

М. О. Власенко

Дніпропетровський національний університет імені Олеся Гончара

ФІНАНСОВА ГНУЧКІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА ЯК ВИЗНАЧАЛЬНИЙ ФАКТОР ДИВЕРСИФІКАЦІЇ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ

Розглянуто поняття фінансової гнучкості підприємства в якості визначально-го фактора у процесі ухвалення рішень щодо формування структури капіталу підприємства, що є особливо актуальним у періоди економічної нестабільності та світової фінансової кризи. Обґрунтовано доцільність використання лізингу як джерела (інструмента) фінансування інвестиційної діяльності, що підвищує фінансову гнучкість підприємства.

Ключові слова: фінансова гнучкість, оптимізація структури капіталу, джерела фінансування, диверсифікація, лізинг.

Рассмотрено понятие финансовой гибкости предприятия в качестве определяющего фактора в процессе диверсификации источников финансирования инвестиционной деятельности, что особенно актуально в периоды экономической нестабильности и мирового финансового кризиса. Обоснована целесообразность использования лизинга в качестве источника финансирования инвестиционной деятельности, который повышает финансовую гибкость предприятия.

Ключевые слова: финансовая гибкость, оптимизация структуры капитала, источники финансирования, диверсификация, лизинг.

The term of a firm's financial flexibility as a determining factor in process of investment activity financing sources diversification, which is especially up-to-date during economic instability and the world financial crisis has been overviewed in the article. The expediency of leasing undertaking as an investment activity financing source has been grounded as a way to increase a firm's financial flexibility.

Key words: financial flexibility, capital structure optimization, financing sources, diversification, leasing.

Актуальність проблеми. Світова фінансова криза, що значною мірою вплинула на економічний стан України, загострила проблеми фінансової стабільності українських підприємств та фінансування їхньої інвестиційної діяльності. Але, не дивлячись на досить обмежений перелік джерел фінансування інвестицій для українських компаній, існують заходи та механізми покращення ефективності функціонування підприємств навіть у нестабільних умовах. Про реалізацію заходів, таких як збереження фінансової гнучкості, необхідно подбати заздалегідь, та включити їх до плану стратегічного розвитку компанії.

Аналіз останніх наукових публікацій. Питання фінансової гнучкості є достатньо новим як для вітчизняної, так і для зарубіжної економічної думки, тому недостатньо досліджені. Серед вітчизняних дослідників, які вивчали дане питання, є І. А. Бланк, Р. С. Папехін, А. А. Лактіонова та Г. Г. Захаров, С. О. Комаринець; серед іноземних вчених можна виділити тих, хто в своїх роботах емпірично обґрунтовує необхідність дослідження даного питання (М. Пайнгар та Л. Уїлбріхт, Дж. Грехема та К. Харві, Ф. Бансел та У. Міту, Д. Броунен, А. де Йонг та К. Кодік), та тих, хто проводить вивчення даного питання (Дж. Грехем та К. Харві, А. Гамба та А. Тріантіс, Л. Хіс, Ф. Бансел та У. Міту, С. Бьюн, А. Дамодаран та ін.). Дослідженням оптимізації структури капіталу займаються такі вітчизняні та російські вчені, як І. А. Бланк, Н. Б. Рудик, І. В. Івашковська, А. В. Михайлов, О. Й. Шевцова та ін., а також іноземні дослідники, такі як Ф. Модільяні, М. Міллер, С. Майерс, Н. Майлуф, Г. Доналдсон, М. Дженсен, В. Меклинг та ін.

Метою роботи є надання теоретичного обґрунтування фінансової гнучкості підприємства як визначального фактора диверсифікації джерел фінансування інвестицій.

Для досягнення вищезазначеної мети поставлено наступні завдання:

1. Визначити та узагальнити поняття «джерело фінансування інвестиційної діяльності», «диверсифікація джерел фінансування інвестиційної діяльності», «оптимізація структури капіталу», «фінансова гнучкість»;

2. Дослідити актуальність збереження фінансової гнучкості для українських компаній;

3. Обґрунтувати доцільність використання оперативного лізингу як фінансового інструменту, що підвищує фінансову гнучкість підприємства.

Основні результати дослідження. Українські дослідники, описуючи джерела фінансування інвестиційної діяльності, використовують такі терміни, як «інвестиційні ресурси» [1], «джерела формування інвестиційних ресурсів» [2], «фінансові інструменти інвестиційної діяльності» [3]. Але, зазвичай, «джерела фінансування» визначають, як наявні та очікувані джерела залучення фінансових ресурсів, а також економічні суб'єкти, спроможні надати ці ресурси [4].

О. Й. Шевцова у своїх роботах розглядає роль фінансових інститутів як основи формування та реалізації джерел інвестиційних ресурсів. Особливу увагу приділяє емісійній діяльності як підприємств так і фінансових інститутів в умовах розвитку фондового ринку України [5].

Узагальнюючи вищенаведене, визначимо джерела фінансування інвестиційної діяльності як всі наявні в економіці (як національній, так і світовій) фінансові ресурси, які можуть бути надані у користування певному економічному суб'єкту (або групі економічних суб'єктів) їхніми володарями на різних умовах з метою подальшого інвестування. А інструмент фінансування – це засіб залучення фінансових ресурсів з джерел фінансування.

Структуру капіталу визначають як сукупність джерел фінансування, які використовує дана компанія. Задача компанії полягає в знаходженні такої комбінації джерел фінансування, при якій ринкова вартість компанії була б максимальною [6].

На сьогоднішній день проводиться ряд наукових досліджень з метою розробки найбільш оптимальної моделі формування капіталу підприємства. Основними моделями є наступні :

1. Оптимізація структури капіталу шляхом управління величиною ефекту фінансового левериджу. Ця модель передбачає визначення рентабельності власного капіталу при різних значеннях фінансового важеля. Найбільш оптимальним буде таке співвідношення власного та позикового капіталу, за якого приріст чистої рентабельності власного капіталу та ефект фінансового левериджу буде мати найбільше значення.

2. Оптимізація структури капіталу з метою мінімізації рівня фінансового ризику пов'язана з вибором більш дешевих варіантів фінансування активів підприємства. Підприємства можуть застосовувати три різних підходи до фінансування різних груп активів за рахунок капіталу, а саме – консервативний, агресивний, компромісний підхід.

3. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімальної його вартості. Такий процес оптимізації полягає у попередній оцінці власного та позикового капіталу при різних варіантах його залучення та розрахунок середньозваженої вартості капіталу за обраними варіантами [7].

Нами пропонується до вивчення ще одна модель оптимізації структури капіталу підприємств, особливо актуальна для українських реалій: модель оптимізації структури капіталу з метою збереження необхідного рівня фінансової гнучкості підприємства. Така модель передбачає резервування боргової спроможності та

значної кількості касових залишків для реалізації майбутніх вигідних інвестиційних можливостей, або можливість мінімізації боргових зобов'язань без необхідності скорочувати бізнес в умовах економічної кризи.

З урахуванням цієї точки зору оптимізацію інвестиційної структури капіталу можна визначити як – процес диверсифікації джерел фінансування інвестиційної діяльності з метою максимізації вартості компанії за умов збереження достатнього рівня фінансової гнучкості.

За теорією корпоративних фінансів, процеси диверсифікації класифікують за двома напрямками: диверсифікація інвестиційного портфелю та диверсифікація виробництва. Диверсифікація виробництва поділяється на диверсифікацію видів діяльності та диверсифікацію продукції [8, 9]. Г. Г. Кірейцев [10] визначає диверсифікацію, як один із способів мінімізації фінансових ризиків, який полягає в розподілі ризиків шляхом розширення об'єктів капіталовкладень, асортименту товарів і послуг, фінансових інструментів тощо.

Але дослідженню проблеми диверсифікації джерел фінансування інвестиційної діяльності в літературі приділяється значно менше уваги, не дивлячись на розповсюджений вжиток цього поняття в економічній літературі. Тому постає необхідність уточнення даного поняття.

Диверсифікація джерел фінансування інвестиційної діяльності – проведення заходів щодо залучення внутрішніх та зовнішніх джерел довгострокового фінансування з метою максимізації вигоди від інвестиційної діяльності, результатом якої є збільшений прибуток (і, як наслідок, збільшена вартість компанії), та мінімізація ризиків, зокрема, за рахунок підтримки достатнього рівню фінансової гнучкості.

Для українських підприємств питання збереження фінансової гнучкості є особливо актуальним. На жаль, українські реалії є такими, що залучення певних фінансових ресурсів може викликати проблеми. Наприклад, акціонерний капітал може бути притягнутий, лише якщо компанія має довіру потенційних акціонерів, що є прерогативою солідних компаній. Одержати субсидії від держави або спонсорські кошти в умовах кризового стану економіки також проблематично. В розвинених країнах частка чистого прибутку підприємства у фінансуванні інвестицій складає 30 %, а в Україні рівень прибутку відносно ВВП лише за 10 років незалежності зменшився з 60 % до 4 % [11].

Щодо амортизаційних відрахувань, то зарубіжний досвід фінансування інвестицій свідчить, що у структурі власних джерел фінансування інвестицій їхня частка становить більше 60 %. На вітчизняних підприємствах амортизаційні відрахування у структурі власних джерел фінансування інвестицій майже відсутні [12]. Таке становище викликане специфікою зовнішніх умов діяльності українських підприємств, що призвело до практики використання амортизаційних відрахувань для підтримання виробничих потужностей підприємств. У результаті ступінь зносу основних фондів майже по всіх галузях економіки перевищує 50 % [11].

Українські дослідники [1; 11] приходять до висновку, що через проблему використання внутрішніх джерел в якості джерел фінансування інвестиційної діяльності українських підприємств, має підвищуватися роль зовнішніх джерел фінансування інвестицій. Але саме на ринках, де фірми не можуть випустити цінні папери та мають у відношенні фінансування повністю залежати від банків, доступ до капіталу дуже обмежений, та, відповідно, виникає потреба у підтримці фінансової гнучкості [14].

О. Арслан, К. Флоракіс та А. Озкан [19], досліджуючи компанії країн Південно-Східної Азії напередодні та протягом фінансової кризи 1998 року, приходять до висновку, що фінансово гнучкі фірми менше піддаються негативному

впливу фінансової кризи та мають значно кращі можливості для використання інвестиційних можливостей у період економічної нестабільності.

Л. А. Бернстайн [15] вважає, що фінансова гнучкість, окрім всього, є корисною для оцінки якісного боку ліквідності та довгострокової платоспроможності підприємства. Він вважає, що фінансова гнучкість – це здатність підприємства протидіяти неочікуваним затримкам потоків грошових коштів через непередбачені причини, тобто здатність залучати грошові кошти з різних джерел, збільшувати власний капітал, продавати і перемішувати активи, регулювати рівень та напрямок діяльності так, щоб вони відповідали обставинам, що змінилися. Здатність залучати кошти залежить від багатьох факторів та схильна до швидких змін. Вона залежить від рентабельності, стабільності, відносного розміру, положення компанії в галузі, складу активів та структури капіталу, а крім того від умов та тенденцій розвитку ринку кредитних ресурсів. Здатність залучати кошти важлива для пошуку джерел грошових коштів у моменти гострої потреби в них, а також тоді, коли підприємству необхідно пролонгувати свою короткострокову заборгованість. Заздалегідь підготовлене фінансування та відкриті кредитні лінії – більш надійні джерела грошових коштів у моменти гострої потреби, ніж потенційне фінансування.

Гнучку структуру капіталу можна визначити як структуру, що забезпечує можливість оперативного реагування фінансових рішень фірми на зміну ринкових умов без значної втрати її вартості. На практиці, навіть якщо компанія оперує на оптимальному для себе рівні боргового фінансування, є сенс недовикористати можливості залучення позикового капіталу та підтримувати резервний рівень позичань на випадок виникнення сприятливих можливостей ринку. Для підтримки фінансової гнучкості компанія має або володіти надлишком касової готівки, або мати резервний рівень запозичень. Перший варіант пов'язаний з відволіканням від обігу великих сум і тому не може розглядатися як ефективне керування ресурсами, так як приносить дохідність нижче ринкової. У той же час підтримка резервного рівня запозичень означає, що компанія оперує не на оптимальному рівні фінансового левериджу (тобто що структура її капіталу не оптимальна). Тому можна зробити висновок, що гнучка політика за відношенням до структури капіталу може знижувати вартість фірми. Однак це не завжди відповідає дійсності, тому що застосування резервного рівня надає можливість «створити додаткову вартість» у відповідь умови ринку, що швидко змінюється (тобто використати стратегічний фінансовий потенціал). Фінансова гнучкість дає компанії можливість інвестувати в майбутні можливості, і це право має цінність, яка у свою чергу, є частиною вартості компанії [16].

У сучасних реаліях українським компаніям є доцільним знайти таке поєднання джерел (інструментів) фінансування інвестиційної діяльності, яке б відповідало вимогам збереження фінансової гнучкості, максимізації вартості компаній, підвищенню їхньої фінансової стійкості та конкурентоспроможності.

Одним з таких інструментів є лізинг. Приблизно третина обладнання у світі придбана на умовах лізингу. До того ж приблизно 80 % компаній світу використовують лізингове фінансування в певній мірі. Існує дві основні форми лізингу. Операційний (або оперативний) лізинг зазвичай полягає в тому, що встановлюється певний термін користування активом та наприкінці терміну лізингового контракту актив повертається лізингодавцю. Фінансовим називається лізинг, коли вартість майна повністю повертається лізингодавцю за час дії договору лізингу (що передбачає збіг терміну повної амортизації майна і терміну договору). Закордонні та вітчизняні автори [17; 18; 20] в своїх дослідженнях намагаються визначити економічні переваги лізингу порівняно з іншими формами фінансування інвестицій. Переваги лізингу з точки зору підтримки фінансової гнучкості підприємства наступні:

- Пом'якшується проблема обмеженості ліквідних коштів, так як під час лізингу витрати розподіляються на весь строк дії угоди, та вивільняються кошти для вкладення в інші види;
- Податкові пільги та інші інвестиційні стимули, зокрема зниження ризику морального зносу активів за рахунок застосування вільної амортизації об'єктів лізингу;
- Лізингові платежі не розглядаються як борг, а вказуються в балансі як поточні видатки лізингоотримувача, таким чином покращуючи структуру балансу з точки зору ліквідності та підвищуючи кредитоспроможність лізингоотримувача;
- Не вимагається додаткове забезпечення, так як об'єкт лізингу є власністю лізингодавця та має достатню ліквідність;
- Лізингові платежі починаються лише після встановлення, наладки та запуску обладнання, відповідно, платежі можна сплачувати з коштів від реалізації проекту.

У сучасній редакції закону України «Про фінансовий лізинг» [21] визначення оперативного лізингу відсутнє, але воно збереглося у законі України «Про оподаткування прибутку підприємств» [22] та визначається, як «господарська операція фізичної або юридичної особи, що передбачає відповідно до договору оперативного лізингу (оренди) передання орендарю майна, що підпадає під визначення основного фонду згідно із статтею 8 цього Закону, придбаного або виготовленого орендодавцем на умовах інших, ніж передбачаються фінансовим лізингом (орендою)».

Перевага оперативного лізингу перед фінансовим полягає в тому, що у клієнта немає потреби викупати об'єкт лізингу та, відповідно, використовувати його, як мінімум, протягом строку договору лізингу. Використовуючи оперативний лізинг, орендар має можливість часто оновлювати свої основні фонди, оплачувати при цьому менше, ніж за умов викупу обладнання через фінансовий лізинг. Застосування оперативного лізингу найбільш перспективно у відношенні видів обладнання, що характеризується швидким моральним зістарюванням (наприклад, комп'ютерне, поліграфічне обладнання), у сезонних галузях (наприклад, сільське господарство), для виконання разових або нерегулярних робіт (наприклад, додаткова будівельна техніка для будівництва об'єктів, не типових для даної будівельної компанії). Дозволяючи більш розвиненим підприємствам постійно оновлювати обладнання, оперативний лізинг у той же час полегшує починаючим підприємствам доступ до використання уживаного обладнання (у тому числі завдяки фінансовому лізингові). Хоча макроекономічний ефект від використання цього інструменту не такий значний, як від фінансового лізингу, але він має своє місце в економіці, в ряді випадків підвищуючи фінансову гнучкість лізингоотримувача (орендатора). На балансі не враховується додаткових ані активів, ані пасивів. Таким чином компанія може досягти більшої гнучкості у можливості отримання підвищеного боргового фінансування обігового капіталу або інших довгострокових активів.

Хоча оперативний лізинг не користується податковими пільгами, багато підприємств його використовують. Цим інструментом фінансування в основному користуються компанії, які пропонують автомобілі напрокат, а також іноземні компанії, в корпоративній політиці яких не передбачено використання непрофільних активів – тобто взяття на баланс автотранспорту або будь-якого іншого лізингового майна, створення автомобільного парку, створення служби, яка обслуговує автопарк [23].

Висновки і перспективи подальших досліджень. Таким чином, згідно з необхідністю збереження фінансової гнучкості підприємства є доцільним використовувати лізинг (як оперативний, так і фінансовий), як одне з джерел (та інструментів) фінансування інвестиційної діяльності з придбання основних фондів. У

багатьох випадках фінансування за допомогою лізингу: 1) надає бізнесу підвищену гнучкість в узгодженні умов кращого управління грошовими відтоками із очікуваними грошовими надходженнями; 2) покращує структуру капіталу компанії (так як лізингове фінансування не збільшує боргове навантаження фірми та не зменшує, таким чином, її кредитний рейтинг та кредитоспроможність); 3) підвищує загальну рентабельність та показник прибутку на інвестований капітал. Усе це надає змогу компанії підтримувати відповідний рівень фінансової гнучкості, а, відповідно, кредитоспроможності та конкурентоспроможності, що є особливо важливим для функціонування підприємств України в умовах світової фінансової кризи.

Бібліографічні посилання

1. **Пересада А. А.** Проектне фінансування: підручник / А. А. Пересада, Т. В. Майорова. – К., 2007. – 767 с.
2. **Бланк И. А.** Инвестиционный менеджмент: учебный курс / И. А. Бланк. – [2-е изд., перераб. и доп.] – К., 2006. – 552 с.
3. **Волков А. С.** Оценка эффективности инвестиционных проектов / А. С. Волков, А. А. Марченко. – М., 2006. – 111 с.
4. **Загородній А. Г.** Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. – К., 2007. – 1072 с.
5. **Шевцова О. Й.** Емісійна діяльність підприємства, як основа формування зовнішнього інвестиційного потенціалу / О. Й. Шевцова, Н. М. Чуприна // Фінанси України. – 2006. – № 7. – С. 116–122.
6. **Рудык Н. Б.** Структура капитала корпораций: теория и практика / Н. Б. Рудык. – М., 2004. – 272 с. – С. 11.
7. **Боронос В. Г.** Порівняльний аналіз моделей оптимізації фінансування підприємств. [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.confcontact.com/2009specpr/boronos.htm>
8. Оптимизационные модели распределения инвестиций на предприятия по видам деятельности / [С. А. Баркалов, О. Н. Бакунец, И. В. Гуреева, В. Н. Колпачев, И. Б. Руссман]. – М., 2002. – 68 с.
9. **Грант Р. М.** Современный стратегический анализ. 5-е издание / Р. М. Грант; пер. с англ. под ред. В. Н. Фунтова. – СПб, 2008. – 560 с.
10. **Кірейцев Г. Г.** Фінансовий менеджмент / Г. Г. Кірейцев. – Житомир, 2001. – 440 с.
11. **Пересада А. А.** Управління інвестиційним процесом / А. А. Пересада. – К., 2002. – 472 с.
12. **Губанова Л. І.** Фінансування інвестиційних проектів в умовах економічних трансформацій: Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.04.01 / Л. І. Губанова. – Тернопіль, 2006. – 20 с.
13. **Жилінський А. І.** Створення сприятливого середовища для розвитку фінансового лізингу в Україні / А. І. Жилінський // Welcome, 2004, № 1. – С. 3–7.
14. **Дамодаран А.** Инвестиционная оценка: Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – М., 2004. – 1342 с.
15. **Бернстайн Л. А.** Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация / Л. А. Бернстайн. – пер. с англ. [научн. ред. перевода чл.-корр. РАН И. И. Елисева; гл. редактор серии проф. Я. В. Соколов]. – М., 1996. – 624 с.
16. **Морозова Н. В.** Основания для пересмотра целевого значения финансового левериджа. [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://m-economy.ru/art.php3?artid=24147>
17. **Левкович А. О.** Формирование рынка лизинговых услуг / А. О. Левкович. – М., 2004. – 336 с.
18. **Ван Хорн К. Джеймс.** Основы финансового менеджмента / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. – [11-е издание] – Пер. с англ. – М., 2001. – 992 с.
19. **Ozgun Arslan, Chrisostomos Florackis and Aydin Ozkan.** How and Why Do Firms Establish Financial Flexibility? [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=1234682>.
20. **Рафиков С.** Методика оценки эффективности применения лизингового финансирования для приобретения основных средств по сравнению с кредитным финансированием / С. Рафиков // Технологии лизинга и инвестиций. – 2001, № 1–2. – С. 59–65.

21. Закон України «Про фінансовий лізинг».
22. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств».
23. Газман В. Д. Лізинг: теорія, практика, коментарії / В. Д. Газман – М., 1997.

Надійшла до редколегії 18.05.10

УДК 657.222:336.717.16

Л. М. Єріс

Українська академія банківської справи Національного банку України

КОМПЛЕКСНИЙ АНАЛІЗ ЯКОСТІ АКТИВІВ БАНКУ

Фінансовий стан банківської установи значною мірою залежить від якості її активів. Як показала криза 2008–2009 років, банки, що мали якісні активи, і перед усім якісний кредитний портфель, як основної складової активів банку, змогли подолати вплив зовнішніх негативних чинників, пов'язаних із світовою фінансовою кризою, і успішно розвиваються. Розглянуто основні методичні підходи щодо оцінки якості його активів і визначені основні чинники, що впливають на якість активів банку.

Ключові слова: банківська установа, якість активів банку, прибутковість активів; ризиковість активів, система показників.

Финансовое состояние банковского учреждения в значительной степени зависит от качества его активов. Как показал кризис 2008–2009 годов, банки имеющие качественные активы, и, прежде всего, качественный кредитный портфель, который является основной составляющей банковских активов, смогли преодолеть негативное влияние внешних факторов и успешно развиваются. Рассмотрены основные методические подходы определения качества активов банка и определены основные факторы, влияющие на качество активов банка.

Ключевые слова: банковское учреждение; качество активов банка; прибыльность активов; рискованность активов; система показателей.

The financial state of bank учреждения in a значительной degree depends on quality of his assets. As yak showed a crisis 2008–2009 years, jars having high-quality assets, and foremost high-quality credit brief-case which is the basic constituent of bank assets, were able to overcome negative influence of external factors and develop successfully. In the article basic methodical approaches of determination of quality of assets of bank of are considered basic factors.

Key words: bank establishment, quality of assets of bank; profitability of assets; system of indexes; problem bank.

Актуальність проблеми. Оцінка якості активів банку є однією з найскладніших проблем фінансового менеджменту, яка ще ґрунтовно не досліджена сучасною економічною теорією.

Перевірка та аналіз активів банку відноситься до найбільш тривалої і важливої стадії аналізу діяльності. Це пояснюється тим, що якість активів значною мірою обумовлює ліквідність та платоспроможність банку і, в кінцевому рахунку, його надійність. Якщо банк має якісні активи, то навіть при мінімальному розмірі власного капіталу він може стабільно і ефективно функціонувати.

Ситуація в банківській системі України залишається досить складною: спостерігається низька кредитна активність банків, значна частина збиткових банків, і, що головне, низька якість банківських активів. За оцінкою аналітиків, Україна знаходиться в групі банківських систем з поганими активами, з їх відсотковою кількістю 35–50 %.