

REFERENCES

- Basantsov, I. "Instytut derzhavnoho finansovoho kontroliu: vdoshkonalennia na chasi" [Institute of State Financial Control: improving on-time]. *Finansovyi kontrol*, no. 1 (48) (2009): 44-48.
- Gorodetskiy, A., and Morgunova, A. "Formirovanie edinoi systemy gosudarstvennogo kontroliia" [Formation of a unified system of state control]. *Voprosy ekonomiki*, no. 1 (2004): 51-87.
- Holovan, M. M. "DFK i ioho reformuvannia" [SFK and its reform]. *Finansy Ukrainy*, no. 9 (2003): 135-136.
- Ivanova, I. M. "Stan ta perspektyvy rozvytku munitsypalnoho finansovoho kontroliu" [Status and prospects of municipal financial control]. *Finansy Ukrainy*, no. 11 (2005): 140-147.
- Ivanova, I. M. "Reformuvannia systemy derzhavnoho finansovoho kontroliu" [Reform of state financial control]. *Finansy Ukrainy*, no. 6 (2005): 145-150.

- [Legal Act of Ukraine] (2010). <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>
- Mykytiuk, I. S. "Vdoskonalennia orhanizatsiinoi struktury derzhavnoho finansovoho kontroliu" [Improving the organizational structure of state financial control]. *Napriamy rozvytku finansovoi systemy Ukrainy v suchasnykh umovakh*. Kyiv: NEFU, 2007.35-.
- Ruban, N. I. "Zrobleno bahato, a slid zrobyty shche bilshe" [A lot and should do more]. *Finansovyi kontrol*, no. 2 (31) (2006): 3-4.
- Symonenko, V., Baranovskiy, O., and Petrenko, P. *Osnovy iedynoi systemy DFK v Ukraini (makroekonomichni aspekt)* [Basics single system SFK in Ukraine (macroeconomic aspects)]. Kyiv: Znannia Ukrainy, 2006.
- Yurchylevych, S. V. "Systema derzhavnoho finansovoho kontroliu" [The system of financial control]. *Finansovyi kontrol*, no. 4 (2002): 138.

УДК 657.422.1

ОСОБЛИВОСТІ ВПЛИВУ ЦИКЛІЧНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ НА ФІНАНСОВУ АРХІТЕКТУРУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

© 2014 НАКОНЕЧНА А. С.

УДК 657.422.1

Наконечна А. С. Особливості впливу циклічного розвитку економіки на фінансову архітектуру суб'єктів господарювання

Метою статті є дослідження взаємозв'язку та впливу циклічного розвитку сучасної економіки на фінансову архітектуру суб'єктів господарювання. У статті обґрунтовано сутність та зміст категорій «діловий цикл» і «кредитний цикл», розглянуто різні точки зору щодо інтерпретації таких понять. Наведено та пояснено механізм дії фінансового акселератора як уособлення зв'язку фінансового та реального секторів економіки через трансмісію шоків і недосконалостей фінансового ринку. Проаналізовано дію такого механізму в розрізі економіки України за останні роки, пояснено природу кризових явищ. З огляду на це запропоновано в межах програм антикризового управління впровадження заходів з адаптації фінансової архітектури компанії з орієнтацією на циклічність розвитку економіки. Проаналізовано ступінь адаптивності різних структурних елементів фінансової архітектури компанії, розставлено пріоритети щодо послідовності заходів з адаптації фінансової архітектури, розроблено практичні рекомендації в контексті таких заходів.

Ключові слова: діловий цикл, кредитний цикл, фінансовий акселератор, фінансова архітектура, фінансові обмеження, структура власності, корпоративне управління, структура фінансування.

Рис.: 4. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 10.

Наконечна Анастасія Сергіївна – аспірантка, кафедра фінансів і банківської справи, Донецький національний університет (вул. Університетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

E-mail: nastja_lukjanenko@rambler.ru

УДК 657.422.1

Наконечная А. С. Особенности влияния циклического развития экономики на финансовую архитектуру субъектов хозяйствования

Целью статьи является исследование взаимосвязи и влияния циклического развития современной экономики на финансовую архитектуру субъектов хозяйствования. В статье обоснована сущность и содержание категорий «деловой цикл» и «кредитный цикл», рассмотрены различные точки зрения относительно интерпретации таких понятий. Приведен и пояснен механизм действия финансового акселератора как воплощения связи финансового и реального секторов экономики посредством трансмиссии шоков и несовершенств финансового рынка. Проанализировано действие такого механизма в разрезе экономики Украины за последние годы, объяснена природа кризисных явлений. Учитывая это, в рамках программ антикризисного управления предложено принятие мер по адаптации финансовой архитектуры компаний с ориентацией на цикличность развития экономики. Проанализирована степень адаптивности различных структурных элементов финансовой архитектуры компании, расставлены приоритеты относительно последовательности мероприятий по адаптации финансовой архитектуры, разработаны практические рекомендации в контексте таких мероприятий.

Ключевые слова: деловой цикл, кредитный цикл, финансовый акселератор, финансовая архитектура, финансовые ограничения, структура собственности, корпоративное управление, структура финансирования.

Рис.: 4. **Табл.:** 1. **Библ.:** 10.

Наконечная Анастасия Сергеевна – аспирантка, кафедра финансов и банковского дела, Донецкий национальный университет (вул. Университетская, 24, Донецк, 83001, Украина)

E-mail: nastja_lukjanenko@rambler.ru

UDC 657.422.1

Nakonechna A. S. Features of Influence of Cyclic Economy Development on the Financial Architecture of Economic Entities

The article is aimed to explore the relationship and influence of cyclic development of today's economy on the financial architecture of economic entities. In the article essence and content of the categories of «business cycle» and «credit cycle» are substantiated, different points of view on the interpretation of such notions are considered. Introduced and explained is mechanism of the financial accelerator as embodiment of relationship of the financial and real economy sectors, working by means of transmission of shocks and financial market imperfections. Effect of such a mechanism in the context of Ukraine's economy in recent years was analyzed, nature of crisis developments has been explained. With this in mind, in the framework of crisis management has been proposed to take measures for adapting the financial architecture of enterprises focused on the cyclic nature of the economy. Level of adaptability of various structural elements of the enterprise's financial architecture was analyzed, priorities have been set regarding the sequence of events for adaptation of the financial architecture, practical recommendations in the context of such activities were elaborated.

Key words: business cycle, credit cycle, financial accelerator, financial architecture, financial restrictions, ownership structure, corporate management, financing structure.

Pic.: 4. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 10.

Nakonechna Anastasiia S. – Postgraduate Student, Department of Finance and Banking, Donetsk National University (вул. Universytetska, 24, Donetsk, 83001, Ukraine)

E-mail: nastja_lukjanenko@rambler.ru

Нездатність суб'єктів реального та фінансового секторів економіки України повною мірою протистояти негативним тенденціям макроекономічного та ділового циклу виявило необхідність застосування динамічного підходу (врахування фактора циклічності розвитку економічної системи) в процесі дослідження концепту фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Виходячи із безперервності змін економічної кон'юнктури в умовах підвищення швидкості та ускладнення бізнес-процесів, доцільно відзначити, що фінансова архітектура суб'єкта господарювання визначається не лише системою складових характеристик самого суб'єкта, але й певною фазою макроекономічного циклу.

Згідно з В. П. Бардовським, макроекономічний цикл – це певний тип періодичних коливань економічної активності, який складається з розширення та стиснення економічної системи, що супроводжується коливаннями рівня ділової активності, виробництва, зайнятості, рівня цін та інших макроекономічних показників [1].

Б. А. Райзберг відзначає, що економічний цикл – це підйоми та спади в економіці, що постійно повторюються з періодичністю протягом ряду років. Економічний цикл складається з декількох фаз: підйом, криза, депресія та поживлення [2, с. 466].

Більш узагальненим виявляється визначення О. А. Єрохіної: економічний цикл – це процес переходу економічної системи від однієї стадії свого розвитку або функціонування до іншої, у ході якого має місце часткова зворотність, що проявляється у проходженні економікою подібних фаз з більш або менш постійним інтервалом [3].

Макроекономічні цикли розрізняються за часовою ознакою як довгострокові, середньострокові та короткострокові. Регулярні середньострокові коливання, що визначають суттєві зміни найважливіших показників економічної системи (рівень виробництва, доходів та інвестицій) та визначаються рівнем ділової активності платників податків, називаються *діловими циклами*.

Феномен ділового циклу було виявлено наприкінці XIX століття, проте й сьогодні він продовжує залишатися предметом живого інтересу дослідників. Найбільш загальноприйнятим визначенням ділового циклу є те, що було надано А. Бернсом та У. Мітчелом, американськими науковцями-інституціоналістами. Згідно з авторами, ділові цикли (бізнес-цикли) – це тип коливань в сукупній економічній активності країн, діяльність яких організована переважно у формі приватного підприємництва, що складається з періоду спаду (скорочення економіки з наступним поживленням) та підйому, які спостерігаються одночасно в різних сферах економічної діяльності; тривалість ділових

циклів коливається від одного року до 10 – 12 років, при цьому не можна виділити більш короткі цикли схожого типу та аналогічної амплітуди [4].

Пояснення феномену ділового циклу А. Бернсом та У. Мітчелом спирається на одну з центральних гіпотез в дослідженні циклів, яка полягає в тому, що динаміка рядів макроекономічних змінних відображає економічне зростання, що спостерігається як зростаючий тренд. Цикл ділової активності представляє собою коливання навколо тренду, тимчасові відхилення від регулярної лінії тренду.

Інший підхід у дослідженні ділових циклів був запропонований норвезьким економістом Р. Фіршем та отримав назву імпульсно-розповсюджуваного. Згідно з цим підходом, цикли розглядаються як наслідок випадкових впливів на економічну систему – імпульсів, або шоків, характер яких з часом послаблюється. Імпульси диференціюють на три типи: шоки пропозиції, що впливають на виробничу сферу економічної системи; політичні шоки, що є наслідком рішень органів регулювання економіки та шоки в приватному секторі, що пов'язані зі споживчими та інвестиційними коливаннями домогосподарств [5, с. 355].

Компромісною точкою зору, з якою погоджуються такі сучасні дослідники, як О. Бланшар [6], І. В. Зікунова [7], І. В. Івашковська [8] та інші, ми вважаємо дескриптивну модель ділового циклу, як таку, що передбачає врахування різного роду кількісних та якісних факторів впливу, випадковості розвитку економічної системи, нелінійності протікання бізнес-процесів. Дескриптивна модель ділового циклу описує середньострокові коливання, які виникають у результаті як постійних факторів, так і випадкових шоків. Лінія тренду при цьому виявляється нестійкою (стахостичною) (рис. 1).

Період (амплітуду) ділового циклу прийнято вимірювати як інтервал часу від перебування економічної системи у вищій точці одного бізнес-циклу до досягнення нею вищої точки наступного циклу.

Безумовним і науково доведеним багатьма економічними школами є факт тісного зв'язку та взаємовпливу коливань ділового циклу та кон'юнктури фінансового ринку макросистеми. Характер і природа таких зв'язків активно досліджувалися науковцями протягом останніх десятиліть в межах теорії кредитного циклу, основна ідея якої полягає в тому, що причиною циклічності ділової активності є коливання обсягів кредитування. Згідно з таким підходом, найважливішою причиною настання та поглиблення кризових явищ в економіці є згорання процесів кредитування, що неминуче обмежує зростання ділової активності економічних агентів, їх інвестиційну діяльність та сукупний попит.

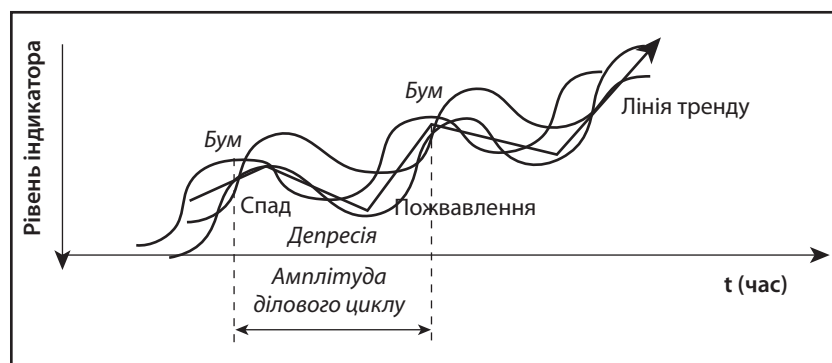


Рис. 1. Дескриптивна модель ділового циклу

Сьогодні існує досить показна вибірка емпіричних досліджень вчених, що вивчали особливості кредитних циклів у межах різних теоретичних та економетричних парадигм. Так, протягом ХХ століття такі науковці, як Р. Левін, Т. Бек, А. Демиргуч-Кунт, Р. Раджан визнали та довели, що рівень розвитку фінансового ринку Великобританії, США, Японії та інших ринковоорієнтованих країн став каталізатором їх стрімкого економічного зростання. Разом з тим, і досі залишається дискусійним ряд питань, що стосує-

ся чіткого встановлення характеру такого взаємозв'язку (його лінійності та синхронності). Отже, зважаючи на безумовну цінність ідеї кредитного циклу як такої, що втілює взаємозв'язок між діловим циклом, кон'юктурою фінансового ринку, фінансовими обмеженнями, а також структурою фінансування суб'єктів господарювання, вважаємо доцільним розглянути різні підходи (парадигми) вчених щодо дослідження природи кредитних циклів (табл. 1).

Таблиця 1

Парадигми інтерпретації взаємозв'язку кредитних та ділових циклів

№ з/п	Автор(-и)	Інтерпретація зв'язку кредитного та ділового циклу	
1	2	3	4
1	Дж. Стигліц і В. Бенсівенга, Б. Смит, Д. Даймонд, Д. Гринвуд	Теоретичне доведення наявності позитивного зв'язку між розвитком фінансового ринку та економічним зростанням	У зв'язку з асиметричним розподіленням інформації між кредиторами (перш за все банками) та позичальниками перші схильні використовувати системи фінансового моніторингу з метою визначення істинного рівня надійності позичальника. При цьому, такий моніторинг завжди пов'язаний із витратами, що впливає на пропозицію кредитів. У результаті має місце скорочення сукупного рівня інвестицій та падіння економічного зростання
2	М. Пагано, П. Хоуітт, Ф. Агійон, А. Сантомеро		Показники фінансового ринку включаються до моделей ендogenous економічного зростання поряд з іншими макроекономічними показниками. При цьому роль фінансового ринку може моделюватися двояко: він може прискорювати економічне зростання безпосередньо або через НТП
3	Б. Бернанкета, М. Гетлер	Теорія фінансового акселератора	Агентські видатки, що з'являються в результаті інформаційної асиметрії між кредиторами та позичальниками, а також ті, що пов'язані з оцінкою позичальником перспектив та якості проекту, є зворотнопропорційними капіталізації позичальника. У результаті з'являється ефект фінансового акселератора на інвестиції: сприятливий стан платіжного балансу, що виникає під час підйому, збільшує попит на інвестиції, що приводить до ще більшого підйому економіки; погіршення платіжного балансу в періоді спаду має зворотний ефект. При цьому сумарні ефекти позитивного та негативного шоків можуть бути несиметричними, оскільки агентські проблеми можуть мати значення тільки в періоді спаду
4	Н. Кійотакі та Дж. Мур	Теорія фінансового акселератора	Недосконалість фінансового ринку проявляються через вартість забезпечення позики. Ключовою передумовою моделі є те, що, оскільки позичальників неможливо вимусити виплатити борги, кредиторами будуть накладатися певні обмеження, одним з яких є вимога забезпечення боргу достатньою кількістю капіталу, який може бути конфіскований у разі відмови або нездатності повернути борг. Зокрема, авторами моделі такою заставою розглядається земля. Якщо вартість забезпечення позики скорочується, зменшується можлива величина кредитів (кредитний ліміт) для позичальника. Це, у свою чергу, зменшує інвестиції фірм, що призводить до спаду економічної активності та сукупного попиту
5	І. Фишер	Теорія фінансового «міхура»	Теорія економічних криз, що має назву «борг – дефляція» та пояснює економічні кризи «лопанням фінансового міхура». Механізм спіралі спаду в економіці обумовлений надмірною заборгованістю та посилюється циклом ліквідації заборгованості (погашенням боргу), що веде до падіння цін на активи, що, у свою чергу, скорочує чисте багатство фірм (навіть до банкрутств) і в результаті призводить до ще більшого економічного спаду
6	Л. Кристіано, Р. Мотто, М. Ростагно	Модифікації неокейнсіанської моделі динамічної стахостичної рівноваги (NKDSGE)	Розрізняється три види можливих шоків, пов'язаних із фінансовим сектором: шок фінансового багатства підприємців (шок недосконалостей фінансового ринку), технологічний шок у банківському секторі (шок фінансового посередництва) та шок відносної вартості надлишкових резервів (шок фінансового посередництва). Найбільшу роль в поясненні бізнес-циклу при цьому відіграють шоки першого типу, тобто такі, що призводять до зниження ціни капіталу. Механізм розповсюдження шоків у межах такого підходу аналогічний механізму «борг – дефляція» І. Фишера

1	2	3	4
7	М. Гудфренд, Б. МакКолум		Розглядається лише два типи шоків (шоки фінансового посередництва): шок кредитної продуктивності в банківському секторі та шок ефективності забезпечення кредитів (саме забезпечення, яким виступають облігації та капітал, створює тертя на фінансовому ринку). Випуск кредитів є витратним для банків, тому в моделі з'являється премія зовнішнього фінансування, яка дорівнює реальним граничним видаткам випуску кредитів. Механізм трансмісії фінансового шоку на реальний сектор відбувається двома каналами: через фінансовий акселератор і через фінансовий атенуатор (пом'якшення), яким в моделі виступає попит на гроші
8.	Ю. Джерман і В. Квідріні		Можливість фінансового шоку обумовлена екзогенними бюджетними обмеженнями фірм, відповідно до яких частка боргу, яка може бути погашена за рахунок продажу фірми у випадку дефолту, грає ключову роль у визначенні кредитних умов (можливості позичати) для фірми. Якщо така частка низька, кредитні умови для фірми погіршуються. При цьому, якщо знижується ліквідність фірми, для отримання додаткового капіталу фірма буде випускати акції, високі витрати на що змусять її скорочувати штат та економити на інвестиціях. Як результат – падіння зайнятості, сукупного випуску, зниження ділової активності

Узагальнення взаємозв'язку ділового та кредитного циклу можна знайти у гіпотезі «фінансової хрупкості» Х. Мінскі [9]. Згідно нею криза настає в результаті поступового нарощування проблем суб'єктів ринку стосовно обслуговування боргу:

1) на стадії економічного похваллення фірми активно реалізують інвестиційні проекти, фінансуючи їх як за рахунок власного капіталу, так і кредитів, причому обсяги виручки перевищують відсотки за позиками та погашення тіла кредиту;

2) далі відбувається накопичення боргу, виручка покриває його погашення лише частково, що ускладнює процес обслуговування. Водночас, по мірі зростання інвестицій, багато проектів виявляються нерентабельними, а деякі з них – збитковими (теорія зниження граничної ефективності капіталу за Дж. Тобіном і Дж. М. Кейнсом);

3) у результаті настає стадія, коли інвестиційна активність фірм зупиняється, а обслуговування боргу за рахунок виручки стає для фірм неможливим, що змушує їх вдаватися до рефінансування кредитів за рахунок отримання нових. Закономірною реакцією кредиторів (перш за все банків) стає встановлення кількісних (за ціною) та якісних (за можливістю позичати) фінансових обмежень.

Такий механізм зв'язку фінансового та реального секторів економіки (*фінансовий акселератор А*) з настанням стадії спаду доповнюється та посилюється механізмом трансмісії шоків недосконалості (фрікційності) фінансового ринку (*фінансовий акселератор Б*), що передбачає наявність інформаційної асиметрії, агентських конфліктів, транзакційних видатків, морального ризику, тощо, які, у свою чергу, трансформуються у видатки фінансування та впливають на ступінь прийнятності для компаній з точки зору залучення додаткового капіталу. Так, проблема інформаційної асиметрії виникає внаслідок обмеженої інформації про компанію, перспективи її розвитку та передбачає застосування інвесторами та кредиторами певної премії за ризик (премії зовнішнього фінансування). Агентські конфлікти виникають між інвесторами та менеджерами, інвесторами та кредиторами, мажоритаріями та мінорита-

рїями внаслідок незбалансованості дій агентів, що має місце через протилежність особистих інтересів, цілей, різне сприйняття ризику, неефективне використання агентами активів, тощо [10, с. 304].

Високий рівень видатків фінансування в період спаду ділової активності спричиняє низький попит на зовнішній капітал і тим самим провокує ще більше зниження ліквідності фінансового ринку та поглиблює кризові процеси (*рис. 2*).

Знайти підтвердження зазначеним закономірностям можна, кон'юнктурно простеживши основні показники фінансового та загальноекономічного розвитку України за останні роки (*рис. 3*). У період поглибленої кризи (2008 – 2009 рр.) падіння економічної та ділової активності проявилось у скороченні обсягів ВВП майже на 25% у порівнянні з докризовим рівнем. Інвестиційна активність суб'єктів господарювання станом на кінець 2009 р. зазнала скорочення на 30% у порівнянні з 2007 р. із відповідним падінням рентабельності інвестицій до від'ємного значення –19%, що говорить про переважну збитковість інвестиційних проектів. Ускладненість фінансування інвестиційної діяльності мала місце через стрімке зростання процентної ставки за кредитами в національній валюті (з 13% річних у 2007 р. до 17% у 2008 та 21% у 2009 р.), часткове призупинення кредитування та падіння ліквідності фінансового ринку майже на 10%. Разом з тим, відбулося накоплення боргу в пасивах компаній: співвідношення позичкового та власного капіталу у 2009 р. складо 1,82 у порівнянні з 1,32 у 2008 р. Така ситуація свідчить про недостатність отриманої виручки для обслуговування кредитних зобов'язань, тим більше, для фінансування нових інвестицій. Як результат – велика кількість збиткових компаній, падіння сукупного випуску, безробіття, низький рівень сукупних доходів населення та спад ділової активності взагалі.

З точки зору ділового та макроекономічного циклу, період з 2011 по 2013 рр. можна розглядати як період відносної стабільності, оскільки рівень ВВП у цей період залишається майже незмінним. Разом з тим, волатильність

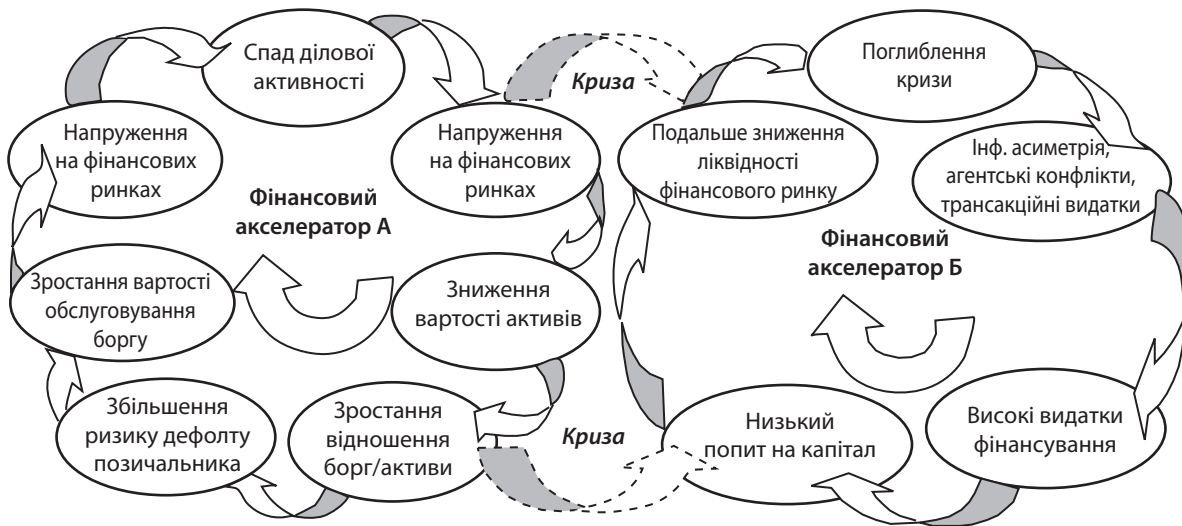


Рис. 2. Механізм зв'язку фінансового та реального секторів з так званим кредитним циклом (фінансовий акселератор А) та недосконалостей фінансового ринку (фінансовий акселератор Б)

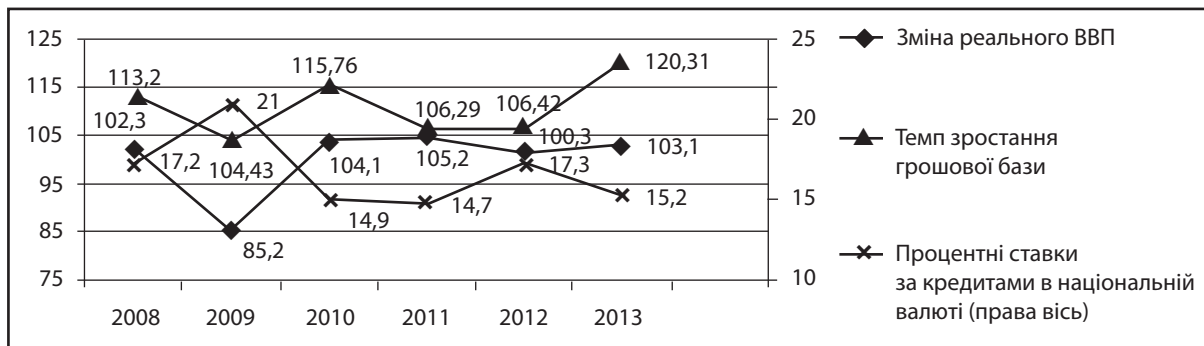


Рис. 3. Показники фінансово-економічного розвитку України у 2008 – 2013 рр.

процентних ставок за кредитами не дозволяє суб'єктам господарювання адекватно сприймати ризики фінансового ринку та реагувати на його зміни. Частка боргу в структурі капіталу компаній досі залишається підвищеною (1,74 – 1,77). У цей період обсяг сукупних інвестицій знизився на 43%, а їх рентабельність знову відзначилась спадом до значення збитковості –9%, що свідчить про наявність ознак наростаючої нової економічної кризи, з якою по факту економіка країни зустрілася у 2014 р.

Виходячи з логіки такого підходу, фінансові обмеження, як особлива характеристика фінансової діяльності суб'єктів господарювання, виступають єдиною ланкою, «провідником» впливу коливань кредитного та ділового циклу на фінансове забезпечення такого суб'єкта, причому сила такого впливу залежить від його фінансової архітектури. Розглянемо такі закономірності в цьому контексті:

- ✦ як надмірна концентрація, так і надмірне розпилення власності пов'язане з фінансовими обмеженнями компаній. Так, у разі високої концентрації власності компанія зустрічається з падінням ліквідності акцій та труднощами під час диверсифікації активів. Висока концентрація власності перешкоджає моніторингу з боку фондового ринку через наявність високої інформаційної асиметрії внаслідок обмеженого продажу акцій на фондовому ринку. В умовах розпиленої структури власності, де значну частку інсайдерської власності пред-

- ставляють менеджери, ефективність внутрішнього контролю обмежується намаганням акціонерів перекласти функції контролю на менеджерів. Як результат – свобода руху останніх в особистих цілях, «окопування», зменшення боргового навантаження, всупереч політиці максимізації вартості;
- ✦ компанії, що входять до складу інтеграційних, перш за все, холдингових структур, мають меншу залежність інвестицій від внутрішніх ресурсів, оскільки володіють доступом до внутрішніх ринків капіталу – можливостями користуватися довірчими (фідуціарними) кредитами за вартістю нижче ринкової. Відповідно, менша фінансова обмеженість таких компаній;
- ✦ крупні компанії (з великим обсягом сукупних активів), які, як правило, організовані у вигляді акціонерних товариств, вважаються менш фінансово обмеженими, ніж малі фірми, оскільки характеризуються інформаційною прозорістю, більшою диверсифікацією активів і меншою їх волатильністю, а також мають альтернативні канали залучення капіталу, такі як додаткова емісія акцій. Зазначені характеристики забезпечують крупним компаніям більший рівень довіри з боку кредиторів та інвесторів. Компанії з невеликим обсягом активів зустрічаються з більшими фінансовими обмеженнями зважаючи на суттєву інформаційну асиметрію через відсутність публічної інформації,

підвищений ризик дефолту (особливо стосується молодих фірм), менший рівень ліквідності активів та меншу вартість майна, що може бути використане як застава підчас відкриття кредиту;

- компанії, що відрізняються субоптимальною структурою фінансування та значними обсягами накопичених грошових резервів, демонструють таким чином реакцію на наявність фінансових обмежень та відсутність маловитратного та своєчасного доступу до додаткового капіталу, забезпечуючи собі необхідний рівень ліквідності для фінансування вигідних інвестиційних проектів. Разом з тим, компанії, що постійно дотримуються низького фінансового левериджу, вважаються найбільш фінансово обмеженими, оскільки вони найповільніше коригують співвідношення між позичковим і власним капіталом та зазвичай зацікавлені у збереженні запасу боргового навантаження з метою протистояння можливим фінансовим потрясінням. Компанії, що демонструють своєчасне коригування фінансового левериджу з високого рівня до субоптимального залежно від фази циклу, і при цьому володіють достатніми грошовими резервами, є найменш фінансово обмеженими (фінансового гнучкими).

Таким чином, зважаючи на різний рівень фінансових обмежень компаній з різними особливостями фінансової архітектури, необхідним представляється впровадження в межах програм антикризового управління заходів з адаптації фінансової архітектури компаній з орієнтацію на циклічність розвитку економіки.

У цьому контексті важливо визначити, що представляє собою адаптація фінансової архітектури компаній в розрізі окремих її складових елементів, а також зрозуміти, які з них є більш адаптивними, а які більш залежними (рис. 4).

Так, у розрізі центрального елемента фінансової архітектури компаній – її структури фінансування – адаптація має відбуватися на постійній основі через механізм управління фінансовою гнучкістю, відповідно до кон'юнктури ділового циклу (експансія або рестрикція). Адаптація на рів-

ні усіх інших елементів фінансової архітектури має більш ускладнений характер, тому що не може відбуватися перманентно, і виступає реакцією на найбільш суттєві потрясіння та зміни макроекономічного середовища. Найбільш зручною з точки зору мінімуму накладних витратків і трансформаційних змін представляється адаптація корпоративного управління, що знаходить своє відображення в посиленні підтримки прав акціонерів, коригуванні стратегічних напрямів діяльності компанії, посиленні корпоративного контролю, з метою кон'юнктурного вирішення проблем, що склалися, та сприяння реалізації більш глибоких змін. Адаптація в розрізі структури власності компанії виступає реакцією на прояв конфлікту інтересів економічних агентів та є внутрішньокорпоративним коригуванням рівня концентрації власності (збільшення питомої ваги домінуючого акціонера / продаж контрольного пакету акцій та розпилення власності; перерозподіл власності між інсайдерами: на користь інституціональних інвесторів / менеджерів компанії, тощо). Переважно з найглибшими структурними змінами пов'язана адаптація в межах організаційної форми ведення бізнесу, що охоплює коригування масштабу компанії (продаж або придбання активів), зміну організаційно-правової форми (з метою досягнення економії в частині оподаткування, фонду оплати праці, тощо), вертикальну або горизонтальну інтеграцію до холдингових (конгломератних) груп.

ВИСНОВКИ

Процес поступової адаптації фінансової архітектури компанії відповідно до змін макроекономічної кон'юнктури має принципово важливу роль, насамперед в умовах підвищення періодичності коливань фінансового ринку, звуження обсягів кредитування та, відповідно, збільшення фінансової обмеженості компаній. Адаптація фінансової архітектури повинна бути націлена на своєчасне кон'юнктурне пристосування компанії до змін ділового середовища з метою зниження впливу фінансових обмежень.

Таким чином, провівши аналогію між групами заходів з антикризового управління компанією та елементами її фінансової архітектури, у межах яких ці заходи здійснюються, доцільно відзначити, що найвищим рівнем адаптивності є елемент фінансової архітектури компанії, після структури

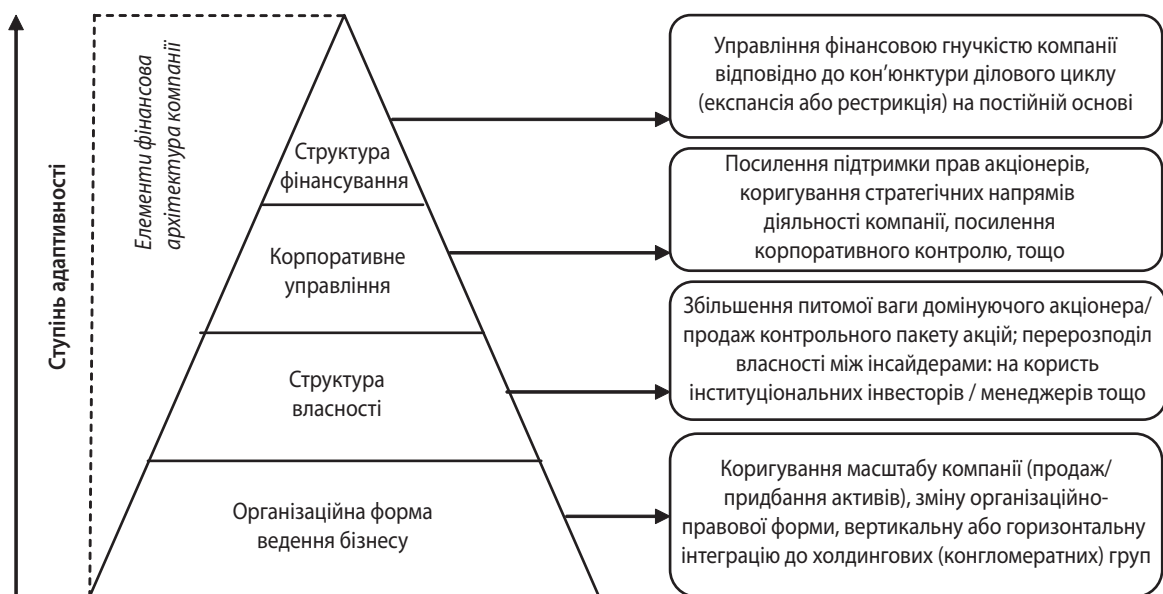


Рис. 4. Градація ступеню адаптивності елементів фінансової архітектури в умовах циклічності розвитку економіки

фінансування, характеризується організаційна форма ведення бізнесу. Процес адаптації в контексті цього елемента відбувається через коригування масштабу компанії шляхом придбання або продажу активів, зміну організаційно-правової форми, тощо. Менш адаптивним елементом фінансової архітектури визнається структура власності компанії. Коригування рівня концентрації власності вітчизняних компаній має здебільшого санаційне значення та здійснюється на етапі повної реорганізації компанії разом зі зміною складу акціонерів. Корпоративне управління як елемент фінансової архітектури визначається низьким рівнем адаптивності, оскільки зміни в корпоративному управлінні являють собою об'єктивну реакцію на інші структурні зміни в компанії, насамперед ті, що стосуються складу контролюючих осіб. Взагалі процес поступової адаптації фінансової архітектури компанії відповідно до змін макроекономічної кон'юнктури має принципово важливе значення, насамперед в умовах підвищення періодичності коливань фінансового ринку, звуження обсягів кредитування та, відповідно, збільшення фінансової обмеженості компанії. Адаптація фінансової архітектури повинна бути націлена на постійне кон'юнктурне пристосування компанії до змін ділового середовища з метою зниження впливу фінансових обмежень, що має відбуватися як через коригування фінансового левериджу компанії (управління фінансовою гнучкістю), так і у вигляді реорганізаційних заходів з коригування інших складових елементів фінансової архітектури компанії, а саме: організаційної форми ведення бізнесу, структури власності, корпоративного управління. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Бардовський В. П. Экономика / В. П. Бардовський, О. В. Рудакова, Е. М. Самородова. – М. : ИД «Форум» ; ИНФРА-М, 2011. – 672 с.
2. Райзберг Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2008. – 480 с.
3. Ерохина Е. А. Стадии развития открытой экономики и циклы Н. Д. Кондратьева / Е. А. Ерохина. – Томск : Водолей, 2001. – 181 с.
4. Burns A. Burns and Mitchell on Business Cycles / A. Burns, W. Mitchell [Electronic resource]. – Mode of access: http://papers.ssrn.com/abstract_id=413940
5. Блауг М. 100 великих экономистов после Кейнса (Great Economists since Keynes: An introduction to the lives & works of one hundred great economists of the past) / М. Блауг. – СПб. : Экономика, 2009. – 384 с.
6. Бланшард О. Макроэкономика / О. Бланшар / Пер. с англ. ; науч. ред. пер. Л. Л. Любимов. – М. : Изд. дом Гос. ун-та Высшей школы экономики, 2010. – 671 с.
7. Зикунова И. В. Дескриптивная модель делового цикла и управление в экономических системах / И. В. Зикунова // Известия ИГЭА. – 2009. – № 4 (66). – С. 92 – 97.
8. Ивашковская И. В. Управленческая гибкость: взгляд финансиста / И. В. Ивашковская // Рынок ценных бумаг. – 2012. – № 6. – С. 12 – 22.
9. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes An Alternative to «Standart» Theory / H. Minsky // [Electronic resource]. – Mode of access: <http://ecsocman.hse.ru/data/581/936/1223/journal7.1-3.pdf>
10. Лактионова А. А. Финансовая гибкость как феномен проявления финансовой гибкости на микроуровне / А. А. Лактионова // Бизнес Информ. – 2014. – № 3. – С. 301 – 311.

Науковий керівник – Лактионова О. А., кандидат економічних наук, доцент, в. о. зав. кафедри фінансів і банківської справи Донецького національного університету (м. Вінниця)

REFERENCES

- Bardovskiy, V. P., Rudakova, O. V., and Samorodova, E. M. *Ekonomika* [The Economy]. Moscow: Forum; INFRA-M, 2011.
- Burns, A., and Mitchell, W. "Burns and Mitchell on Business Cycles". http://papers.ssrn.com/abstract_id=413940
- Blaug, M. *100 velikikh ekonomistov posle Keynisa* [100 great economists after Keynes]. St. Petersburg: Ekonomikus, 2009.
- Blanshard, O. *Makroekonomika* [Macroeconomics]. Moscow: ID MGU – Vysshey shkoly ekonomiki, 2010.
- Erokhina, E. A. *Stadii razvitiia otkrytoy ekonomiki i tsikly N. D. Kondratieva* [Stage of development of an open economy and cycles ND Kondratiev]. Tomsk: Vodoley, 2001.
- Ivashkovskaia, I. V. "Upravlencheskaia gibkost: vzgliad finansista" [Managerial flexibility: a view of the financier]. *Rynok tsennykh bumag*, no. 6 (2012): 12-22.
- Laktionova, A. A. "Finansovaia gibkost kak fenomen proiavleniia finansovoi gibkosti na mikrourovne" [Financial flexibility as a manifestation of the phenomenon of financial flexibility at the micro level]. *Biznes Inform*, no. 3 (2014): 301-311.
- Minsky, H. "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes An Alternative to "Standart" Theory". <http://ecsocman.hse.ru/data/581/936/1223/journal7.1-3.pdf>
- Rayzberg, B. A., Lozovskiy, L. Sh., and Starodubtseva, E. B. *Sovremennyy ekonomicheskyy slovar* [Modern Dictionary of Economics]. Moscow: INFRA-M, 2008.
- Zikunova, I. V. "Deskriptivnaia model delovogo tsikla i upravlenie v ekonomicheskikh sistemakh" [Descriptive model of the business cycle and management in economic systems]. *Izvestiia IGEA*, no. 4 (66) (2009): 92-97.