтів за кожним підприємством. Розглянемо агреговані показники кредитоспроможності, розраховані за допомогою даної методики за галузями економіки (таблиця 4.).

Таблиця 4

Роки Галузі	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Металургія	1,32	1,17	1,88	1,88	1,57
Сільське господарство	1,17	1,17	1,89	1,74	1,57
Хімічна промисловість	1,57	1,17	1,87	1,87	1,87

Згідно з методикою оцінки кредитоспроможності Сбербанку Росії, першокласними є підприємства, показник кредитоспроможності яких не перевищує 1,25. Кредитування таких підприємств не викликає сумнівів. Для підприємства другого класу характерний показник кредитоспроможності в діапазоні 1,25 – 3,35. Кредитування таких підприємств потребує зваженого підходу. Підприємства третього класу – це підприємства з підвищеним ризиком. Їх показник кредитоспроможності перевищує 2,35.

Отже, аналізуючи кредитоспроможність підприємств металургії, сільського господарства та хімічної промисловості, можна прийти до висновку, що найбільш кредитоспроможними підприємства усіх галузей були на кануні настання фінансової кризи у 2008 р., після чого кредитоспроможність підприємств раптово знизилася. Сучасна кредитоспроможність підприємств характеризується середнім рівнем, але металургійні та аграрні підприємства є більш кредитоспроможними, а значить, мають вищий рівень фінансової гнучкості з цієї позиції.

Оскільки в процесі дослідження під позичковим капіталом, перш за все, розглядаються кредити банків, слід зазначити, що ситуація на банківському ринку має важливе значення для формування та використання фінансової гнучкості. Отже, розглянемо основні показники ліквідності банківського ринку (таблиця 5).

Показник облікової ставки НБУ – це розмір відсотків у річному обчисленні, що належать сплаті Національному банку України за кредити, надані комерційними банками. Спираючись на розмір облікової ставки НБУ, комерційні банки встановлюють відсотки за кредитами (як правило, вище облікової ставки). Отже, облікова ставка є індикатором вартості фінансових ресурсів: чим вище рівень облікової ставки, тим вище вартість залучення позичкових джерел фінансування. Звідси, при підвищенні облікової ставки НБУ знижується рівень фінансової гнучкості суб'єктів господарювання.

Останні два роки облікова ставка НБУ підтримується на рівні 7,75%, що значно нижче її значення у кризовий 2008 рік (12%). Проте за 2011 рік зросла вартість отримання банківських кредитів у гривні (з 15,02% до 17,05%). При цьому середня процентна ставка по кредитах у євро також зросла (на 0,62% в порівнянні з 2010 роком), на відміну від середньої процентної ставки по кредитах у доларах США, яка знизилася на 2,65%.

Показники ліквідності банківського ринку [7]

Показники	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011р.
Обліковаставка НБУ, %	8,00	12,00	10,25	7,75	7,75
Процентні ставки за кредитами в національній валюті, %	19,20	23,00	24,30	15,02	17,05
Процентні ставки за кредитами в доларах США, %	10,60	10,70	10,10	10,84	8,28
Процентні ставки за кредитами в євро, %	10,00	10,30	9,60	8,97	9,59
Обсяг виданих довгострокових кредитів, млрд. грн.	295,40	492,30	490,00	487,70	335,26
Обсяг виданих короткострокових кредитів, млрд. грн.	131,50	231,00	242,80	254,60	238,45

Отже, темпи кредитування суб'єктів господарствами банками України були значно уповільнені, починаючи з 2008 року, зважаючи на настання фінансової кризи. Короткострокове кредитування продовжувалось розвиватись незначними темпами, при цьому ставки за кредитами були підвищені більш ніж на 20% у порівнянні з 2007 р. На сьогоднішній день в Україні діяльність банків з короткострокового кредитування придбала стабільний характер і все більше суб'єктів господарювання вдаються до отримання короткострокових позик. Що стосується довгострокового кредитування, ця сфера банківської діяльності сьогодні є найбільш ризиковою.

Висновки

Таким чином, на підставі проведеного макроекономічного аналізу, ми визначили спектр проблем, що перешкоджають формуванню фінансової гнучкості суб'єктами господарювання України. Сформулюємо найбільш істотні з даних проблем:

- 1) зниження частки власного капіталу підприємств в загальній структурі їх капіталу та постійна залежність підприємств від зовнішніх джерел фінансування;
- 2) недостатній рівень ліквідності активів підприємств для відновлення їх ділової активності в посткризовий період;
- 3) скорочення рентабельності діяльності підприємств, в зв'язку з чим через недоотримання прибутку стає неможливим рефінансування діяльності;
- 4) невисокий рівень кредитоспроможності, що створює певний бар'єр у разі виникнення необхідності залучення позичкового капіталу;
- 5) високий ступінь волатильності процентних ставок за банківськими кредитами, яка обумовить зростання недовіри до банківської системи;
- 6) відносно висока вартість залучення позикових коштів.

При цьому існує певний потенціал формування фінансової гнучкості сучасними підприємствами, про що свідчить стабілізація показників, які мають безпосередній або опосередкований вплив на досліджувану категорію.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Graham J., Harvey C. How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? // Journal of Applied Corporate Finance. – 2002. – № 15. – Р. 8 – 23.
2. Gamba and Triantis, 2006, The Value of Financial Flexibility, AFA, 2006, Boston Meetings Paper.
3. Byoun Soku. Financial Flexibility, Leverage and Firm Size. Baylor University Working Paper.
4. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов./ Пер. с англ. – М.: Альмина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
5. Бланк И.А. Управление и формирование капитала. - К.: «Ника-Центр», 2009.
6. Ивашковская И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании // Управление компанией. – 2004. - № 11. - С. 1
7. Офіційний сайт Національного банку України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>