



УДК 657.422.1

Макроекономічний аналіз факторів формування фінансової гнучкості корпорацій реального сектору економіки України

Олександра Анатоліївна Лактіонова,
доцент кафедри «Фінанси та банківська справа»
Донецького національного університету,
кандидат економічних наук

Анастасія Сергіївна Лук'яненко,
магістрант кафедри «Фінанси та банківська справа»
Донецького національного університету

Анотація. Розглядається сутність і необхідність фінансової гнучкості для сучасних корпорацій. Проведено аналіз внутрішніх і зовнішніх чинників, що впливають на формування фінансової гнучкості. Проведено аналіз чутливості обсягів інвестиційної діяльності до дефіциту власних коштів, а також ступеня здорожчання зовнішніх фінансових ресурсів корпорацій-позичальників відповідно до середньогалузевих показників.

Ключові слова: структура капіталу, фінансовий леверидж, корпорація, фінансова гнучкість, циклічність економічного розвитку, чисті інвестиції, вартість позичкового капіталу.

Постановка проблеми. Сучасна економічна ситуація в Україні характеризується підвищенням динамічності бізнес-процесів, нестабільністю макроекономічного середовища, у тому числі високою волатильністю показників фінансового ринку і зростанням впливу циклічності на фінансову активність суб'єктів господарювання. Такі тенденції значною мірою посилюються наслідками недавньої фінансово-економічної кризи та відображаються на результатах діяльності компаній усіх галузей національного господарства. Провідні галузі реального сектору економіки України, що орієнтовані на експорт і є найбільш дохідними для національної економіки, функціонують в умовах трансформаційних змін, та, на жаль, досить часто підпадають під вплив кризових ситуацій і проблем, що виявляються в нестабільності функціонування корпорацій. Така постановка проблеми зумовлює пошук і впровадження нових, гнучких технологій корпоративного управління, одним з яких доцільно вважати управління фінансовою гнучкістю, що має на меті збільшення ринкової вартості компаній за рахунок підвищення їхньої фінансової стійкості та інвестиційної спроможності як у періоди економічного зростання, так і в періоди спаду.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Інтерес до питання сутності фінансової гнучкості поширений серед іноземних дослідників, оскільки в розвинутих 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 і К. Гарві, А. Гамба, Д. Деніс, О. Арслан, С. Бьюн, А. Дамодаран, Л. Бернштейн, Г. Дональдсон, Г. ДеАнжело, Г. Волберда, Р. С. Папехин, С. О. Комаринець та інші. У працях дослідників визначається сутність фінансової гнучкості, обґрунтовується її необхідність для ефективного функціонування сучасних корпорацій, проводиться аналіз фінансової гнучкості вітчизняних та іноземних

компаній, формулюються методичні принципи оцінки фінансової гнучкості. У той же час, за наявності високих отриманих результатів, накопиченого досвіду та підвищення актуальності досліджуваної проблеми, залишається нерозв'язаними низка теоретичних і практичних проблем у цій сфері. Значною мірою актуалізує дослідження гіпотеза науковця-економіста О. Арслана [1] про те, що об'єднання підприємств у бізнес-групи (корпорації), хоча й не є заміником фінансової гнучкості, та дозволяє мати досить високий її рівень, про що свідчить висока інвестиційна спроможність афілійованих фірм у кризові періоди. Таке припущення обумовлює актуальність підтвердження чи спростування цього твердження стосовно корпорацій реального сектору економіки України шляхом проведення макроекономічного аналізу українських компаній на предмет наявності та ефективного використання їхньої фінансової гнучкості.

Метою статті є проведення макроекономічного аналізу факторів формування фінансової гнучкості корпорацій металургійної, сільськогосподарської та хімічної галузей економіки України. Досягнення поставленої мети зумовлює необхідність виконання таких завдань проміжного характеру, як визначення критеріїв вибору факторів, покладених в основу макроаналізу, опрацювання фінансової звітності досліджуваних корпорацій, інтерпретація отриманих результатів стосовно рівня фінансової гнучкості корпорацій за галузями реального сектору економіки України.

Виклад основного матеріалу статті. Сучасна економічна думка розглядає фінансову гнучкість щодо спроможності компанії залучати та/або реструктуризувати її капітал у режимі економії часу і витрат на фінансування [1; 2]. При цьому основним мотивом її підтримання вважається необхідність і можливість компанії залучати недорогі зовнішні фінансові ресурси. Фінансово гнучкі компанії володіють опціоном на доступ до зовнішнього фінансування для покриття потреби в коштах у разі виникнення можливостей із



реалізації вигідних інвестиційних проектів та/або покриття дефіциту ліквідності в разі падіння операційного грошового потоку.

В аналізі фінансової гнучкості слід урахувати такі ключові моменти:

- основними джерелами фінансової гнучкості, що, як правило, застосовуються, є запас боргового навантаження за рахунок підтримання низького фінансового левериджу, резерв грошових коштів в активах. До таких джерел також нерідко відносять ліквідність активів і балансу компанії, кредитоспроможність, наявність різних реальних опціонів в інвестиційній діяльності компанії;
- індикатором потреби в реалізації фінансової гнучкості, а, отже, її цінності, є саме брак внутрішніх ресурсів у результаті нестачі чистого операційного грошового потоку, підвищена чутливість обсягів інвестицій до волатильності таких потоків та фінансових результатів. Ті компанії, що відчувають таку потребу, одночасно з існуванням значних бар'єрів до залучення зовнішнього фінансування, є «фінансово обмеженими». До них зазвичай відносять малі, середні та компанії з потенціалом зростання [3; 4];
- найбільшу цінність фінансова гнучкість набуває в період фінансової кризи і на посткризовому етапі, коли навіть великі, зазвичай фінансово гнучкі компанії мають значні фінансові обмеження, обумовлені низькою ліквідністю фінансового ринку, зростанням агентських, трансакційних витрат. Отже, формування та підтримання фінансової гнучкості повинно здійснюватися проактивно у сприятливі періоди фінансової стабільності, а реалізовуватися, переважно, у станах економіки, що відхиляються від рівноваги.

Треба зазначити, що фінансові кризи останніх двох десятиліть і, особливо, сучасна світова фінансова криза стали приводом для проведення емпіричного аналізу фінансової гнучкості на рівні нефінансового сектору економіки різних держав. Результати цих досліджень підтверджують доцільність, стійкі мотиви та

результативність проактивного формування фінансової гнучкості компаніями різного масштабу діяльності, розміру, з належністю або ні до холдингових структур [1; 2; 5; 6]. Дискусійними залишаються переважно питання не цінності, а альтернативності та взємодоповнюваності джерел фінансової гнучкості.

Аналіз фінансової гнучкості компаній вказаних галузей в Україні здійснено з урахування таких моментів:

- ступінь фінансової гнучкості визначається як на основі показників фінансового левериджу компаній, так і ступеня їхньої фінансової автономії та структури власного капіталу як факторів, що впливають на величину самого фінансового левериджу з боку внутрішнього потенціалу компаній;
- до уваги прийнято рентабельність діяльності компаній, з одного боку, як фактора внутрішньої фінансової гнучкості, з іншого – індикатора потреби в зовнішніх фінансових ресурсах. Ураховано також ступінь кредитоспроможності як умов, що зменшують фінансові обмеження компанії;
- включено аналіз факторів ліквідності фінансового ринку, стан яких формує фінансові обмеження компаній з боку зовнішнього середовища. Рівень ліквідності фінансового ринку зазвичай корелює з діловим циклом і досить однозначно підтверджує показники фінансового циклу;
- результативність сформованої фінансової гнучкості на стадії кризи та в посткризовому періоді проаналізовано на основі визначення чутливості обсягів інвестиційної діяльності до дефіциту власних коштів, а також ступеня здорожчання зовнішніх фінансових ресурсів корпорацій-позичальників відповідно до середньогалузевих показників.

Отже, макроекономічний аналіз факторів формування фінансової гнучкості проведемо за допомогою консолідації даних аналізу фінансової звітності [9] дванадцяти галузетвірних акціонерних товариств металургійної, аграрної та хімічної промисловості. Вибірку зазначених компаній представлено в табл. 1.

Таблиця 1

Вибірка акціонерних товариств за галузями економіки України для проведення макроекономічного аналізу факторів формування фінансової гнучкості

Галузь промисловості України	Акціонерне товариство	
	№	Повна назва
Металургійна промисловість	1.1	Публічне акціонерне товариство «Донецький металургійний завод»
	1.2	Публічне акціонерне товариство «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»
	1.3	Публічне акціонерне товариство «Металургійний комбінат "Азовсталь"»
	1.4	Публічне акціонерне товариство «Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"»
Сільська промисловість	2.1	Приватне акціонерне товариство «Агрофірма "Мрія"»
	2.2	Публічне акціонерне товариство «Астарта»
	2.3	Приватне акціонерне товариство «Індустріальна молочна компанія»
	2.4	Публічне акціонерне товариство «Блок Агросвіт»
Хімічна промисловість	3.1	Публічне акціонерне товариство «Концерн Стирол»
	3.2	Публічне акціонерне товариство «ДніпроАзот»
	3.3	Публічне акціонерне товариство «Азот»
	3.4	Публічне акціонерне товариство «Одеський припортовий завод»

Примітка. Складено за [9].



Одним із ключових факторів, що впливають на формування фінансової гнучкості корпорацій, є рівень їхнього фінансового левериджу, що розраховується як співвідношення позичкового і власного капіталів у структурі фінансування. Фінансовий леверидж доцільно досліджувати в динаміці залежно від фаз економічного циклу, оскільки він відображає реакцію корпорації на циклічні зміни в економіці. При цьому, як зазначалося, також беруться до уваги показники ступеня фінансової автономії і структури власного капіталу корпорацій як чинники, що впливають на величину самого фінансового левериджу з боку внутрішнього потенціалу компаній.

Сутність проактивності формування фінансової гнучкості полягає в тому, що воно відбувається в періоди відносно стабільності, коли корпорації підтримують субоптимальний (нижчий за норму) рівень фінансового левериджу за рахунок пріори-

тетного використання власних ресурсів замість залучення позичкового капіталу. Реалізація фінансової гнучкості здійснюється в періоди спаду та проявляється в підвищенні рівня фінансового левериджу за рахунок залучення додаткових коштів із зовнішніх джерел. При цьому в аналітичній літературі під економічним спадом найчастіше розглядається дефіцит ліквідності корпорації, що виникає в періоди зниження чистого операційного грошового потоку [5].

На рис. 1 представлено динаміку змін у структурі фінансування корпорацій за галузями економіки протягом 2007–2011 років. При цьому, окрім класичного поділу всього капіталу на власний і позичковий, вважаємо доцільним виділити в рамках власного капіталу корпорацій частку їхнього нерозподіленого прибутку як найбільш пріоритетного джерела фінансування щодо розширеного відтворення.

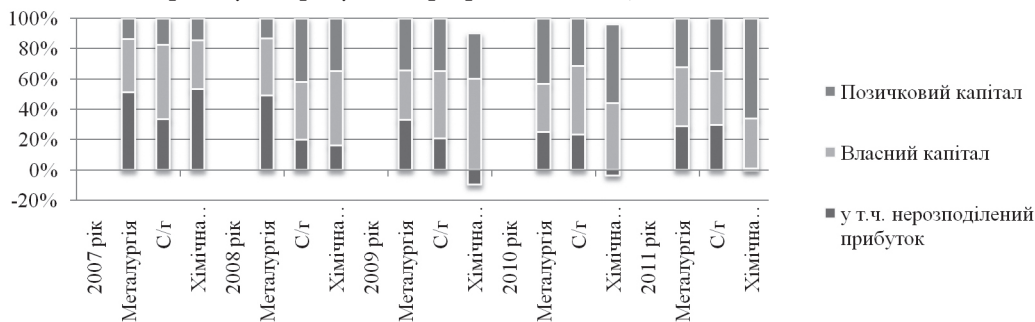


Рис. 1. Динаміка структури капіталу корпорацій за галузями промисловості України

Примітка. Складено за [9].

З рис. 1 зрозуміло, що досліджувані корпорації трьох галузей промисловості до настання фінансово-економічної кризи зберігали досить низькі обсяги позичкового капіталу у структурі фінансування (15–17%).

Така тенденція мала місце і 2008 року, але виключно стосовно корпорацій металургії. Отримання прибутку корпораціями цієї галузі протягом усього кризового і посткризового періодів, а також відновлення структури капіталу з настанням економічного поживлення свідчить про відносно стійке фінансове становище металургійних компаній, наявність внутрішніх ресурсів фінансування, а також потенціал

формування і використання фінансової гнучкості. Підтримка низької питомої ваги позичкового капіталу у структурі фінансування корпорацій хімічної галузі також свідчить про наявність потенціалу формування фінансової гнучкості, проте різкий спад рівня прибутковості, отримання значних збитків у 2009–2010 роках (12,3 і 4,3% відповідно до загального обсягу капіталу), а також постійне зростання рівня фінансового левериджу підтверджує нездатність реалізації цього потенціалу.

Наглядно динаміку змін рівня фінансового левериджу корпорацій досліджуваних галузей промисловості з 2007 до 2011 рр. ілюструє рис. 2.

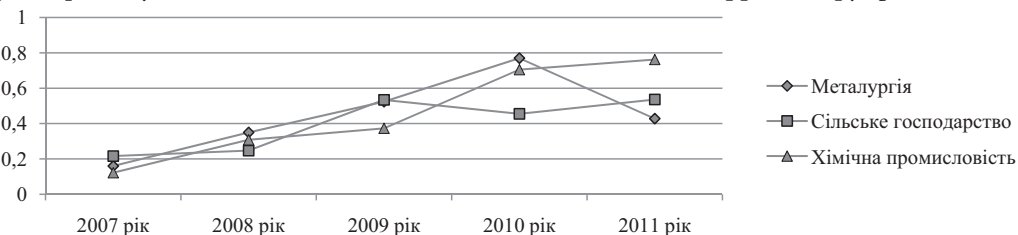


Рис. 2. Динаміка рівня фінансового левериджу корпорацій за галузями промисловості

Примітка. Складено за [9].

Загальна тенденція, яку ілюструє рис. 2, доводить, що за достатньо низького рівня фінансового левериджу корпорацій трьох галузей виробництва в докризовому періоді впродовж останніх років спостерігається загальна тенденція підвищення рівня фінансо-

вого левериджу, що означає зростання частки позик у структурі капіталу корпорацій. Проте рівень середнього фінансового левериджу за металургійними корпораціями, зафіксований на кінець 2011 року, є значно нижчим, аніж у кризові роки (0,43 у порівнянні з 0,77).



Інша ситуація виявилася в галузі сільського господарства, де корпораціям вдалося уникнути різкого підвищення обсягів позичкового капіталу над власними коштами.

Разом з тим на сьогодні рівень фінансового леве-риджу аграрних компаній коливається на середньому рівні – близько 0,54.

Критичною щодо фінансової незалежності вияви-лася ситуація в хімічній галузі промисловості, де част-ка власного капіталу у структурі фінансування безпе-рвно заміщується позичковим, тобто рівень фінан-

сового леве-риджу хімічних корпорацій щорічно зрос-тає (на кінець 2011 року його значення дорівнює 0,76).

Таким чином, щодо структури фінансування кор-порацій за галузями економіки найбільшим потенці-алом формування і використання фінансової гнучкості володіють металургійні компанії, яким вдалося ре-структуризувати свій капітал у посткризовому періоді та уникнути значних дисбалансів. Зроблені висновки підтверджує динаміка змін обсягів капіталу корпо-рацій за галузями виробництва в абсолютних величинах та розраховані на основі їх темпи зростання (табл. 2).

Таблиця 2

Динаміка обсягів капіталу корпорацій за галузями промисловості

Назва	Одиниця виміру	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
<i>Металургія</i>						
Загальна сума капіталу	млн грн	26 233,22	30 703,51	34 718,91	42 826,17	35 013,70
	%	125,84	117,04	113,08	123,35	81,76
• власного капіталу	млн грн	20 551,27	22 748,49	22 776,58	24 201,84	23 623,41
	%	128,81	110,69	100,14	106,33	97,64
у т. ч. нерозподілений прибуток	млн грн	12 195,63	12 902,91	11 468,65	10 638,71	10 058,30
	%	131,55	105,79	88,91	92,84	94,51
• позичковий капітал	млн грн	5 682,24	7 955,14	11 942,27	18 624,29	11 390,34
	%	114,20	140,11	150,12	155,95	61,16
<i>Сільське господарство</i>						
Загальна сума капіталу	млн грн	1 139,72	1 372,14	2 168,08	1 831,81	2 067,76
	%	115,50	120,41	158,03	84,52	112,91
• власного капіталу	млн грн	633,75	798,32	1 389,48	1 068,79	1 192,34
	%	123,07	126,34	174,25	77,37	112,22
у т. ч. нерозподілений прибуток	млн грн	381,19	482,03	887,41	701,82	921,75
	%	142,98	127,43	183,87	79,05	131,21
• позичковий капітал	млн грн	198,89	266,77	320,92	298,37	410,90
	%	137,80	134,12	120,29	92,96	137,71
<i>Хімічна промисловість</i>						
Загальна сума капіталу	млн грн	10 202,32	7 005,19	4 751,73	7 331,69	10 757,58
	%	123,50	68,66	67,83	154,30	146,73
• власного капіталу	млн грн	8 699,61	4 561,63	2 967,58	3 195,91	3 645,86
	%	179,43	52,44	65,06	107,69	114,08
у т. ч. нерозподілений прибуток	млн грн	5 405,63	1 141,25	-583,49	-315,24	74,83
	%	150,37	21,11	-51,13	-54,02	122,90
• позичковий капітал	млн грн	1 502,74	2 443,56	1 784,13	4 135,77	7 111,71
	%	115,72	162,61	73,01	231,82	171,91

Примітка. Складено за [9].

Консолідуючи фінансову звітність досліджуваних корпорацій за останні п'ять років, доцільно приділити увагу тенденції збільшення обсягів позичкових коштів у структурі фінансування корпорацій металургії з настанням фінансової кризи (приблизно на 40%) і на суттєвому їхньому зменшенні в посткризовий період (також майже на 40%). Така тенденція, незважаючи на одночасне зниження обсягів власного капіталу, у тому числі нерозподіленого прибутку, свідчить про збереження фінансової незалежності корпорацій зазначеної галузі та ефективне використання позичкового капіталу в умовах зниження вхідних грошових потоків і посилення впливу фінансових обмежень у кризовий період [7; 8]. Така ситуація вказує на існування потенціалу формування фінансової гнучкості досліджуваними корпораціями металургійної галузі промисловості. Протилежна тенденція, що характеризується поглибленням фінансової залежності від зовнішніх джерел в умовах здорожчання позичкового капіталу, вказує на

низький внутрішній фінансовий потенціал корпорацій хімічної промисловості та відсутність гнучких методів управління наявними ресурсами. Корпорації сільсько-го господарства займають із цього приводу особливу позицію, оскільки вони, функціонуючи в умовах інноваційного реформування, збільшення залучених з-за кордону інвестиційних коштів і впровадження державної програми пільгового кредитування аграрних компаній, щорічно наращують обсяги як власного, так і економічно вигідного позичкового капіталу.

Підтверджує вищезазначені висновки щодо фінансової самостійності і наявності внутрішнього ресурсного потенціалу статистика Національного банку України. Згідно з даними офіційного сайту НБУ [10] щодо обсягів прострочених кредитів, наданих нефінансовим корпораціям за видами економічної діяльності на кінець 2011 року, найбільший прострочений борг припадає на хімічну галузь економіки (2 674 млн грн), для сільського господарства характерний про-



строчений борг у розмірі 838 млн грн, а для металургійної промисловості – 727 млн грн.

Дохідність діяльності, що визначається показниками рентабельності операційної діяльності, утворює

специфічну групу факторів, що впливають на формування фінансової гнучкості корпорацій як індикатори стійкого функціонування, так і потреби в додатковому фінансуванні ззовні (рис. 3).

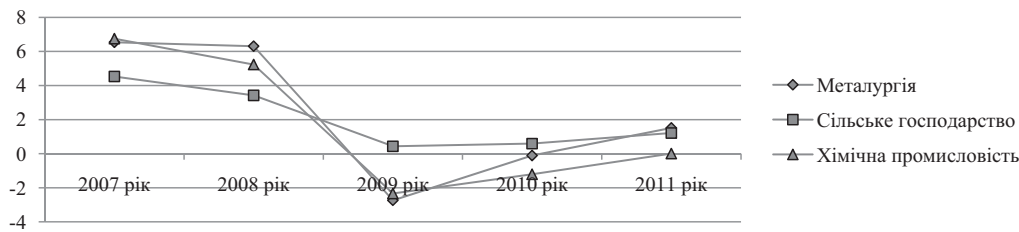


Рис. 3. Динаміка рентабельності операційної діяльності корпорацій за галузями промисловості України

Примітка. Складено за [9].

Рентабельність операційної діяльності корпорацій усіх галузей виробництва була відносно високою в період стабільності і значно знизилася з настанням фінансової кризи. Найвищою 2007 року вона була в галузях металургійної та хімічної промисловості, проте ці галузі виробництва зазнали найбільшого різкого спаду рентабельності. Починаючи з 2008 року, значне недоотримання прибутку зумовило появу потреби в додатковому залученні позичкового капіталу корпораціями всіх галузей. Динаміка рівня рентабельності операційної діяльності підтверджує найменшу потребу в отриманні позик сільськогосподарськими корпораціями, а отже, найнижчу фінансову обмеженість. На сьогодні низька операційна рентабельність корпорацій хімічної промисловості, значна потреба в позичковому фінансуванні, висока волатильність цін як на ринках продукції, так і на фінансових ринках, а також здешевлення імпортованої сировини не дозволяють хімічній промисловості України повернутися до докризового рівня рентабельності, що з негативного боку характеризує їхню здатність до формування та використання фінансової гнучкості.

Наявність тією чи іншою мірою потреби сучасних корпорацій у позичковому капіталі зумовлює необхідність проведення оцінки їхньої кредитоспроможності. Комплексний підхід до визначення рівня кредитоспроможності дозволяє досить повно оцінити ступень здатності компаній погашати свої зобов'язання за рахунок наявних ліквідних ресурсів, що з'являються завдяки можливості генерувати чистий операційний дохід. Для визначення рівня кредитоспроможності досліджуваних корпорацій у динаміці за п'ять років скористаємося методикою Сбербанку Росії, що базується на наданні бальної оцінки таким фінансовим показникам: коефіцієнт абсолютної ліквідності, коефіцієнт проміжного покриття, коефіцієнт загального покриття, коефіцієнт фінансової автономії, коефіцієнт рентабельності продукції та коефіцієнт усїєї рентабельності корпорації. Результуючим показником кредитоспроможності є сума балів коефіцієнтів за кожною з корпорацій. Розглянемо агреговані показники кредитоспроможності, розраховані за допомогою цієї методики, за галузями економіки (табл. 3).

Згідно з методикою оцінки кредитоспроможності Сбербанку Росії [11], першокласними є компанії, по-

казник 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 компаній потребує зваженого підходу. Підприємства третього класу – це суб'єкти господарювання з підвищеним ризиком. Їхній показник кредитоспроможності перевищує 2,35.

Таблиця 3

Динаміка кредитоспроможності корпорацій за галузями промисловості

Галузь	Роки				
	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

Примітка. Складено за [9; 11].

Отже, аналізуючи кредитоспроможність компаній металургії, сільського господарства та хімічної промисловості, ми прийшли до висновку, що найбільш кредитоспроможними серед компаній усіх галузей перед настанням фінансової кризи у 2008 році були сільськогосподарські корпорації, які найменшою мірою мали потребу в позичковому капіталі, і зберігають лідерські позиції з кредитоспроможності і в посткризовому періоді.

Сучасний знижений стан кредитоспроможності хімічних корпорацій значною мірою збільшує їхню фінансову обмеженість, ускладнюючи доступ до позичкових ресурсів, яких потребує сучасне фінансове становище а галузі. Таке спостереження ще раз доводить наявність низького потенціалу формування фінансової гнучкості корпорації хімічної промисловості.

Оцінка рівня фінансових обмежень при залученні позичкового капіталу є необхідною складовою управління фінансовою гнучкістю корпорації, оскільки вона враховує ті обмежувальні фактори, що ускладнюють доступ корпорацій до залучення позичкових коштів. Фінансово обмеженими при цьому вважаються корпорації, що зіткнулися з такими проблемами, як неможливість залучення кредитних коштів у зв'язку з низькою ліквідністю фінансового ринку (кількісне обмеження), високою вартістю позичкового фінансування (цінове обмеження) тощо [11].



Оскільки у 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. У зв'язку з цим доцільно проаналізувати відповідні показники та надати оцінку сучасному стану ліквідності банківського ринку України як основного джерела залучення позичкових коштів сучасними корпораціями (табл. 4).

Таблиця 4

Показники ліквідності банківського ринку України

Показники	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Облікова ставка 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
Співвідношення депозитів і кредитів, наданих населенню	0,66	0,49	0,46	0,57	0,61
Темпи зростання грошових агрегатів, %:					
М0	148,22	139,37	101,46	116,53	105,29
М1	147,41	123,94	103,82	124,02	107,29
М2	150,81	130,93	109,50	123,12	114,23
М3	151,75	130,22	94,51	122,54	114,66
Чисте залучення коштів банками за кордоном, млн дол. США	20 448	27 007	20 573	19 359	16 808

Примітка. Складено за [10].

Показник облікової ставки НБУ – один із монетарних інструментів, за допомогою якого Національний банк установлює для суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених і розміщених грошових коштів на відповідний період і є основною процентною ставкою, яка залежить від процесів, що відбуваються в макроекономічній, бюджетній сферах і на грошово-кредитному ринку. Спираючись на розмір облікової ставки НБУ [10], комерційні банки встановлюють відсотки за кредитами (здебільшого, вище від облікової ставки). Таким чином, облікова ставка є індикатором вартості фінансових ресурсів: що вищий рівень облікової ставки, то вища вартість залучення позичкових джерел фінансування. З цього слідує, що 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 від її значення у кризовий 2008 рік (12%). Проте за 2011 рік зросла вартість отримання банківських кредитів у гривнях (з 15,02 до 17,05%). При цьому середня процентна ставка за кредитами в євро також зросла (на 0,62% у порівнянні з 2010 роком), на відміну від середньої процент-

ної ставки за кредитами в доларах США, яка знизилася на 2,65%.

Таким чином, оскільки більшість із досліджуваних нами раніше компаній займаються зовнішньоекономічною діяльністю та є експортоорієнтованими, то їм доступно банківське кредитування в іноземній валюті. З цього слідує, що їхня фінансова гнучкість вища, ніж у підприємств, що діють лише на національному ринку, оскільки вони можуть варіювати валютою залучення позичкового капіталу.

З табл. 4 бачимо, що темпи кредитування суб'єктів господарствами банками України були значно уповільнені, починаючи з 2008 року, зважаючи на настання фінансової кризи. Ця тенденція більшою мірою була характерна для довгострокового кредитування і пояснювалася неможливістю банків видавати грошові кошти, що є в дефіциті, на тривалий період часу. Короткострокове кредитування і далі розвивалося незначними темпами, при цьому ставки за кредитами були підвищені більш ніж на 20% у порівнянні з 2007 роком. На нинішній день в Україні діяльність банків з короткострокового кредитування набула стабільного характеру і все більше суб'єктів господарювання у процесі свого функціонування вдаються до отримання короткострокових позик. Що стосується довгострокового кредитування, то сфера банківської діяльності сьогодні є найбільш ризиковою. Це викликано високим рівнем непогашення кредитів, особливо щодо іпотечного кредитування.

Важливим показником розвитку фінансового ринку є співвідношення банківських депозитів і кредитів, наданих населенню. Зменшення цього показника у кризовий період майже на 20% вказало на скорочення внутрішньої ресурсної бази банків, що пояснюється браком ресурсів для погашення зобов'язань перед вкладниками, спричиняє постійне зменшення процентної ставки за депозитами і підвищення за кредитами, а в результаті провокує загальну недовіру фізичних та юридичних осіб до банківського сектору.

Індикаторами ліквідності фінансового ринку є грошові агрегати. Хоча темп зростання грошових агрегатів протягом п'яти років має позитивну динаміку, вона характеризується помірними показниками. Так, 2009 року в порівнянні з 2008-м темп зростання М0 скоротився майже на 38%, а 2011 року в порівнянні з 2010-м – на 11,24%. Аналогічні зміни мають місце і відносно інших грошових агрегатів, що свідчить про серйозну кризу ліквідності фінансового ринку України.

Спираючись на динаміку інвестиційної міжнародної позиції України [10], визначимо розмір чистого залучення банками кредитних коштів за кордоном. Динаміка цього показника характеризується зниженням досить високими темпами, починаючи з кризового 2008 року. Це говорить про зниження надійності українських банків як активних ділових партнерів на світовому банківському ринку і, як наслідок, про зменшення ресурсної бази в іноземній валюті банків України.

Таким чином, наявність недоліків фінансового, зокрема, банківського ринку що розглядаються як фінансові обмеження корпорацій та особливо негатив-



но впливають на управління капіталом корпорацій у періоди спаду та кризи, значною мірою зумовлюють продовження аналізу фінансової гнучкості українських корпорацій на предмет контрциклічності чистого операційного грошового потоку та чистих інвестицій. Зниження чистого операційного грошового потоку призводить до дефіциту ліквідності, а отже, зумовлює необхідність залучення позичкових коштів, у процесі чого корпорації зіштовхуються з фінансовими обмеженнями. Фінансово гнучкими у цьому разі визнаються ті корпорації, що в періоди зниження чистого операційного грошового потоку мали можливість здійснювати інвестиції, причому робити це або за рахунок залучення вигідних, більш дешевих позик, або завдяки нереалізованому (накопиченому) фінансовому потенціалу.

Таким чином, індикатором використання наявності фінансової гнучкості в конкретний період буде мінімальне від'ємне значення відношення зміни чистого операційного грошового потоку і зміни чистих інвес-

тицій у разі одночасного зниження чистого операційного грошового потоку. Щоб зрозуміти, якою мірою корпорація володіла фінансовою гнучкістю протягом п'яти років, треба знайти кумулятивне від'ємне значення вищезазначеного співвідношення за умови зниження чистого операційного грошового потоку і за весь п'ятирічний період, тобто

$$F = \begin{cases} \frac{\sum_t (-\Delta\text{ЧОГП})}{\sum_t (+\Delta\text{ЧІ})} \rightarrow \min, \\ \Delta\text{ЧОГП} < 0 \end{cases}$$

де F – рівень фінансової гнучкості;

$\Delta\text{ЧОГП}$ – сума зменшення чистого операційного грошового потоку;

$+\Delta\text{ЧІ}$ – сума збільшення чистих інвестицій.

Розраховані від'ємні кумулятивні співвідношення змін ЧОГП та ЧІ корпорацій, що за п'ятирічний період відповідали зазначеній умові, представлено в табл. 5.

Таблиця 5

Кумулятивне співвідношення змін чистого операційного грошового потоку і чистих інвестицій корпорацій за галузями промисловості в разі зниження чистого операційного грошового потоку за 2007–2011 роки

Назва корпорації	Кумулятивне значення $\Delta\text{ЧОП} / \Delta\text{ЧІ}$ за $\Delta\text{ЧОП} < 0$ за 5 років	Наявність чи відсутність фінансової гнучкості
<i>Металургія</i>		
Публічне акціонерне товариство «Донецький металургійний завод»	5,238	Відсутність
Публічне акціонерне товариство «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»	-1,862	Наявність
Публічне акціонерне товариство «Металургійний комбінат «Азовсталь»»	-1,028	Наявність
Публічне акціонерне товариство «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»»	-1,401	Наявність
<i>Сільське господарство</i>		
Приватне акціонерне товариство «Агрофірма «Мрія»»	-1,019	Наявність
Приватне акціонерне товариство «Астарта»	6,619	Відсутність
Приватне акціонерне товариство «Індустріальна молочна компанія»	1,414	Відсутність
Публічне акціонерне товариство «Блок Агросвіт»	2,705	Відсутність
<i>Хімічна промисловість</i>		
Публічне акціонерне товариство «Концерн Стирол»	2,158	Відсутність
Публічне акціонерне товариство «ДніпроАзот»	-1,219	Наявність
Публічне акціонерне товариство «Азот»	1,775	Відсутність
Публічне акціонерне товариство «Одеський припортовий завод»	1,465	Відсутність

Примітка. Складено за [9].

Із розрахованих даних бачимо проявлення фінансової гнучкості протягом п'яти років лише п'ятьма із дванадцяти корпорацій. Найбільший процент фінансово гнучких корпорацій, як вдалося дослідити, – у металургійній галузі національного господарства, що підтверджують зроблені раніше висновки.

Визначивши факт наявності фінансової гнучкості корпорацій, розраховуємо ступінь вигідності реалізації фінансової гнучкості для корпорацій, які її демон-

стрували в конкретні інтервали часу. Якщо в разі зниження прибутку корпорація має змогу збільшувати фінансування інвестицій, логічно припустити, що для цього використовується позичковий капітал. Отже, порівняємо вартість позичкового капіталу компаній за періоди зменшення обсягів чистого операційного прибутку і збільшення інвестицій із середньоринковою вартістю позичкового фінансування у відповідні періоди часу (табл. 6).

Таблиця 6

Порівняння вартості використання позичкового капіталу із середньоринковою для корпорацій, що продемонстрували фінансову гнучкість у 2007–2011 роках

Назва корпорації	Рік	Вартість позичкового капіталу, %	Середньоринкова вартість позичкового капіталу, %
Публічне акціонерне товариство «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»	2007	0,64	19,20
	2008	1,99	23,00
	2009	0,36	24,30
Публічне акціонерне товариство «Металургійний комбінат «Азовсталь»»	2009	4,72	24,30



Закінчення табл. 6

Назва корпорації	Рік	Вартість позичкового капіталу, %	Середньоринкова вартість позичкового капіталу, %
Публічне акціонерне товариство «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»»	2007	35,89	19,20
	2009	5,79	24,30
Приватне акціонерне товариство «Агрофірма «Мрія»»	2007	12,80	19,20
Публічне акціонерне товариство «ДніпроАзот»	2007	3,61	19,2
	2011	11,22	17,05

Примітка. Складено за [9; 10].

Порівняння вартості обслуговування позичкового капіталу корпорацій, потрібного для збільшення обсягів фінансування інвестицій із середньоринковою вартістю позичкового капіталу за відповідні роки, ми прийшли до висновку, що наявність фінансової гнучкості в корпорації ще не дозволяє говорити про ефективне використання капіталу. Вартість позичкового капіталу корпорацій, набагато вища за середньоринкову, свідчить про надважкі умови реалізації інвестицій у періоди зниження ліквідності і, відповідно, неефективну реалізацію фінансової гнучкості. Така ситуація була характерна для Публічного акціонерного товариства «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»» у 2007 році, коли відбулося зниження чистого операційного грошового потоку майже удвічі в порівнянні з попереднім роком та одночасне збільшення чистих інвестицій більш ніж у три рази, проте вартість позичкового капіталу, що при цьому додатково використався компанією, була майже удвічі вища від середньоринкової вартості капіталу 2007-го. Така ситуація є винятком і вказує на неефективність реалізації фінансової гнучкості компанією через використання надмірно дорогого позичкового фінансування.

Таким чином, на підставі проведеного макроекономічного аналізу ми визнали, що існує низка проблем, пов'язаних як із фінансовим станом досліджуваних корпорацій, так і зі зовнішніми факторами та обмеженнями, що перешкоджають формуванню і використанню фінансової гнучкості. Відповідно до класичного

підходу, до таких проблем відносять диспропорції у структурі капіталу корпорацій, зниження їхньої фінансової автономії, зниження рентабельності операційної діяльності корпорацій, зниження в порівнянні з докризовим періодом кредитних рейтингів. Серед зовнішніх перешкод варто виділити високу волатильність процентних ставок за банківськими кредитами, високу вартість позичкових коштів і зменшення ресурсної бази українських банків за останні чотири роки.

Підтверджує отримані висновки збільшення чутливості обсягів інвестицій корпорацій до волатильності чистого операційного грошового потоку. Пов'язуючи зменшення *freecashflow* корпорацій зі спадом їхньої ділової активності, ми прийшли до висновку, що здебільшого такі періоди супроводжуються зменшенням чистих інвестицій ще більшими темпами. Лише п'ять із дванадцяти корпорацій реального сектору економіки України в період із 2007 до 2011 рр. мали можливість здійснювати інвестиції в періоди спаду ділової активності. Стосовно цих корпорацій було ідентифіковано наявність та ефективне використання фінансової гнучкості, зокрема в періоди спаду ділової активності. Отже, результати проведеного дослідження вказують на необхідність спростування гіпотези щодо сприяння корпоративної форми організації бізнесу формуванню та реалізації фінансової гнучкості в Україні, оскільки більшість досліджуваних великих, стратегічно важливих компаній не володіють фінансовою гнучкістю.

Список використаної літератури

1. Arslan O. How and Why Do Firms Establish Financial Flexibility? [Electronic resource] / O. Arslan. – Modeofaccess : http://www.researchgate.net/publication/228434354_How_and_Why_Do_Firms_Establish_Financial_Flexibility.
2. Graham J. R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field / J. Graham, C. Harvey. // *Journal of Financial Economics*. – 2001. – № 61. – P. 187–243.
3. Campello M. The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis [Electronic resource] / M. Campello. – Modeofaccess : <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php>.
4. Korajczyk R. Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints / R. Korajczyk, A. Levy // *Journal of Financial Economics*. – 2003. – № 68. – P. 75–109.
5. Naveen D. Sources of Financial Flexibility : Evidence from Cash Flow Shortfalls / Naveen D. Daniel, David J. Denis, Lalitha Naveen.
6. DeAngelo H. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt / DeAngelo H., DeAngelo L. and T. Whited. // *Journal of Financial Economics*. – 2011. – 99. – P. 235–61.
7. Denis D., and S. McKeon. – 2012. – Debt Financing and Financial Flexibility – Evidence from Proactive Leverage Increases, *Review of Financial Studies* 25, 1897–1929.
8. Byoun S. Financial Flexibility, Leverage and Firm Size [Electronic resource] / S. Byoun // *Baylor University Working Paper*. – 2008 – December. – Modeofaccess : http://papers.ssn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=1108850.



9. Офіційний сайт Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу :
<http://smida.gov.ua>.
10. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу :
<http://www.bank.gov.ua>.
11. Указ Комитета Сбербанка России «О предоставлении кредитов и инвестиций» от 30.06.2006 № 285-5 [Электронный ресурс]. – Режим доступа :
<https://www.sbrf.ru/moscow/ru/legal/credits/juridical/long/investment>.

Summary. We considered essence and need of financial flexibility for modern corporations. We also analyzed internal and external factors of the formation of financial flexibility. A sensitivity of volume of investment to deficits of equity, and the rise in prices of external finance were analyzed for corporations that borrow according to the market average indicators.

Keywords: capital structure and financial leverage, corporation, financial flexibility, cyclical economic development, net investment cost, debt capital.