

О.А. Лактіонова (Донецький національний університет, Україна)

І.С. Чишко (Донецький національний університет, Україна)

ИНТЕГРАЛЬНОЕ ОЦЕНЮВАННЯ ЕКСПАНСІЙНОЇ ФІНАНСОВОЇ ГНУЧКОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

У статті проаналізовано підходи до оцінювання фінансової гнучкості і запропоновано методика визначення інтегрального показника експансійної фінансової гнучкості суб'єктів господарювання. Розглянута методика враховує чинники, що визначають рівень прояву даного виду гнучкості, і різні фази економічного циклу.

Ключові слова: фінансова гнучкість, оцінювання гнучкості, експансійна фінансова гнучкість, економічний цикл.

Форм. 18. Рис. 2. Табл. 1. Літ. 14.

А.А. Лактионова (Донецкий национальный университет, Украина)

И.С. Чишко (Донецкий национальный университет, Украина)

ИНТЕГРАЛЬНАЯ ОЦЕНКА ЭКСПАНСИОННОЙ ФИНАНСОВОЙ ГИБКОСТИ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ

В статье проанализированы подходы к оценке финансовой гибкости и предложена методика определения интегрального показателя экспансионной финансовой гибкости субъектов хозяйствования. Рассматриваемая методика учитывает факторы, которые определяют уровень проявления данного вида гибкости, и различные фазы экономического цикла.

Ключевые слова: финансовая гибкость, оценка гибкости, экспансионная финансовая гибкость, экономический цикл.

O.A. Laktionova (Donetsk National University, Ukraine)

I.S. Chyshko (Donetsk National University, Ukraine)

INTEGRATED ASSESSMENT OF EXPANSIONARY FINANCIAL FLEXIBILITY OF BUSINESS ENTITIES

The article analyzes the approaches to assessment of financial flexibility and offers a method for calculating the integral index of expansionary financial flexibility of business entities. This method takes into account the factors which determine the level of manifestation of this type flexibility along with different phases of the economic cycle.

Keywords: financial flexibility; assessment of flexibility; expansionary financial flexibility; economic cycle.

Постановка проблеми. Сучасні тенденції розвитку економіки, що характеризуються скороченням тривалості економічних циклів, прискоренням динаміки бізнес-процесів, істотним впливом циклічності на фінансову діяльність суб'єктів господарювання, актуалізували питання оцінювання і формування відповідного запасу фінансової гнучкості. Необхідність формування гнучкості обумовлена, насамперед, обмеженістю ресурсів суб'єктів господарювання, що призводить до наростання кризи ліквідності, росту зобов'язань як перед зовнішніми, так і перед внутрішніми контрагентами, а також нездатності фінансувати нові вигідні інвестиційні проекти.

Фінансова гнучкість суб'єктів господарювання як об'єкт кількісних вимірів відносно недавно привернув увагу вітчизняних учених-економістів. Будучи синтетичною властивістю суб'єктів реального сектору економіки, узагаль-

нюючи в собі такі характеристики, як оперативність, маневреність і економічність, фінансова гнучкість породжує значні труднощі для її виміру.

Разом з тим, незважаючи на існуючі проблеми при оцінюванні, гнучкість є основним чинником при прийнятті фінансових рішень, що дозволяють управляти невизначеністю зовнішнього середовища і знижувати втрати від неї. Це, у свою чергу, і визначає необхідність оцінюванні фінансової гнучкості як здатності суб'єктів реального сектору економіки вчасно і з мінімальними втратами вартості залучати додаткове фінансування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням питань оцінювання фінансової гнучкості суб'єктів господарювання займалися як вітчизняні, так і зарубіжні автори. Однак існуючі методики оцінювання повною мірою не зображують сутність гнучкості і чинники, що її визначають. Так, індекс фінансової гнучкості, запропонований У.О. Клеверлі, охоплює сім показників, що характеризують загальний фінансовий стан суб'єкта господарювання (операційна рентабельність, прибутковість, грошовий потік, стан оборотних активів, структуру капіталу) і розраховується як їх середнє арифметичне [10]. Подібної точки зору щодо джерел формування фінансової гнучкості і їх оцінки дотримується й С. Комаринець. Ним запропонований коефіцієнтний підхід до оцінювання гнучкості, що містить у собі розрахунки показників майнового стану суб'єктів господарювання, ділової активності, рентабельності, фінансової стійкості і ліквідності [4, 188–189]. При цьому введено припущення, що питома вага кожної з вищеназваних груп показників для розрахунку показника фінансової гнучкості однакова, а сам показник гнучкості є результатом суми оцінок цих груп.

Б. Дрейером і К. Гронхагом приводяться трохи інші показники, здатні, на їхню думку, оцінити фінансову гнучкість (показник чистої балансової ліквідності, коефіцієнт ризику інвестування) [11].

Недолік розглянутих підходів полягає в обліку тільки внутрішніх резервів формування гнучкості, що, у свою чергу, перешкоджає прояву вбудованих характеристик самої гнучкості за рахунок зовнішніх можливостей. Більше того, дані підходи до оцінювання фінансової гнучкості не враховують зовнішні чинники, що визначаються станом національної економіки і фазою ділового циклу, у якій вона перебуває.

Існуючі мінуси даних методик певним чином нівелюються в працях А. Гамба і А. Тріантіса, які доводять, що вартість фінансової гнучкості визначається не тільки внутрішніми, але й зовнішніми чинниками: доступністю зовнішнього фінансування, ставками оподатковування тощо [13].

Слід також указати на наявність великої кількості підходів, заснованих на використанні прийомів і методів теорії реальних опціонів [2; 12; 14]. При цьому, фінансова гнучкість ототожнюється з опціоном як із вбудованою можливістю коректувати управлінські рішення в процесі їх виконання. Так, А. Дамодаран, оцінюючи фінансову гнучкість, розглядає її як опціон на прийняття в майбутньому рішень щодо фінансування нових прибуткових проектів [2, 1078]. П. Фернандез як опціон гнучкості розглядає опціон на відстрочку інвестицій, скорочення проекту, відмову від проекту, зміну умов контракту і на альтернативне використання ресурсів [12]. При цьому оцінювання даних

опціонів вони пропонують проводити з використанням формули Блека-Шоулза або біноміальної моделі [2; 14].

Невирішені частини проблеми. Розглянуті вище підходи до оцінювання фінансової гнучкості на основі реальних опціонів не дасть змогу оцінити рівень гнучкості з метою подальшого управління нею, а лише визначають її цінність, тобто ефективність її реалізації на конкретний момент часу і залежно від обставин, що склалися. Більше того, наведені вище підходи не враховують різні види гнучкості й стадію економічного циклу, на якій перебуває в певний момент часу національна економіка.

Метою дослідження є розробка інтегрального показника оцінювання експансійної фінансової гнучкості як здатності суб'єктів господарювання залучати додаткове фінансування в необхідному обсязі з мінімальною втратою часу й вартості з урахуванням зовнішніх і внутрішніх чинників, значимість яких варіюється залежно від стадії ділового циклу.

Основні результати дослідження. Сучасні умови розвитку національної економіки, коли більшість суб'єктів господарювання прагнуть протистояти значним флуктуаціям чинників зовнішнього і внутрішнього середовища з метою здобуття конкурентних переваг на ринку і розширення масштабів діяльності, висувають підвищені вимоги до прийняття фінансових рішень у частині формування структури капіталу. При цьому менеджери повинні враховувати не тільки наявні фінансові ресурси, але й формувати певні резерви з метою ефективної адаптації до можливих економічних потрясінь, тобто формувати експансійну фінансову гнучкість. Даний вид фінансової гнучкості визначає здатність суб'єктів господарювання залучати додаткові джерела фінансування з мінімальними витратами на залучення або мінімальною втратою вартості при конвертації активів у ліквідну форму.

Ефективність реалізації експансійної гнучкості багато в чому визначається наявністю адекватної сучасним умовам функціонування методики оцінювання наявного рівня гнучкості з метою виявлення потреби в її формуванні. Це визначає актуальність розробки інтегрального показника оцінювання експансійної фінансової гнучкості суб'єктів господарювання.

Критичний огляд літератури, присвяченої питанням моделювання інтегральних показників оцінювання фінансових ситуацій [3; 6; 7], дозволив виділити такі етапи побудови індексу фінансової гнучкості: виділення основних груп чинників, що визначають рівень гнучкості; побудова шкали перетворення значень узагальнюючого показника; визначення узагальнюючої функції перетворення тощо (рис. 1).

Інтегральний коефіцієнт експансійної фінансової гнучкості визначається великою кількістю чинників різного походження і розмірності, що вимагає перетворення значень показників і визначення адекватної узагальнюючої функції.

На перших двох етапах відбувається виявлення й конкретизація чинників, що впливають на рівень фінансової гнучкості, і перетворення їх у відповідні групи ($F_1, F_2, F_3 \dots F_n$). Такий аналіз здійснюється на підставі узагальнення теоретичних і практичних знань про експансійну фінансову гнучкість, проведення статистичного опису змін основних чинників, що впливають на її рівень.

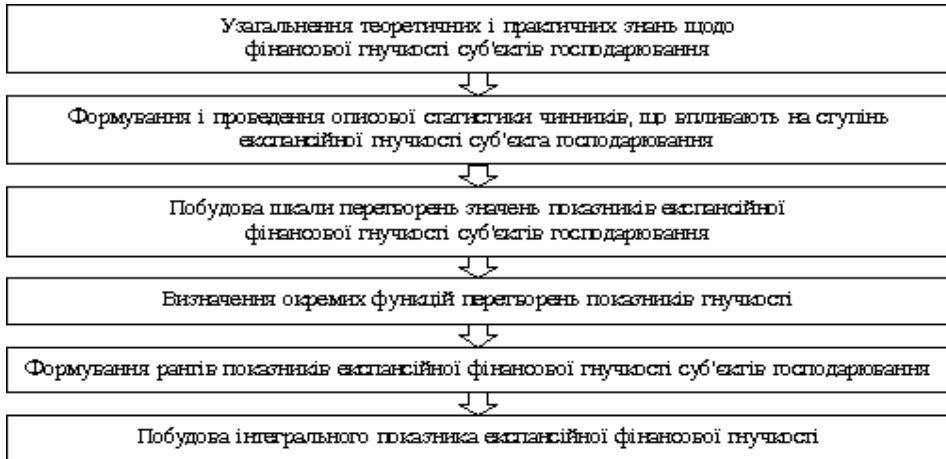


Рис. 1. Алгоритм моделювання інтегрального показника експансійної фінансової гнучкості, розроблено за [6; 7]

Метою такого аналізу є відбір з безлічі наявних показників тільки тих, що дозволять зробити найбільш достовірні висновки про потенційно можливий рівень фінансової гнучкості суб'єктів господарювання.

Грунтуючись на раніше проведеному аналізі й враховуючи виявлені чинники, що впливають на ступінь прояви експансійної фінансової гнучкості [5], були відібрані показники, які об'єднані в такі групи:

F_1 – *прибутковість діяльності суб'єкта господарювання* – визначає можливість доступу до позикових фінансових ресурсів і капіталу інвестора як до джерела експансійної гнучкості:

$$F_1 = (K_1, K_2, K_3, K_4), \quad (1)$$

де K_1 – коефіцієнт базової прибутковості активів, що визначається як відношення прибутку до сплати податків і відсотків до величини активів; K_2 – коефіцієнт рентабельності активів – відношення операційного прибутку до середнього за період розміру активів; K_3 – коефіцієнт рентабельності інвестованого капіталу – відношення чистого операційного прибутку до середнього за період власного і довгострокового позикового капіталу; K_4 – оборотність інвестованого капіталу визначає швидкість обороту довгострокових і короткострокових інвестицій підприємства й розраховується як відношення чистого прибутку до середнього обсягу інвестованого капіталу за певний період часу;

F_2 – *ліквідність активів і ліквідності балансу* – визначає здатність суб'єкта господарювання мобілізувати наявні короткострокові ресурси для фінансування інвестиційних потреб, що виникають:

$$F_2 = (K_5, K_6, K_7, K_8), \quad (2)$$

де K_5 – коефіцієнт поточної ліквідності, що характеризує здатність суб'єкта господарювання погашати поточні (короткострокові) зобов'язання за рахунок оборотних активів; K_6 – коефіцієнт термінової ліквідності, що визначає здатність суб'єкта господарювання погашати зобов'язання за рахунок найбільш

ліквідних активів; K_7 – коефіцієнт абсолютної ліквідності – показує, яку частину кредиторської заборгованості суб'єкт господарювання може погасити негайно; K_8 – питома вага найбільш ліквідних активів у загальному обсязі обігових коштів;

F_3 – структура капіталу – визначає саму можливість формування експансійної фінансової гнучкості як за рахунок внутрішніх, так і за рахунок зовнішніх (позикових) ресурсів:

$$F_3 = (K_9, K_{10}, K_{11}, K_{12}, K_{13}, K_{14}), \quad (3)$$

де K_{10} – фінансовий леверидж, що розраховується як відношення позикового капіталу до власних засобів суб'єкта господарювання; K_{11} – питома вага довгострокового позикового капіталу у загальній сумі капіталу суб'єкта господарювання; K_{12} – чистий леверидж розраховується як відношення суми позикового капіталу, скорегованого на величину запасів коштів, до суми капіталу суб'єкта господарювання; K_{13} – коефіцієнт загрози банкрутства показує питому вагу всієї заборгованості суб'єкта господарювання; K_{14} – коефіцієнт фінансової напруженості визначає частку позикового капіталу у валюті балансу суб'єкта господарювання;

F_4 – достатність і прибутковості власного капіталу обумовлюють можливість формування і реалізації експансійної гнучкості за рахунок власного капіталу:

$$F_4 = (K_{15}, K_{16}, K_{17}), \quad (4)$$

де K_{15} – коефіцієнт покриття інвестицій за рахунок власного капіталу – характеризує частку власного капіталу в загальній сумі активів суб'єкта господарювання; K_{16} – коефіцієнт маневреності власного капіталу показує яка частка джерел власних засобів перебуває в мобільній формі й дорівнює відношенню різниці між сумою всіх джерел власних засобів і вартістю необоротних активів до суми всіх джерел власних засобів і довгострокових кредитів і позик; K_{17} – рентабельність власного капіталу характеризує прибутковість акціонерного капіталу і розраховується як відношення чистого прибутку до середньорічної величини власного капіталу;

F_5 – вартість фінансових ресурсів – визначає можливість і ефективність залучення додаткового капіталу:

$$F_5 = (K_{18}, K_{19}, K_{20}, K_{21}, K_{22}, K_{23}), \quad (5)$$

де K_{18} – величина реальної відсоткової ставки; K_{19} – внутрішня норма прибутковості – визначає максимальну вартість капіталу, що залучається, за якої інвестиційний проект залишається вигідним. Визначається як ставка дисконтування, за якої NPV проекту дорівнює нулю; K_{20} – вартість власного капіталу – розраховується як сума безризикової ставки, премії за ризик на ринку і премії за ризик країни, у якій функціонує суб'єкт господарювання; K_{21} – дефолтний спред; K_{22} – прибутковість на одну акцію; K_{23} – ринкова премія за ризик вкладень в акції;

F_6 – ліквідність фінансового ринку – зумовлює доступ суб'єктів господарювання до капіталу і можливість залучення додаткових фінансових ресурсів:

$$F_6 = (K_{24}, K_{25}, K_{26}, K_{27}, K_{28}, K_{29}), \quad (6)$$

де K_{24} – співвідношення депозитів і кредитів у національній валюті; K_{25} – співвідношення депозитів і кредитів в іноземній валюті; K_{26} – співвідношення термінових депозитів і кредитів; K_{27} – співвідношення довгострокових депозитів і кредитів; K_{28} – темп росту монетарної бази; K_{29} – темп росту грошової маси;

F_7 – здатність суб'єкта господарювання генерувати грошовий потік – ви-
значає можливість створення певних резервів для формування фінансової гнучкості:

$$F_7 = (K_{30}, K_{31}), \quad (7)$$

де K_{30} – чистий грошовий потік; K_{31} – відношення грошового потоку до величини позикового капіталу;

F_8 – здатність суб'єкта господарювання реалізовувати необоротні активи у разі виникнення потреби у додатковій ліквідності:

$$F_8 = (K_{32}, K_{33}), \quad (8)$$

де K_{32} – середній вік основних засобів; K_{33} – зведений коефіцієнт придатності основних засобів.

Беручи до уваги всі перераховані показники, інтегральний показник експансійної фінансової гнучкості буде визначатися так:

$$IFF = (F_1, F_2, F_3, F_4, F_5, F_6, F_7, F_8). \quad (9)$$

На етапі побудови шкали перетворень відбувається перетворення значень окремих економічних показників, що мають свої одиниці виміру, у безрозмірну шкалу. Попереднє функціональне перетворення всіх розмірних показників Y_j у безрозмірні приватні показники якості Y_i (функції бажаності), що змінюються від нуля (дуже погана якість) до одиниці (відмінна якість). Поняттям «дуже добре» або «відмінно» відповідають значення на шкалі перетворення $0,8 < Y_i < 1,0$, а поняттям «дуже погано», «неприпустимо» – $0,0 < Y_i < 0,2$ [6, 229]. Виходячи із цього, слід зазначити, що в економіці існують показники, які мають односторонні і двосторонні обмеження. При односторонньому відхиленні збільшення ознаки веде до збільшення або зниження якості, а при двосторонньому – відхилення певної ознаки від його оптимального значення (у будь-яку сторону) призводять до зниження якості.

Односторонні обмеження представляються у вигляді $Y_j \leq Y_{\max}$ $Y_j \geq Y_{\max}$, а двосторонні – $Y_{\min} \leq Y_j \leq Y_{\max}$. До ознак, що мають односторонні обмеження, відноситься більшість ознак економічних систем [7].

Інтегральний показник експансійної фінансової гнучкості є симетричним показником, що характеризується односторонніми обмеженнями, бо збільшення фінансової гнучкості веде до поліпшення фінансового стану суб'єкта господарювання. Таким чином, значення 1,0 на шкалі перетворення буде відповідати найкращому стану експансійної фінансової гнучкості, а значення 0,0 – найгіршому.

Заключним етапом є визначення виду функції перетворення. Діюча методика визначення виду функції запропонована Е. Харрінгтоном [1].

Якщо економічна система має двосторонні обмеження, то, відповідно до цієї методики, необхідно вказати мінімальне (y_{min}) і максимальне (y_{max}) значення, за яких якість дуже низька (оцінюється не більш ніж 5%). Тоді функція бажаності за Е. Харінгтоном буде мати вигляд [3, 56]:

$$Y_i = \exp\left\{-\left|y_i'\right|^n\right\}, \quad (10)$$

де y_i' – безрозмірна величина, лінійно пов'язана з y_i ; n – параметр, що визначає форму кривої.;

$$y_i' = \frac{2y_i - (y_{max} + y_{min})}{y_{max} - y_{min}}. \quad (11)$$

Однобічні залежності Е. Харрінгтон запропонував задавати у вигляді:

$$Y_i = \exp\left\{-\exp\left\{-y_i'\right\}\right\}. \quad (12)$$

Тут експерт повинен вказати «оптимальне» значення a_i , для якого якість оцінюється не нижче 95% (або 0,95 у відносних одиницях), і «найгірше» значення, для якого якість не більш 5% (0,05), і ще хоча б одне значення ознаки для перевірки (для односторонньої зростаючої залежності чим більше значення ознаки, тем вища якість, тому рівень 100% вказувати нераціонально. Через ці ж причини нераціонально вказувати рівень 0%).

У працях А.А. Єгоршина запропоновані більш прості й досить гнучкі функції бажаності. Він пропонує таку формулу для симетричних функцій з однобічними обмеженнями [3]:

$$Y_i = \frac{1}{1 + \exp\left\{-k \times \left(\frac{y_i - c_i}{a_i - c_i}\right)\right\}}, \quad (13)$$

де a_i – оптимальне значення ознаки Y_i , за якої двостороння функція бажаності дорівнює 1 (100%), а однобічна – не менш 0,95; c_i – рівень, за якого виходить 50% якості (0,5); k – параметр, що зумовлює форму кривої.

Слід зауважити, що відповідно до оцінок експертів, найкраще значення цього параметра практично в усіх розглянутих економічних завданнях таке $k = 3$.

Інтегральний показник експансійної фінансової гнучкості будемо обчислювати як середнє геометричне, тому що якщо за всіма ознаками отримана та сама оцінка, то зведена оцінка повинна бути відповідною:

$$Y_0 = \prod_{i=1}^n f_i^{w_i}, \quad (14)$$

де n – кількість ознак.

Звідси інтегральний показник експансійної фінансової гнучкості буде обчислюватися за формулою:

$$IFF = F_1^{w_1} \times F_2^{w_2} \times F_3^{w_3} \times F_4^{w_4} \times F_{15}^{w_5} \times F_6^{w_6} \times F_7^{w_7} \times F_8^{w_8}. \quad (15)$$

Запропонований інтегральний показник враховує різні групи чинників, що впливають на ступінь експансійної фінансової гнучкості. Більше того, цей показник дозволяє проводити оцінювання експансійної гнучкості залежно від ста-

дії циклу розвитку національної економіки, тому що необхідність у фінансовій гнучкості існує як у період росту і відносної стабільності, так і в період кризи.

Ступінь прояву експансійної фінансової гнучкості визначається фазою економічного циклу, умовами функціонування самого суб'єкта господарювання. Так, у період росту і відносної стабільності необхідність у додатковій ліквідності на рівні суб'єктів господарювання пояснюється збільшенням ділової активності, що визначає умови для реалізації гнучкості. У період спаду і період кризи необхідність в експансійній гнучкості значно зростає, що пояснюється потребою в додатковому обіговому капіталі, спрямованому на відновлення системи і підтримку темпів ділової активності.

З метою виведення формули експансійної фінансової гнучкості, що враховує різні фази економічного циклу, необхідно провести ранжирування виділених показників щодо убавання значимості чинника відповідно до фази економічного циклу

$$f_1 > f_2 > f_3 > \dots > f_n, \quad (16)$$

де f – показник, що визначає ступінь прояву експансійної фінансової гнучкості.

При цьому сума ваг показників обраховується за формулою:

$$\begin{cases} \sum_{i=1}^n w_i = 1 \\ w_i \geq 0, i = \overline{1, n} \end{cases},$$

де w_i – вага i -того показника; i – номер поточного показника; n – кількість показників.

Застосовуючи шкалу Фішберна, визначаємо ваги (значимості) кожного чинника [8, 191] (табл. 1):

$$w_i = \frac{2(n-i+1)}{n(n+1)}. \quad (17)$$

Результати ранжирування виділених показників щодо убавання значимості чинника відповідно до фази економічного циклу наведені у табл. 1.

Таблиця 1. Вагові значення показників оцінювання експансійної фінансової гнучкості суб'єктів господарювання щодо фази економічного циклу, авторська розробка

Показники оцінювання експансійної фінансової гнучкості	Вагові значення показників, w_i			
	Фаза росту	Фаза спаду	Фаза кризи	Фаза підйому
1. Показники прибутковості діяльності суб'єкта господарювання, F_1	0,14	0,17	0,06	0,14
2. Показник ліквідності активів і ліквідності балансу, F_2	0,06	0,22	0,19	0,06
3. Показники структури капіталу, F_3	0,22	0,19	0,22	0,22
4. Показники достатності й прибутковості власного капіталу, F_4	0,08	0,08	0,14	0,08
5. Показники вартості фінансових ресурсів, F_5	0,11	0,14	0,08	0,17
6. Показники ліквідності фінансового ринку, F_6	0,19	0,06	0,11	0,19
7. Показники, що визначають здатність суб'єкта господарювання генерувати грошовий потік, F_7	0,17	0,03	0,06	0,11
8. Показники, що визначають здатність суб'єкта господарювання реалізовувати необоротні активи якщо буде потреба, F_8	0,03	0,11	0,17	0,03

Так, фаза росту характеризується поліпшенням макроекономічних показників і відносною стабільністю показників фінансового ринку, що обумовлює можливість корегування структури капіталу й формування експансійної гнучкості на рівні суб'єктів реального сектору. Тому основним чинником виступає структура капіталу суб'єкта господарювання, що визначає можливість залучення коштів. З іншого боку, зростання ділової активності потребує залучення додаткових довгострокових джерел фінансування для утримання конкурентних переваг, що призводить до використання довгострокової експансійної гнучкості в частині позикових коштів. Звідси, ще одним чинником виступає ліквідність фінансового ринку, що характеризує доступ суб'єктів господарювання до додаткових джерел фінансування.

Фаза спаду і наступна за нею фаза кризи характеризуються різким зменшення прибутку, зростанням відсоткових ставок, формуванням гострої потреби у додатковій ліквідності і в експансійній фінансовій гнучкості. Тому наряду з показниками структури капіталу до основних чинників додається ліквідність активів.

Розраховані вагові значення показників, що визначають ступінь прояву фінансової гнучкості залежно від стадії ділового циклу, дозволяють варіювати групи чинників залежно від умов функціонування суб'єкта господарювання, а також залежно від умов розвитку економіки (рис. 2).

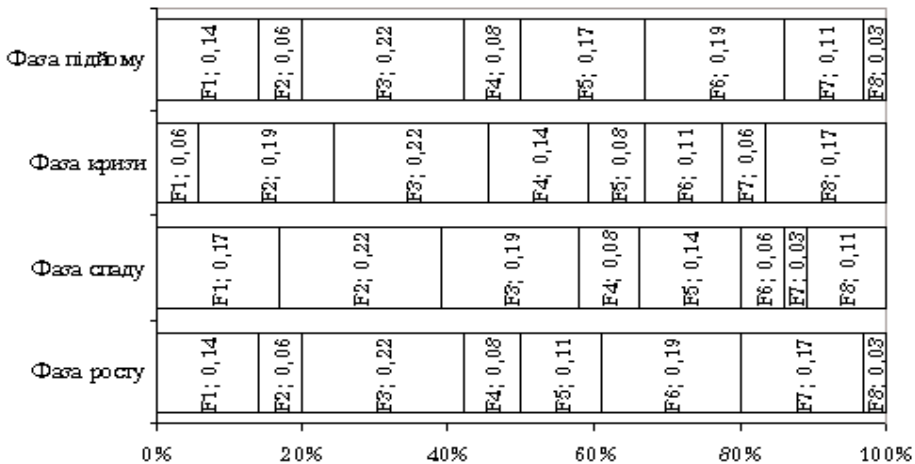


Рис. 2. Ранжирування чинників експансійної фінансової гнучкості суб'єктів господарювання, авторська розробка

Враховуючи вагові значення, наведені в табл. 1, формула для визначення індексу експансійної фінансової гнучкості в період росту буде виглядати:

$$IFF = F_1^{0,14} \times F_2^{0,06} \times F_3^{0,22} \times F_4^{0,08} \times F_5^{0,11} \times F_6^{0,19} \times F_7^{0,17} \times F_8^{0,03}. \quad (18)$$

Аналогічно складаються формули для розрахунків індексу експансійної фінансової гнучкості в період спаду, кризи і підйому.

Висновки. У статті розглянуто загальні підходи до оцінювання рівня фінансової гнучкості суб'єктів господарювання і виявлено їх недоліки. Запропоновано методику оцінювання експансійної фінансової гнучкості суб'єктів гос-

подарювання, що ґрунтується на інтегруванні чинників, які визначають ступінь її прояву. Наведений показник містить у собі як внутрішні, так і зовнішні джерела формування гнучкості, що дозволяє комплексно оцінювати фінансовий стан суб'єкта реального сектору економіки й ухвалювати обґрунтовані управлінські рішення, адекватні умовам, у яких функціонують суб'єкти господарювання. Запропонований індекс дає можливість оцінювати експансійну гнучкість залежно від стадії циклу розвитку національної економіки.

1. *Гаррингтон Э.* Двенадцать принципов производительности // www.lib.miemp.ru.
2. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. Д. Липинский, И. Розмаинский и др. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
3. *Егоршин А.А., Малярец Л.М.* Моделирование интегрального показателя конкурентного статуса предприятия // Коммунальное хозяйство городов: Науч.-техн. сборник. – Вып. 50. – Серия: Экономические науки. – К.: Техника, 2003. – С. 54–65.
4. *Комаринець С.О.* Фінансова гнучкість підприємства в умовах невизначеності середовища // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – Серія: Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – Львів, 2007. – С. 186–191.
5. *Лактионова А.А., Чижко И.С.* Анализ факторов формирования финансовой гибкости субъектов хозяйствования в Украине // Финансы. Учет. Банки: Сборник науч. трудов. – 2010. – №1. – С. 10–25.
6. *Полякова О.Ю., Милов А.В.* Моделирование системных характеристик экономики: Учеб. пособие. – Х.: ИНЖЭК, 2006. – 296 с.
7. *Пономаренко В.С., Поляков В.С., Малярец Л.М.* Аналіз даних у дослідженнях соціально-економічних систем: Монографія. – Ч.: ИНЖЕК, 2009. – 432 с.
8. *Потапов Д.К., Евстафьева В.В.* О методиках определения весовых коэффициентов в задаче оценки надежности коммерческих банков // Социально-экономическое положение России в новых геополитических и финансово-экономических условиях: реалии и перспективы развития: Сборник науч. статей. – Вып. 5. – СПб.: Институт бизнеса и права, 2008. – С. 191–196.
9. *Cameron, A., Zelman, B., Stewart, S.* (2000). Financial Condition of Critical Access Hospitals: 1996–1999. Rural Hospital Flexibility Program Tracking Project // www.unmc.edu.
10. *Cleverley, W.* (1984). Financial Flexibility: A Measure of Financial Position for Hospitals. Hospital and Health Services Administration, 29: 23–39.
11. *Dreyer, B., Gronhaug, K.* (2004). Uncertainty, flexibility, and sustained competitive advantage. Journal of Business Research, 57: 484–494.
12. *Fernandez, P.* (2005). Valuing real options: Frequently made errors. Journal of Financial Transformation, 13: 77–81.
13. *Gamba, A., Triantis, A.* (2006). The Value of Financial Flexibility. Journal of Finance, Forthcoming AFA // papers.ssrn.com.
14. *Mason, S.P.* (1986). Valuing Financial Flexibility. Financing Corporate Capital Formation // www.nber.org.

Стаття надійшла до редакції 20.02.2012.