

РОЗВИТОК МОДЕЛІ БОРГОВОГО ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ АГРАРНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ

О. О. Олійник, доктор економічних наук

Л. М. Олійник, старший викладач

Національний університет біоресурсів

і природокористування України

В. В. Адаменко, старший викладач

Київський національний торговельно-економічний університет

Визначено сутність моделі боргового та пайового фінансування з позиції операційного підходу. Проаналізовано використання моделі боргового фінансування великими та середніми підприємствами аграрного сектору економіки України. Виявлено зростання ролі та основні закономірності розвитку моделі боргового фінансування в аграрному секторі економіки України на сучасному етапі.

Модель фінансування, операційний підхід, фінансові рішення на підприємстві, модель боргового фінансування, модель пайового фінансування, підприємство аграрного сектору економіки.

Хоча поняття «модель фінансування» достатньо часто зустрічається в науковій літературі, воно не має єдиного визначення й використовується, здебільшого, як інтуїтивно-гіпотетичне поняття. Привертає увагу існування проблеми недостатнього наукового обґрунтування класифікації моделей фінансування і теоретико-методичних засад їх розвитку.

Серед методологічних підходів, з позиції яких вітчизняні та зарубіжні науковці розглядають моделі фінансування, можна виокремити три основні: підхід із позиції теорії економічного моделювання, інституціональний та операційний.

Розгляд моделей фінансування як різновиду економічних моделей передбачає, що вони є абстракцією реальності та відображують уявлення дослідників (авторів цих моделей) про причинно-наслідкові зв'язки з приводу руху грошей та інших фінансових інструментів. Моделі фінансування як різновид економічних моделей, очевидно, можуть бути двох типів: символічними або аналоговими.

Для символічних моделей, як правило, є характерним виведення всіх понять за допомогою кількісно визначених змінних та представлення всіх зв'язків у математичному вигляді. Тому такі моделі ще прийнято називати математичними [5, с. 43]. Аналогові моделі відображують зв'язки, замінюючи реальні елементи іншими – такими, що є придатними для абстрагування, і при цьому, незважаючи на іншу сутність та форму, мають подібні (аналогічні) властивості й закономірності. Типовими прикладами аналогових моделей є схеми, графіки та діаграми. Третій тип моделей –

фізичних, яким притаманна відчутність – для фінансування побудувати проблематично.

Модель фінансування з позиції інституціонального підходу є стійкою системою каналів та інститутів, що забезпечує рух фінансових інструментів у межах фінансової системи країни. Цей підхід передбачає можливість ідентифікації лише одного (єдиного) типу інституціональної моделі фінансування для окремої країни як одного з існуючих базових типів або їхньої комбінації. Базові типи моделей фінансування визначаються різними дослідниками по-різному, наприклад: моделі банківського та ринкового типу [8, с. 8–9], або моделі, що виділяються залежно від ролі держави – «держава-регулятор» та «держава-інвестор» [4].

З позиції операційного підходу, модель фінансування є певною уставленою сукупністю дій щодо зовнішнього залучення або внутрішньої мобілізації коштів для реалізації фінансових рішень певних осіб. Рішеннями щодо фінансування (*financing decision*) є рішення про те, які джерела і способи залучення коштів необхідно використовувати для забезпечення потреб у формуванні активів. Даний вид рішень традиційно розглядається послідовниками неокласичної фінансової школи як один із головних видів фінансових рішень на підприємстві [2, с. XII; 3, с. 39; 1, с. 6].

Операційний підхід, на відміну від інституціонального, має більш вагомим прикладне значення, тому найчастіше використовується в практично-орієнтованих дослідженнях, наприклад [7]. У даному випадку можна говорити про різноманітність моделей фінансування, що можуть використовуватися навіть окремим підприємством у процесі своєї діяльності, а також ілюструвати кожен з них за допомогою побудови аналогової економічної моделі як відповідної схеми.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У цілому, вивченням питань моделей фінансування займалися такі іноземні фахівці: з позиції теорії економічного моделювання: Д. Мур, Л. Уэдерфорд, з позиції інституціонального підходу: Р. Шмідт, А. Хакеталь, А. Грикевич, М. Тирель, Ф. Аллен, Д. Гейл, С. Зервос, з позиції операційного підходу: Р. Брейли, Ю. Бригхем, Л. Гапенски, Дж. Ван Хорн, Дж. Вахович. Завдяки роботам цих вчених сформульовано підґрунтя для подальших наукових досліджень.

У цьому дослідженні моделі фінансування підприємств аграрного сектору економіки розглядаються саме з позиції операційного підходу.

Мета дослідження – проаналізувати стан та перспективи моделі боргового фінансування підприємств аграрного сектору економіки України, виявивши основні закономірності її розвитку на сучасному етапі.

Виклад основного матеріалу. Основними типами моделей фінансування, які пропонується виділити у межах операційного підходу залежно від виду фінансових інструментів, що використовуються в процесі залучення / мобілізації коштів, є модель пайового фінансування та модель боргового фінансування. Перша модель передбачає використання підприємством, що реалізує фінансові рішення, інструментів власного капіталу та вільних грошових потоків (*free cash flow*), які залишаються у

підприємства після виконання зобов'язань перед кредиторами. Друга модель передбачає використання зобов'язань.

Порівняння ролі двох виділених моделей фінансування для підприємств аграрного сектору економіки України можна здійснити за допомогою показника рівня (коефіцієнта) фінансового важеля (*financial leverage*), що обчислюється як співвідношення обсягу зобов'язань та власного капіталу і характеризує суму зобов'язань, яка припадає на грошову одиницю власного капіталу підприємств.

Динаміка загального значення коефіцієнта фінансового важеля для вибірки великих та середніх підприємств аграрного сектору економіки України, які досліджувались, ілюструє істотні зміни у співвідношенні ролі моделей боргового та пайового фінансування. Зокрема, упродовж 2004–2013 років, як свідчить рис. 1, цей коефіцієнт зазнав зростання і перевищив одиницю, продовживши останніми роками висхідний тренд, що спостерігався також на початку періоду.

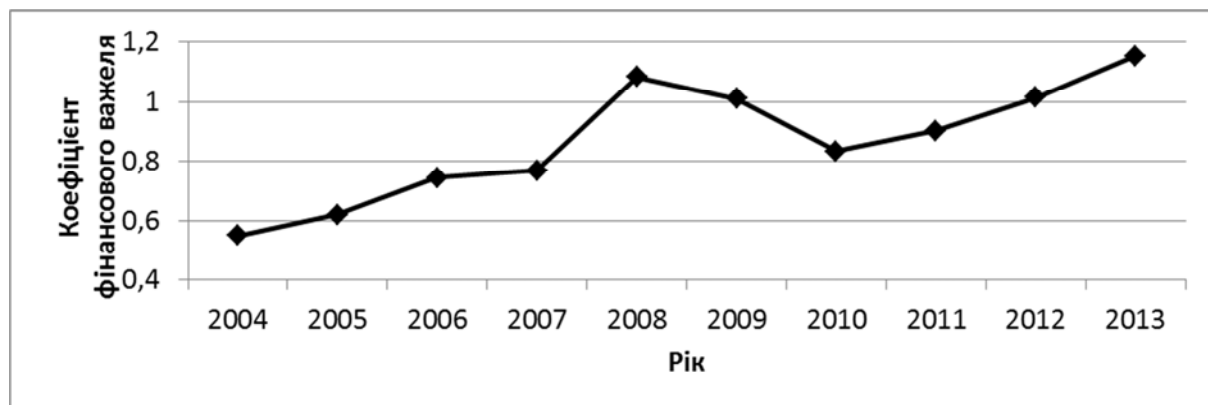


Рис. 1. Динаміка загального значення коефіцієнта фінансового важеля для вибірки великих та середніх підприємств аграрного сектору економіки України впродовж 2004–2013 років*

*Побудовано авторами за даними [6].

Аномальний приріст коефіцієнта фінансового важеля, який спостерігається на рис. 1 у 2008 та 2009 році, пояснюється впливом фінансово-економічної кризи в країні. Незважаючи на відновлення передкризових тенденцій у 2010 році, значення коефіцієнта за 10-річний аналізований період зросло більше, ніж удвічі. Цей факт у цілому можна розцінити як негативний і такий, що ілюструє суттєве зниження ролі моделі пайового фінансування для підприємств аграрного сектору економіки України а також відповідне втрачання ними фінансової стійкості та незалежності від зовнішніх кредиторів.

Проте, загальні значення коефіцієнта фінансового важеля не цілком відображують співвідношення моделей пайового та боргового фінансування, що склалося на окремих аграрних підприємствах. Для них спостерігається доволі широкий спектр співвідношень зобов'язань та власного капіталу, а в окремих випадках – навіть від'ємні значення коефіцієнта

фінансового важеля. Розподіл значень для окремих підприємств на початок (2004 рік) та на кінець періоду (2013 рік) ілюструють дані таблиці.

Показники, що характеризують розподіл значень коефіцієнта фінансового важеля для вибірки великих та середніх підприємств аграрного сектору економіки України у 2004 та 2013 році*

Показник	2004 р.	2013 р.	Темп зростання
1. Загальне (середнє для підприємств) значення коефіцієнта фінансового важеля	0,549	1,154	2,102
2. Частка підприємств із від'ємним значенням коефіцієнта фінансового важеля, %	2,7	10,2	3,796
3. Частка підприємств зі значенням коефіцієнта фінансового важеля вище від загального значення або з від'ємним значенням, %	38,8	68,5	1,765

*Джерело: складено авторами за даними [6].

Дані табл. 1 свідчать, що у 2013 році відбулося суттєве зростання не тільки загального значення коефіцієнта фінансового важеля, але й частки підприємств з від'ємним значенням даного коефіцієнта а також зі значенням, яке перевищує загальне (середнє для підприємств). Це дає підстави констатувати існування тенденції зростання ролі моделі боргового фінансування для все більшої кількості аграрних підприємств в Україні.

Причини даного явища, на наш погляд, пов'язані з уповільненням зростання обсягів вільних грошових потоків українських аграрних підприємств впродовж останніх років і, як наслідок, погіршенням умов для здійснення самофінансування.

Модель боргового фінансування, хоча й пов'язана з додатковими фінансовими ризиками, вважається цілком привабливою для власників підприємств, оскільки дозволяє за рахунок ефекту фінансового важеля забезпечувати додатковий приріст рентабельності власного капіталу (*return on equity*, ROE). Проте, необхідно зауважити, що емпіричні дані не завжди підтверджують вигідність для власників нарощення фінансового важеля в динаміці.

Аналогічна ситуація, як свідчить рис. 2, спостерігається і для українських аграрних підприємств. Хоча побудована регресійна модель не є достатньо сильною (оскільки значення коефіцієнта детермінації становить лише 0,5733), вона демонструє, що максимум ROE досягається для значення коефіцієнта фінансового важеля, який дорівнює приблизно⁶ 0,8. Таке значення відповідає частці зобов'язань 40% у загальному обсязі активів, що цілком відповідає класичним науковим поглядам на оптимальну структуру капіталу підприємства аграрного сектору економіки.

Отже, з огляду на модель, яку ілюструє рис. 2, досягнуте у 2013 році загальне значення коефіцієнта фінансового важеля (1,154) є далеким від оптимального для аграрних підприємств. Але за умов, що склалися, штуч-

⁶ Екстремум – максимум регресійної функції – у даному випадку більш точно дорівнює 0,829.

не обмеження подальшого зростання коефіцієнта фінансового важеля і гальмування розвитку моделі боргового фінансування слід визнати неможливим, оскільки це може згубно позначитися на результатах основної операційної діяльності цих підприємств.

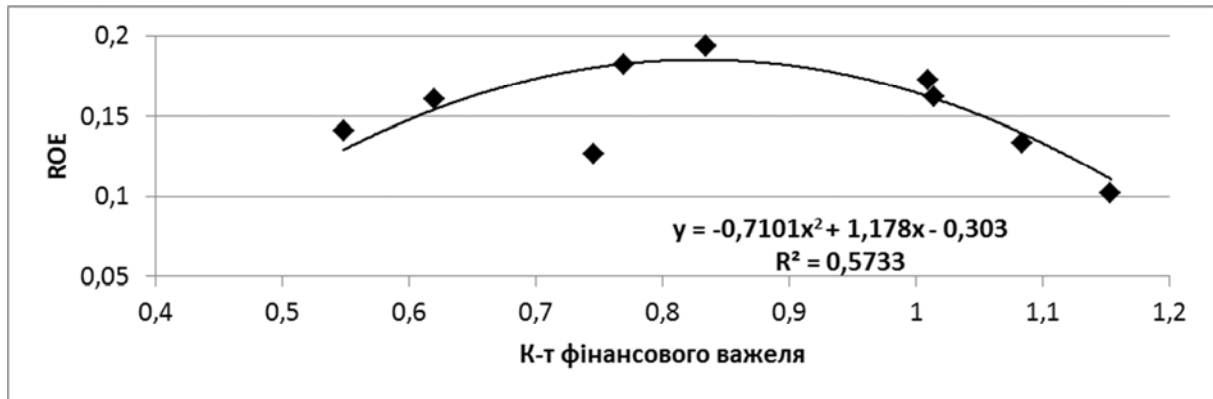


Рис. 2. Регресійна модель, що описує взаємозалежність між загальним коефіцієнтом фінансового важеля та рентабельністю власного капіталу (ROE) для вибірки великих та середніх підприємств аграрного сектору економіки України за 2004–2013 роки*
*Побудовано авторами за даними [6].

Даний висновок базується на виявлених у процесі дослідження залежностях між загальними обсягами основних результатів операційної діяльності та обсягом активів, які неможливо буде сформулювати у повному обсязі, якщо обмежити подальший розвиток моделі боргового фінансування. Зокрема, майже функціональна залежність спостерігається між загальним обсягом собівартості реалізованої продукції та загальним обсягом активів аграрних підприємств (рис. 3). Аналогічна залежність спостерігається й для доходу від реалізації продукції.

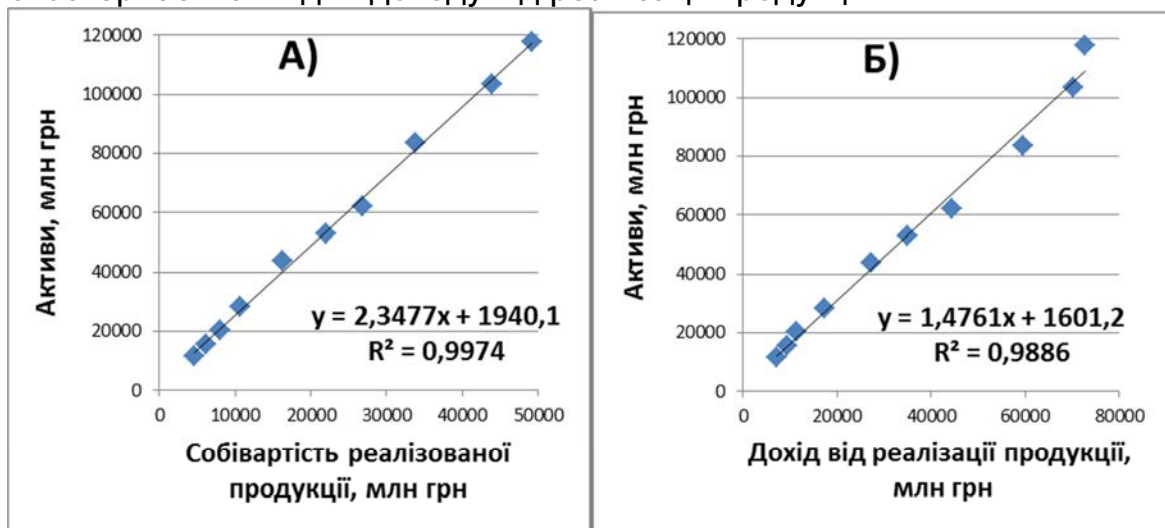


Рис. 3. Регресійні моделі, що описують загальний обсяг активів для вибірки великих та середніх підприємств аграрного сектору економіки України за 2004–2013 роки залежно від загального обсягу*:
А) собівартості реалізованої продукції; Б) доходу від реалізації продукції
*Побудовано авторами за даними [6].

Рис. 3 також свідчить про те, що зростання загальних обсягів операційної діяльності аграрних підприємств супроводжувалося більш суттєвим в абсолютному вираженні зростанням загального обсягу активів. Так, зростання доходів від реалізації продукції на 1 грн супроводжувалося зростанням активів майже на 1,48 грн (див. значення кутового коефіцієнта регресійної прямої на рис. 3 Б). Остання закономірність відображує також важливий економічний аспект, оскільки свідчить про стабільність продуктивності активів аграрних підприємств в Україні.

У свою чергу, загальний обсяг активів також майже функціонально пов'язаний із загальним обсягом зобов'язань аналізованих підприємств, як свідчить рис. 4.

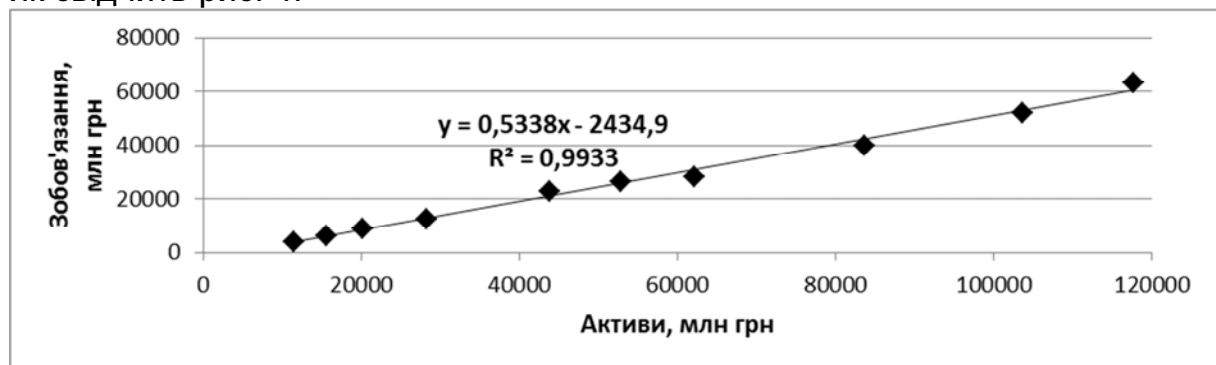


Рис. 4. Регресійна модель, що описує взаємозалежність між загальним обсягом активів та зобов'язань для вибірки великих та середніх підприємств аграрного сектору економіки України за 2004–2013 роки*

*Побудовано авторами за даними [6].

Ця регресійна модель свідчить, що приріст загального обсягу активів великих та середніх аграрних підприємств в Україні у середньому на 53,4% фінансується за рахунок зобов'язань. Оскільки цей відсоток перевищує 50%, то цілком закономірно, що впродовж періоду дослідження відбулося зростання ролі моделі боргового фінансування, яке супроводжувалося відповідним зростанням коефіцієнта фінансового важеля. Очевидно, що це зростання буде продовжуватись і в майбутньому за умови збереження виявлених закономірностей, зумовлюючи підвищення актуальності наукових досліджень моделі боргового фінансування.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Упродовж останніх років відбулося суттєве посилення ролі моделі боргового фінансування для підприємств аграрного сектору економіки України, що призвело до певного втрачання ними фінансової стійкості та незалежності від зовнішніх кредиторів. Причини даного явища пов'язані з уповільненням зростання обсягів вільних грошових потоків аграрних підприємств і, як наслідок, погіршенням умов для здійснення самофінансування. Хоча досягнуте у 2013 році середнє значення коефіцієнта фінансового важеля для найбільших підприємств галузі перевищує оптимальне, штучне гальмування подальшого зростання ролі моделі боргового фінансування слід визнати неможливим за умов існування сильних (майже функціональних) законо-

мірностей між загальним обсягом активів, що фінансуються переважно за рахунок зобов'язань, та результатами операційної діяльності. Недофінансування активів аграрних підприємств, у зв'язку з обмеженнями боргового фінансування, призведе до суттєвих втрат доходів від реалізації сільськогосподарської продукції. У цьому контексті подальші поглиблені наукові дослідження моделі боргового фінансування підприємств аграрного сектору економіки України набувають особливої актуальності.

Список літератури

1. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. Н. Барышниковой. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – 1008 с.
2. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент. Полный курс : в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски ; пер. с англ. ; под. ред. В. В. Ковалева. – СПб. : Экономическая школа, 1997.
3. Ван Хорн Дж. С. Основы финансового менеджмента / Ван Хорн Дж. С., Вахович Дж. М. (мл.). / пер. с англ. – 12-е изд. – М. : Вильямс, 2007. – 1232 с.
4. Кирдина С. Г. Институциональные модели финансирования реального сектора / С. Г. Кирдина // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2013. – № 2 (18). – С. 129–155.
5. Мур, Джеффри, Уэдерфорд, Ларри Р. и др. Экономическое моделирование в Microsoft Excel / Мур, Джеффри, Уэдерфорд, Ларри Р. и др. ; пер. с англ. – 6-е изд. – М. : Вильямс, 2004. – 1024 с.
6. Amadeus (Bureau van Dijk) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bvdinfo.com/en-gb/products/company-information/international/amadeus
7. Innovative Agricultural SME Finance Models. International Finance Corporation, 2012. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/55301b804ebc5f379f86bf45b400a808/Innovative+Agricultural+SME+Finance+Models.pdf?MOD=AJPERES>
8. Schmidt R. Financial Systems – Importance, Differences and Convergence / R. Schmidt, A. Hryckiewicz ; Institute for Monetary and Financial Stability // Working Paper Series. – 2006. – № 4. – 32 p.

Определена сущность модели долгового и паевого финансирования с позиции операционного подхода. Проанализировано использование модели долгового финансирования крупными и средними предприятиями аграрного сектора экономики Украины. Выявлено повышение роли и основные закономерности развития долгового финансирования в аграрном секторе экономики Украины на современном этапе.

Модель финансирования, операционный подход, финансовые решения на предприятиях, модель долгового финансирования, модель паевого финансирования, предприятие аграрного сектора экономики.

The essence of debt and equity financing model from a position of operational approach is defined. The use of debt financing model of large and medium agricultural enterprises of Ukraine is analysed. The increasing role and the basic patterns of development of debt financing model in the agricultural sector of Ukraine is revealed.

Financing model, operational approach, financial solutions for the enterprise, debt financing model, equity financing model, agricultural enterprise.

УДК 336.645.2

МІНІМІЗАЦІЯ РИЗИКІВ БАНКУ ПРИ НАДАННІ ПОСЛУГ АГРАРНИМ ПІДПРИЄМСТВАМ

Г. В. Кіщенко, кандидат економічних наук

Проаналізовано основні механізми нейтралізації фінансових ризиків. Розглянуто ризики, притаманні агропромислому сектору та способи зниження рівня ризиків, що впливають на ті чи інші сторони діяльності підприємства. Автором надано рекомендації щодо проведення факторного аналізу діяльності позичальника, що стосується сільськогосподарської галузі.

Управління ризиками, мінімізація втрат, нейтралізація фінансових ризиків, страхування, диверсифікація, лімітування, концентрація, хеджування, агропромисловий сектор, державне регулювання.

Широкий спектр ризиків, які виникають у результаті погіршення світової економічної ситуації, дедалі наполегливіше привертає увагу бізнесу. Інструментів для оцінки ризиків нині цілком достатньо. Однак ряд ризиків, пов'язаних, наприклад, зі станом світових фінансових ринків, практично неможливо прогнозувати, незалежно від обсягу наявної інформації. Основне питання полягає не в оцінці ризиків, а, швидше за все, у тому, як «системно» з ними розібратися, коли вони з'являються. Тому ключовим моментом фінансової безпеки на сьогодні є диверсифікація портфелів та інструментів, що дає змогу мінімізувати втрати організації за будь-якого розвитку подій.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У вітчизняній науковій літературі проблеми управління банківськими ризиками досліджують давно й достатньо продуктивно. Серед науковців, які вивчають різні аспекти банківських ризиків, можна назвати В. В. Вітлінського, А. П. Вожжова, О. В. Дзюблюка, Г. Т. Карчеву, О. І. Кіреєва, В. І. Міщенко, А. М. Мороза, Л. О. Примостку, Т. С. Смовженко, А. І. Степаненка, А. П. Яценюка та інших.

Метою управління кредитним ризиком є зниження ймовірності невиконання позичальниками банку своїх зобов'язань по кредитній угоді та мінімізація втрат банку у випадку неповернення кредиту. Політика управління кредитним ризиком здійснюється на основі: стандартизованих процесів прийняття рішень щодо роздрібних сегментів та корпоративного