

REFERENCES

- Balabanov, I. T. *Osnovy finansovogo menedzhmenta* [Fundamentals of Financial Management]. Moscow: Finansy i statistika, 2009.
- Bal, A. O. "Finansovi resursy pidpriemstva: ekonomichna sutnist, mekhanizm formuvannya ta efektyvnist vykorystannia" [The financial resources of the company: economic nature, formation mechanism and efficiency]. http://www.rusnauka.com/13_EISN_2013/Economics/10_137043.doc.htm
- Blank, I. A. *Osnovy finansovogo menedzhmenta* [Fundamentals of Financial Management]. Kyiv: Nika-Tsentr; Elga, 2010.
- Lazorenko, Ya. S. "Polityka formuvannya vlasnykh finansovykh resursiv pidpriemstva" [Policy formation of their own

- financial resources]. http://www.rusnauka.com/10_DN_2012/Economics/3_106229.doc.htm
- Saati, T. *Priniatie resheniy. Metod analiza ierarkhiy* [Decision-making. Analytic hierarchy process]. Moscow: Radio i sviaz, 1993.
- Sylka, O. S. "Upravlinnia finansovymy resursamy" [Financial management]. <http://nauka.zinet.info/8/sylka.php>
- Shevchuk, N. "Kapital pidpriemstva: formuvannya ta efektyvnist funktsionuvannya" [Capital of the enterprise: the formation and operational efficiency]. *Rynok tsinnykh paperiv v Ukraini*, no. 5 (2010): 39-43.
- Vints, Yu. O. "Udoskonalennia upravlinnia finansovymy resursamy pidpriemstva" [Improving the financial management of the company]. *Derzhava ta rehiony* (2007).

УДК 658.153

АНАЛІЗ ВПЛИВУ ЗМІНИ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ НА ЧУТЛИВІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

© 2014 МАГДИЧ І. П.

УДК 658.153

Магдич І. П. Аналіз впливу зміни грошових потоків на чутливість інвестиційної діяльності підприємства

У статті досліджено та проаналізовано вплив зміни грошових потоків на чутливість інвестиційної діяльності підприємства. Доведено, що чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні грошових потоків відображає фундаментальні економічні зв'язки між капіталовкладеннями і чистим оборотним капіталом як взаємопов'язані прояви зростання фірми, а не відображають наслідки фінансового обмеження. У результаті аналізу виявлено незначний вплив зміни оборотного капіталу на чутливість інвестиційної діяльності підприємства, на відміну від прибутку до відрухування зносу і амортизації, у той час як грошовий потік від операційної діяльності не служить джерелом фінансування інвестицій. Обґрунтовано, що чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні грошового потоку вища у фінансово обмежених підприємств, тоді як фінансово необмежені підприємства мають невисоку чутливість інвестиційної діяльності при зміні грошових потоків. Зазначено необхідність продовження дослідження в напрямку впливу зміни корпоративних заходів, які зменшують асиметрію інформації або полегшують доступ до зовнішніх ринків капіталу, на чутливість інвестиційної діяльності підприємства.

Ключові слова: грошовий потік, чутливість інвестицій, оборотний капітал, інвестиційна діяльність, фінансові обмеження.

Рис.: 1. **Формул:** 8. **Бібл.:** 14.

Магдич Ігор Петрович – аспірант, Київський національний університет ім. Т. Шевченка (вул. Володимирська, 60, Київ, 01601, Україна)
E-mail: sharon1@bigmir.net

УДК 658.153

UDC 658.153

Магдич И. П. Анализ влияния изменения денежных потоков на чувствительность инвестиционной деятельности предприятия
В статье исследовано и проанализировано влияние изменения денежных потоков на чувствительность инвестиционной деятельности предприятия. Доказано, что чувствительность инвестиционной деятельности предприятия при изменении денежных потоков отражает фундаментальные экономические связи между капиталовложениями и чистым оборотным капиталом как взаимосвязанные проявления роста фирмы, а не отражают последствия финансового ограничения. В результате анализа выявлено незначительное влияние изменения оборотного капитала на чувствительность инвестиционной деятельности предприятия, в отличие от прибыли до вычета износа и амортизации, в то время как денежный поток от операционной деятельности служит источником финансирования инвестиций. Доказано, что чувствительность инвестиционной деятельности предприятия при изменении денежного потока выше в финансово ограниченных предприятиях, тогда как финансово неограниченные предприятия имеют невысокую чувствительность инвестиционной деятельности при изменении денежных потоков. Отмечена необходимость продолжения исследования в направлении влияния изменения корпоративных мероприятий, которые уменьшают асимметрию информации или облегчают доступ к внешним рынкам капитала, на чувствительность инвестиционной деятельности предприятия.

Ключевые слова: денежный поток, чувствительность инвестиций, оборотный капитал, инвестиционная деятельность, финансовые ограничения.
Рис.: 1. **Формул:** 8. **Библ.:** 14.

Магдич Игорь Петрович – аспірант, Київський національний університет ім. Т. Шевченка (вул. Владимирская, 60, Киев, 01601, Украина)
E-mail: sharon1@bigmir.net

Magdych I. P. Analysis of the Impact of Changes in the Cash Flow to the Sensitivity of Investment Activity of the Company

The paper studied and analyzed the impact of changes in the cash flows of the sensitivity of the investment activities of the enterprise. It is proved that the sensitivity of the investment activities of the enterprise when changing cash flows reflect fundamental economic relations between capital and net working capital as related manifestations of a firm's growth, and do not reflect the impact of financial constraints. The analysis revealed a slight effect of the change in working capital of the sensitivity of the investment activities of the enterprise, as opposed to income before depreciation and amortization, while cash flow from operating activities is a source of investment financing. It is proved that the sensitivity of the investment activities of the enterprise when changing cash flow is higher in financially limited companies, while financial companies have unlimited low sensitivity of investment activity when changing cash flows. The need for continued research into the impact of changes in corporate activities that reduce the asymmetry of information or facilitate access to external capital markets, the sensitivity of the investment activities of the enterprise was noted.

Key words: cash flow, sensitivity of investment, working capital, investment, financial constraints.

Рис.: 1. **Formulae:** 8. **Bibl.:** 14.

Magdych Igor P. – Postgraduate Student, Kyiv National University named after T. Shevchenko (vul. Volodymyrska, 60, Kyiv, 01601, Ukraine)
E-mail: sharon1@bigmir.net

Важливість вивчення залежності інвестиційної діяльності підприємства від варіації значень грошових потоків обумовлюється тим, що в сучасних умовах розвитку економіки інвестиції в розвиток підприємства є важливою умовою його існування на ринку, а грошові кошти є одним із головних дефіцитних ресурсів і найбільш ліквідними активами, які забезпечують інвестиційну діяльність підприємства.

У світі, де ринки капіталу досконалі та всі фірми мають вільний доступ до зовнішніх джерел фінансування, інвестиційні рішення будуть засновані виключно на очікуваній майбутній прибутковості і, таким чином, не будуть залежати від наявності власних коштів. Однак на сьогоднішній день, під впливом фінансових обмежень і недосконалості ринку, інвестиційна діяльність підприємства стає чутливою до зміни внутрішніх грошових потоків, що, у свою чергу, є фактором для прийняття інвестиційних рішень. Тому питання правильної інтерпретації, тлумачення та аналізу чутливості інвестиційної діяльності підприємства при зміні грошових потоків є відкритим і важливим, потребує врегулювання.

Метою статті є: пояснити вплив зміни грошових потоків на чутливість інвестиційної діяльності підприємства; дослідити взаємозв'язок між капіталовкладенням та оборотним капіталом, що відображає чутливість інвестиційної діяльності підприємства до зміни грошових потоків як взаємопов'язані прояви зростання підприємства, а не наслідок фінансових обмежень; розглянути можливість того, що чистий оборотний капітал і грошовий потік від операційної діяльності спільно впливають на чутливість інвестиційної діяльності підприємства; проілюструвати зв'язок між фінансовими обмеженнями та чутливістю інвестиційної діяльності підприємства при зміні грошових потоків.

Чутливість інвестиційної діяльності при зміні грошових потоків підприємства вперше розглядалась в роботі С. Фаззарі, Р. Хаббарда і Б. Петерсена. Автори розглядали чутливість інвестиційної діяльності при зміні грошового потоку як основний фактор при виборі джерел фінансування інвестиційного проекту в умовах фінансового обмеження [10, с. 154]. Однак С. Каплан і Л. Зінгалес представили докази, що суперечать загальним поняттям чутливості інвестиційної діяльності при зміні грошових потоків в умовах фінансового обмеження. Результати емпіричних досліджень показали, що інвестиційна діяльність найбільш чутлива при зміні грошового потоку навіть в умовах найменшого фінансового обмеження [13, с. 212].

Модель, яка показує, що інвестиції є чутливими при зміні грошового потоку для всіх фірм з поправкою на Q-теорію Тобіна, описана у роботі Алті Айдоган [5, с. 716]. У своїй роботі Алті доводить, що інвестиційна діяльність є більш чутливою при зміні грошового потоку для новостворених і малих підприємств з високими темпами зростання.

Закордонні науковці розглядають різні напрямки підходу до визначення поняття чутливості інвестиційної діяльності підприємства при зміні грошового потоку. Так, Сенай Атса та Абон Мозундар [3, с. 207] досліджували доходи та капіталовкладення підприємства, а Аслі Асціоглу, Шантарам Хегде і Джон МакДермот [4, с. 1036] розглядали інформаційну асиметрію та інвестиційні грошові потоки як фактори впливу на інвестиційну діяльність. Фабіо Бертоні, Массімо Коломбо та Анналіса Крос [8, с. 528] досліджували чутливість інвестицій при зміні грошових потоків у часі, а фінансові обмеження, як фактори впливу на інвестиційну діяльність, розглядали Алмеїда Хейтор і Мурілло Кампелло [11, с. 1429].

Капіталовкладення являють собою збільшення потужності підприємства і, у свою чергу, потребують інвестицій у чистий оборотний капітал. Відповідно виникає ймовірність того, що чутливість інвестиційної діяльності підприємства відображає прямий зв'язок між основним і оборотним капіталом у вигляді двох відповідних показників, що лежать в основі зростання фірми. З іншого боку, якщо підприємство обмежене в можливості отримати доступ до зовнішнього капіталу, то грошовий потік від операційної діяльності представляє собою внутрішньо вільні грошові кошти, що впливають на чутливість інвестиційної діяльності підприємства.

Для вивчення залежності інвестиційної діяльності підприємства від варіації значень грошових потоків необхідно отримати емпіричну модель з двома компонентами: для фінансових обмежень і контролю за інвестиційним попитом. Фінансовим обмеженням вважаємо обмеження підприємства у своїй можливості мати доступ до зовнішнього капіталу, а як важливе джерело фінансування капітальних вкладень – використовувати внутрішньо створений грошовий потік. Тобто, у випадку зменшення фінансового обмеження підприємства чутливість інвестиційної діяльності при зміні грошового потоку операційної діяльності буде збільшуватись.

Проведення факторного аналізу надасть змогу вивчити чутливість інвестиційної діяльності при зміні оборотного капіталу і грошового потоку від операційної діяльності, що змінюються залежно від фінансових обмежень. Якщо визначати внутрішньо створений грошовий потік як бухгалтерський облік прибутку до відрахування зносу і амортизації (*EBD – earnings before depreciation*), то його можна розкласти на компоненти, а саме: грошовий потік від операційної діяльності (*CFO – Cash flow from operations*) і зміну оборотного капіталу (*WCACC – Working Capital Accruals*), що відображає чисті інвестиції, запаси і дебіторську заборгованість.

У випадку, якщо чутливість інвестиційної діяльності відображає зв'язок між капіталовкладенням і змінами оборотного капіталу як прояв зростання підприємства, то прогнозуємо, що основну роль у чутливості інвестиційної діяльності підприємства будуть відігравати грошові потоки від операційної діяльності (які здійснюються через негативну кореляцію змін оборотного капіталу).

Для цього розглянемо основне рівняння регресії, що широко використовуються в літературі для оцінки чутливості інвестиційної діяльності від прибутку до відрахування зносу і амортизації [6, с. 123; 7, с. 402; 14, с. 20]:

$$I_t / K_{t-1} = \beta_1 q_{t-1} + \beta_2 EBD_t / K_{t-1} + FIRMDUMMIES + YEARDUMMIES + e_t \quad (1)$$

де I_t – капітальні вкладення за період t ;
 K_{t-1} – акціонерний капітал на початок періоду;
 q_{t-1} – середнє значення q ;
 EBD_t – прибуток до відрахування зносу та амортизації за період t .

Значення *FIRMDUMMIES* і *YEARDUMMIES* є змінними підставними значеннями відповідних підприємств і років.

Формула (1) побудована на Q-теорії інвестицій Тобіна [12, с. 217] і модифікована з метою відобразити фінансове обмеження фірм С. Фаззарі [10, с. 167], оскільки Q-теорія Тобіна стверджує, що в досконалих ринках без фінансових обмежень інвестиції підприємства повністю визначаються інвестиційними можливостями (гранична q) і витратами (β_1).

У своїй роботі С. Фаззарі [9, с. 698] чітко визнає, що інвестиційні витрати повинні фінансуватися за рахунок внутрішнього грошового потоку, який є важливим джерелом фінансування інвестицій. Однак якщо підприємство має фінансові труднощі та доступ до зовнішнього капіталу, то чутливість інвестиційної діяльності підприємства буде вищою до внутрішньо створених грошових потоків, оскільки внутрішній та зовнішній капітал має різницю у вартості. Коефіцієнт β_2 у формулі (1) відображає чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні внутрішньо створеного грошового потоку (EBD).

Чутливість інвестиційної діяльності при зміні грошових потоків відображає економічні зв'язки між капіталовкладенням і оборотним капіталом як взаємопов'язані прояви зростання фірми, але не відображає наслідки фінансового обмеження, оскільки внутрішньо створений грошовий потік можна розподілити як:

$$\begin{aligned} EBD &= E + DEPEXP = (CFO + ACCRUALS) + \\ &+ DEPEXP = (CFO + WCACC - DEPEXP) + \quad (2) \\ &+ DEPEXP = CFO + WCACC, \end{aligned}$$

де E – являє собою прибуток або збиток до надзвичайних статей доходів та витрат;

$ACCRUALS$ – є загальна сума нарахувань;

$WCACC$ – зміни в оборотному капіталі (визначається як різниця зміни дебіторської заборгованості, запасів і кредиторської заборгованості);

CFO – грошовий потік від операційної діяльності;

$DEPEXP$ – знос та амортизація.

Одним із компонентів внутрішньо створеного грошового потоку є зміни в оборотному капіталі, оскільки вони відображають чисті інвестиції. Система нарахування в бухгалтерському обліку відображає економічні події на підприємстві у фінансовій звітності незалежно від термінів руху грошових коштів, пов'язаних з певними подіями. У формулі (2) математичний вираз $EBD = CFO + WCACC$ відображає той факт, що бухгалтерський метод нарахування перетворює грошовий потік від операційної діяльності на прибуток до відрахування зносу та амортизації (EBD), через ряд змін в оборотному капіталі ($WCACC$). У свою чергу, зміни в оборотному капіталі ($WCACC$), що є компонентами EBD , складаються з двох аспектів: 1) випадкових флуктуацій (незалежно розподілені коливання) змін оборотного капіталу, через проблеми з часом, які не залежать від зростання підприємства; 2) інвестицій в оборотний капітал, які є прямим проявом зростання підприємства.

Перший аспект зміни оборотного капіталу ($WCACC$) походить через бухгалтерський облік у короткостроковій перспективі випадкових флуктуацій часу в грошових потоках. Наприклад, підприємство в сталому режимі з постійним масштабом операцій має неочікуване збільшення дебіторської заборгованості клієнтів у зв'язку із затримкою платежів, одночасно зменшується грошовий потік і збільшується оборотний капітал на однакову суму. Аналогічним чином, якщо підприємство постійно поповнює запаси з метою постійно мати граничну межу S і у випадках, коли рівень запасів досягає нижньої межі s через неочікувані продажі клієнтам, то підприємство буде генерувати випадкові флуктуації зміни оборотного капіталу ($WCACC$), що не пов'язані зі зростанням фірми, оскільки зростає лише рівень запасів з нижньої межі s до верхньої межі S . Випад-

ковий тимчасовий компонент зміни оборотного капіталу ($WCACC$) не має відношення до інвестицій в основний капітал незалежно від характеристик зростання підприємства або зростання фінансових обмежень.

Другий аспект зміни оборотного капіталу ($WCACC$) походить від ролі обліку за методом нарахувань в довгостроковому життєвому циклі підприємства. Облік за методом нарахування вирівнює розмір доходів підприємства у відповідні періоди життєвого циклу підприємства. Під час розширення підприємства збільшують рівень основних фондів, чисельність працівників, обсяги виробництва, плани продажу клієнтам тощо. Відповідно, інвестиції в основний капітал для зростаючих підприємств супроводжується інвестиціями в оборотний капітал для підтримки збільшення масштабу операцій. Наприклад, підприємство під час розвитку діяльності витрачає кошти на збільшення граничного рівня запасів, відповідно грошовий потік від операційної діяльності зменшиться, але одночасно збільшиться оборотний капітал, відображаючи той факт, що це зростання є інвестиційними активами, а не витратами за певний період.

Відповідно, враховуючи прямий зв'язок між основним і чистим оборотним капіталом, чутливість інвестиційної діяльності до зміни грошових потоків буде змінюватись систематично залежно від рівня зростання підприємства.

Для того щоб з'ясувати, чому між основним і чистим оборотним капіталом кореляція вище для підприємств, що мають високий рівень зростання, розглянемо такий приклад.

Припустимо:

1. Капіталовкладення I є частиною, що представляє збільшення інвестиційного потенціалу підприємства G . У свою чергу G одночасно зростає зі зростанням підприємства (G можна представити як очікуване відношення зростання інвестицій до суми зростання інвестицій та заміщення інвестицій). Таким чином, зростання компоненту капітальних вкладень дорівнює добутку I та G ;

2. Вектор регресії (VAR) від (I) дорівнює σ_I^2 ;

3. Чистий оборотний капітал (WCI) = $a \cdot (G \cdot I)$. Тобто, чистий оборотний капітал (WCI) пропорційно зростає зі зростанням капітальних вкладень ($G \cdot I$);

4. Зміни оборотного капіталу ($WCACC$) = $WCI + \epsilon$ = $a \cdot (G \cdot I) + \epsilon$, де ϵ – незалежно розподілені випадкові коливання ($WCACC$), через проблеми з часом і вектором регресії $VAR(\epsilon) = \sigma_\epsilon^2$.

Таким чином, кореляцію між (I) та ($WCACC$) математично можна зобразити так:

$$\rho(I, WCACC) = a / (a + \sigma_\epsilon^2 / G \sigma_I^2)^{1/2}. \quad (3)$$

Для отримання достатніх умов використовуємо формулу (3), при яких $\partial \rho(I, WCACC) / \partial growth > 0$.

З формули (3) видно, що $\rho(I, WCACC)$ зростає разом з $G \sigma_I^2 / \sigma_\epsilon^2$. При постійних значеннях σ_I^2 і σ_ϵ^2 , $\rho(I, WCACC)$ строго збільшується при зростанні значення G (що, у свою чергу, збільшується зі зростанням підприємства). При постійних значеннях G і σ_ϵ , $\rho(I, WCACC)$ збільшується при зростанні $\partial \sigma_I / \partial growth > 0$. Це також випадок, коли $\partial G / \partial growth > 0$ і $\partial \sigma_I / \partial growth > 0$, відповідно звідси випливає, що $\partial G \sigma_I / \partial growth > 0$.

Таким чином, незалежні розподілені випадкові коливання σ_ϵ зростають в міру збільшення зростання фірми ($G \sigma_I$), що, у свою чергу, повинна зростати швидше, ніж σ_ϵ .

Зовнішнє фінансування підприємства може здійснюватися у формі кредиту або випуску нових акцій тощо,

однак внутрішнє фінансування є дешевшим порівняно з зовнішнім фінансуванням, оскільки доступ до фондового ринку є обмеженим через здійснення більшості операцій в приватному режимі [1, с. 2], і процентні ставки по кредитах залишаються на високому рівні [2, с. 3].

Взаємозв'язок між інвестиційною діяльністю підприємства та різними джерелами фінансування може бути проілюстрований за умови використання визначених С. Капланом і Л. Зінгалесом обмежень [13, с. 173] та інтерпретацій С. Фаззарі, Р. Хаббарда і Б. Петерсена [10, с. 164].

Так само і в моделі С. Каплана і Л. Зінгалеса взаємозв'язок між інвестиційною діяльністю підприємства та різними джерелами фінансування може бути побудований на простому прикладі за певний період часу [13, с. 196]. Припустимо, що існує два джерела фінансування інвестицій: внутрішнє (W) і зовнішнє (E). Таким чином, виробничу функцію підприємства можна представити як $F(I)$, де інвестиції є $F' > 0$ і $F'' < 0$. Оскільки зовнішнє фінансування є дорожчим, необхідно нормалізувати до одиниці внутрішні фонди, що дорівнюють вартості капіталу. Додаткову вартість зовнішнього фінансування позначимо, як $C(E, k)$, де E являє собою суму зовнішніх фондів, а (k) визначається як різниця вартості між внутрішнім і зовнішнім фінансуванням. Вважається, що підприємство максимізує свій прибуток шляхом вибору джерел фінансування інвестиційного проекту:

$$F(I) - C(E, k) - I, \text{ за умови якщо } I = W + E.$$

Умова першого порядку дає нам рівноважне співвідношення між попитом і пропозицією зовнішнього фінансування для інвестиційного проекту:

$$F_1(I) = 1 + C_1(I - W, k), \quad (4)$$

де F_1 – інвестиційний попит, він є першою похідною від F по відношенню до інвестицій;

C_1 – пропозиція зовнішніх джерел фінансування (рис. 1), що є частковою похідною від C по відношенню до E від одного аргументу;

C – функція від k ;

k – додаткова плата за зовнішнє фінансування.

Відповідно, чим вищий показник k , тим більша крива пропозиції від зовнішніх джерел фінансування.

Рівняння (4) визначає стан рівноваги інвестиційного попиту і пропозиції зовнішнього фінансування. Крім того,

чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні власних грошових коштів може бути визначена шляхом диференціювання рівняння (4):

$$d_1 / dW = C_{11}(k) / C_{11}(k) - F_{11}. \quad (5)$$

Як зазначали С. Каплан і Л. Зінгалес у своїй роботі, чутливість інвестиційної діяльності має позитивний зв'язок до власних грошових коштів [13, с. 197], оскільки $C_{11}(k) > 0$ і $F_{11} < 0$. Слід зазначити, що на рис. 1 зображено рівняння (4) першого порядку, а рівняння (5) є першою похідною від рівняння (4). Це означає, що у випадку якщо $C_{11} = 0$, чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні внутрішнього грошового потоку не завжди буде позитивною.

Графічно чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні грошових потоків зображена на рис. 1. У випадку, коли власні кошти збільшаться з w_0 до w_1 , зміститься рівновага інвестицій з точки A в точку B .

Припустимо, що інвестиційна чутливість при зміні грошових потоків збільшиться при зміні фінансових обмежень з моменту часу t_1 у час t_2 :

$$\frac{C_{11}^t}{C_{11}^t - F_{11}^t} > \frac{C_{11}^{t_2}}{C_{11}^{t_2} - F_{11}^{t_2}}. \quad (6)$$

Таким чином, необхідною умовою для періоду t_1 є більш високі фінансові обмеження, ніж для періоду t_2 :

$$\frac{C_{11}^t}{C_{11}^t} > \frac{F_{11}^t}{F_{11}^t}. \quad (7)$$

Якщо нахил інвестиційного попиту не змінюється з плином часу, права частина рівняння (4) буде дорівнювати одиниці. З цього випливає, що інвестиційна чутливість при зміні грошового потоку буде знижуватися:

$$C_{11}^t > C_{11}^{t_2}. \quad (8)$$

С. Фаззарі, Р. Хаббард і Б. Петерсен інтерпретують цю нерівність як більш дорожчу вартість зовнішнього фінансування у момент часу t_1 у порівнянні з часом t_2 [9, с. 698].

Таким чином, більш висока вартість зовнішнього фінансування являє собою збільшення фінансового обмеження і, відповідно, більш високу чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні грошового потоку підприємства. Тобто, підприємство більше здійснює інвестиції при збільшенні

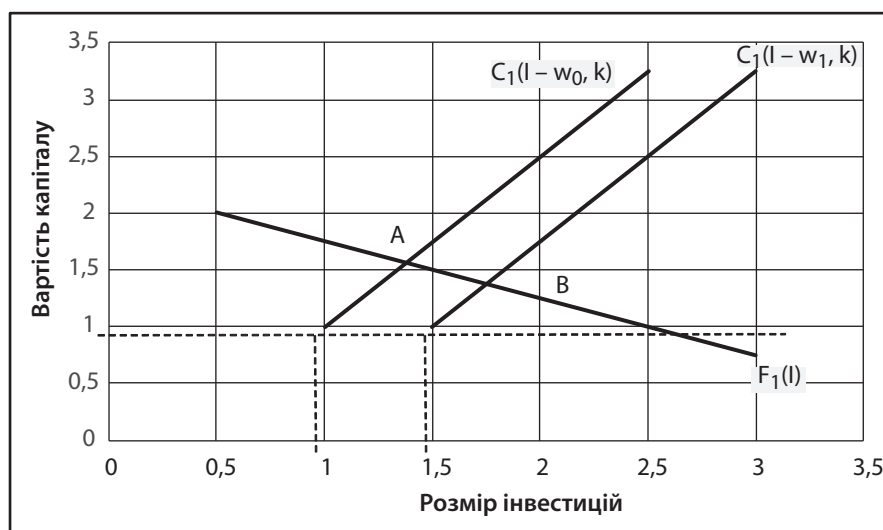


Рис. 1. Чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні внутрішньо створеного грошового потоку

власних коштів, і навпаки. Крім того, в умовах жорстких фінансових обмежень підприємство має високу чутливість інвестицій при зміні внутрішнього грошового потоку.

ВИСНОВКИ

Отже, наше дослідження доводить вірність того, що вплив зміни оборотного капіталу на чутливість інвестиційної діяльності підприємства є незначним, на відміну від прибутку до відрахування зносу і амортизації, у той час, коли грошовий потік від операційної діяльності не служить джерелом фінансування інвестицій. Ураховуючи прямий зв'язок між основним і чистим оборотним капіталом, чутливість інвестиційної діяльності при зміні грошових потоків буде змінюватись систематично залежно від відповідного періоду життєвого циклу підприємства.

Основний висновок дослідження полягає в тому, що чутливість інвестиційної діяльності підприємства при зміні грошового потоку вища у фінансово обмежених підприємств, тоді як фінансово необмежені підприємства мають невисоку чутливість інвестиційної діяльності при зміні грошових потоків.

Таким чином, можна стверджувати, що наша інтерпретація доказів створює нові потенційні можливості для розуміння детермінант корпоративних інвестиційних рішень.

Дане дослідження може бути продовжене в ряді інших напрямів. Одним з таких напрямків може бути емпіричне дослідження еволюції чутливості інвестиційної діяльності при зміні грошового потоку. Також важливим питанням, яке варто дослідити, є вплив зміни корпоративних заходів, які зменшують асиметрію інформації або полегшують доступ до зовнішніх ринків капіталу, на чутливість інвестиційної діяльності підприємства. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Загальний огляд фондового ринку України за січень – лютий 2013 року / Генеральний департамент грошово-кредитної політики НБУ. – К. : Національний банк України, 2013. – 7 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document;jsessionid=8917145E1CAEE2AB46609BC7A4D7CEA9?id=895095>
2. **Рекрут С.** Аналітичний огляд банківської системи України за 2012 рік / С. Рекрут // Рейтингове агентство «Кредит Рейтинг». – 2013. – с. 5 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.credit-rating.ua/img/st_img/AS/BSU_02_2013.pdf
3. **Agca S.** The impact of capital market imperfections on investment-cash flow sensitivity / Şenay Agca, Abon Mozumdar // *Journal of Banking and Finance*. – February 2008. – Vol. 32. – Iss. 2. – P. 207 – 216.
4. **Ascioglu A.** Information asymmetry and investment-cash flow sensitivity / Asli Ascioglu, Shantaram P. Hegde, John B. McDermott // *Journal of Banking and Finance*. – Amsterdam [u.a.]. – 2008. – Vol. 32. – P. 1036 – 1048.
5. **Aydogan A.** How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless? / Altı Aydogan // *Journal of Finance of American Finance Association* – 2003. – Vol. 58. – Issue 2. – P. 707 – 722.
6. **Bond S.** Conditional investment-cash flow sensitivities and financing constraints / Stephen R. Bond, Måns Söderbom // *Journal of the European Economic Association Article first published online* – 2013. – Vol.11. – Issue. 1. – P. 112 – 136.
7. **Chen H.** Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: Evidence from time series / H. Chen, S. Chen // *Journal of Financial Economics* – 2012. – Vol. 103. – P. 393 – 410.
8. **Fabio B.** The Effect of Venture Capital Financing on the Sensitivity to Cash Flow of Firm's Investments. / Bertoni Fabio, Co-

lombo Massimo G. and Croce Annalisa // *European Financial Management*: – 2010. – Vol. 16, – No. 4, – P. 528 – 551.

9. **Fazzari S.** Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales / Fazzari S. Hubbard, G., And Petersen, B. // *The Quarterly Journal of Economics*. – May, 2000. – Vol. 115. – No. 2. – P.695 – 705 [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.calstatela.edu/faculty/rcastil/UABC/FazzariR.pdf>

10. **Fazzari S. M.** Financing Constraints and Corporate Investment / S. M. Fazzari, R. G. Hubbard, B. C. Petersen // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1988. – P. 141 – 195 [Electronic resource]. – Mode of access : http://people.stern.nyu.edu/eofek/PhD/papers/FHP_Financing_BPEA.pdf

11. **Heitor A.** Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. / Almeida, Heitor and Murillo Campello // *The Review of Financial Studies*. – 2007. – V. 20 n five, P. 1429 – 1460.

12. **Hayashi F.** Tobin's marginal and average q: A neoclassical interpretation. *Econometrica* / F. Hayashi // *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. – 1982. – Vol. 50. – P. 213 – 224.

13. **Kaplan S.** Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? / S. Kaplan, L. Zingales // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1997. – Vol. 112. – No. 1. – P. 169 – 215 [Electronic resource]. – Mode of access : <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.7531&rep=rep1&type=pdf>

14. **Kirak K.** Inventory Accumulation, Cash Flow, and Corporate Investment / Kim Kirak // *Midwest Finance Association*. – 2013. – Annual Meeting Paper [Electronic resource]. – Available at SSRN : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2131786

Науковий керівник – Грішнова О. А., доктор економічних наук, професор Київського національного університету ім. Тараса Шевченка

REFERENCES

- Agca, S., and Mozumdar, A. "The impact of capital market imperfections on investment-cash flow sensitivity". *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, no. 2 (2008): 207-216.
- Ascioglu, A., Hegde, S. P., and McDermott, J. B. "Information asymmetry and investment-cash flow sensitivity". *Journal of Banking and Finance*, vol. 32 (2008): 1036-1048.
- Aydogan, A. "How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless?". *Journal of Finance of American Finance Association*, vol. 58, no. 2 (2003): 707-722.
- Bond, S., and Soderbom, M. "Conditional investment-cash flow sensitivities and financing constraints". *Journal of the European Economic Association Article first published online*, vol. 11, no. 1 (2013): 112-136.
- Chen, H., and Chen, S. "Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: Evidence from time series". *Journal of Financial Economics*, vol. 103 (2012): 393-410.
- Fabio, B., Massimo, C., and Annalisa, C. "The Effect of Venture Capital Financing on the Sensitivity to Cash Flow of Firm's Investments". *European Financial Management*, vol. 16, no. 4 (2010): 528-551.
- Fazzari, S. Hubbard G., and Petersen, B. "Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales". <http://www.calstatela.edu/faculty/rcastil/UABC/FazzariR.pdf>
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., and Petersen, B. C. "Financing Constraints and Corporate Investment". http://people.stern.nyu.edu/eofek/PhD/papers/FHP_Financing_BPEA.pdf
- Heitor, A., and Campello, M. "Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment". *The Review of Financial Studies*, vol. 20, no. 5 (2007): 1429-1460.
- Hayashi, F. "Tobin's marginal and average q: A neoclassical interpretation. *Econometrica*". *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, vol. 50 (1982): 213-224.

Kaplan, S., and Zingales, L. "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?". <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.7531&rep=rep1&type=pdf>

Kirak, K. "Inventory Accumulation, Cash Flow, and Corporate Investment". http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2131786

Rekrut, S. "Analitichnyi ohliad bankivskoi systemy Ukrainy za 2012 rik" [Analytical review of the banking system of Ukraine for 2012]. http://www.credit-rating.ua/img/st_img/AS/BSU_02_2013.pdf

"Zahalnyi ohliad fondovoho rynku Ukrainy za sichen-liuty 2013 roku" [Overview of the stock market of Ukraine in January-February 2013]. <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document;jsessionid=8917145E1CAE2AB46609BC7A4D7CEA9?id=895095>

УДК 336.741.23.025.2

АНАЛІТИЧНІ ІНДИКАТОРИ УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВА: ТАКТИЧНИЙ РІВЕНЬ

© 2014 ЦИГАН Р. М.

УДК 336.741.23.025.2

Циган Р. М. Аналітичні індикатори управління грошовими потоками підприємства: тактичний рівень

Метою статті є дослідження існуючих традиційних інструментів аналізу грошових потоків і пошуку шляхів їх удосконалення з урахуванням управлінських потреб тактичного рівня. У статті проаналізовано класичні методичні підходи до аналізу грошових потоків підприємства, що застосовуються в сучасному менеджменті. Обґрунтовано актуальність пошуку нових аналітичних індикаторів для тактичного рівня управління грошовими потоками. Запропоновано доповнити існуючі класифікації грошових потоків ознакою «рівень впливу на процеси генерування», у межах якої відокремлено активний і пасивний грошові потоки. Визначено складові вхідних і вихідних активних і пасивних грошових потоків. Також розроблено методику поетапного аналізу показників генерування, трансформації та ефективності управління ними. Поділ грошових потоків на активні, пасивні та запропоновані аналітичні індикатори дасть змогу підприємству виявляти недоліки в управлінні короткостроковими вільними грошовими ресурсами. Інтерпретація даних показників дає відповідь на питання – наскільки ефективно управлінський персонал та власники підприємства використовують можливість пасивного генерування грошових потоків. Подальші дослідження необхідно проводити в напрямку практичного застосування отриманих результатів в управлінській діяльності вітчизняних підприємств.

Ключові слова: активний грошовий потік, пасивний грошовий потік, аналіз, аналітичні індикатори.

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Формул:** 8. **Бібл.:** 12.

Циган Раїса Миколаївна – старший викладач, кафедра обліку, аналізу і аудиту, Кременчуцький національний університет ім. М. Остроградського (вул. Першотравнева, 20, Кременчук, 39600, Україна)

E-mail: raisa000@gmail.com

УДК 336.741.23.025.2

Цыган Р. Н. Аналитические индикаторы управления денежных потоков предприятия: тактический уровень

Целью статьи является исследование существующих традиционных инструментов анализа денежных потоков и поиск путей их совершенствования с учетом управленческих потребностей тактического уровня. В статье проанализированы классические методические подходы к анализу денежных потоков предприятия, применяемые в современном менеджменте. Обоснована актуальность поиска новых аналитических индикаторов для тактического уровня управления денежными потоками. Предложено дополнить существующие классификации денежных потоков по признаку «уровень влияния на процессы генерирования», в пределах которого разграничивают активный и пассивный денежные потоки. Определены составляющие входящих и исходящих активных и пассивных денежных потоков. Также разработана методика поэтапного анализа показателей генерирования, трансформации и эффективности управления ими. Разделение денежных потоков на активные, пассивные и предложенные аналитические индикаторы позволят предприятию выявлять недостатки в управлении краткосрочными свободными денежными ресурсами. Интерпретация данных показателей даст ответ на вопрос – насколько эффективно управленческий персонал и владельцы предприятия используют возможность пассивного генерирования денежных потоков. Дальнейшие исследования необходимо проводить в направлении практического применения полученных результатов в управленческой деятельности отечественных предприятий.

Ключевые слова: активный денежный поток, пассивный денежный поток, анализ, аналитические индикаторы.

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Формул:** 8. **Библ.:** 12.

Цыган Раиса Николаевна – старший преподаватель, кафедра учета, анализа и аудита, Кременчугский национальный университет им. М. Остроградского (ул. Первомайская, 20, Кременчуг, 39600, Украина)

E-mail: raisa000@gmail.com

UDC 336.741.23.025.2

Tsygan R. M. Analytical Control Indicators of Cash Flows of the Enterprise: a Tactical Level

The purpose of this paper is to study existing traditional instruments of cash flow analysis and the search for ways to improve them with the management needs of the tactical level. The paper analyzes the classic methodological approaches to the analysis of cash flows of the company that are used in modern management. The urgency of finding new analytical indicators for the tactical level of cash flow management was grounded. It was proposed to complement the existing classification of cash flows on the basis of "the level of influence on the processes of generation," within which active and passive cash flows were distinguished. The components of the incoming and outgoing active and passive cash flows were defined. Also a method of phase analysis of indicators of the generation, transformation and management efficiency were developed. Separation of cash flows into active, passive and proposed analytical indicators will allow the company to identify shortcomings in the management of short-term available cash resources. Interpretation of these indicators will answer the question – how effective management staff and owners of the company used the opportunity to generate passive cash flow. Further studies should be carried out in the direction of the practical application of the results in the management activities of domestic enterprises.

Key words: active cash flow, passive cash flow analysis, analytical indicators.

Pic.: 1. **Tabl.:** 1. **Formulae:** 8. **Bibl.:** 12.

Tsygan Raisa M. – Senior Lecturer, Department of Accounting, Analysis and Audit, Kremenchuk Mykhailo Ostrohradskyy National University (vul. Pershotravneva, 20, Kremenchuk, 39600, Ukraine)

E-mail: raisa000@gmail.com