

---

# **АДАПТАЦИЯ НА ФИНАНСОВАТА АРХИТЕКТУРА НА ПРЕДПРИЯТИЯТА: КОЛИЧЕСТВЕНИ ДОМИНАНТИ В ЦИКЛИЧНОТО ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ**

---

**Ас. А. Наконечна<sup>1</sup>**

**Доц. д-р ик.н. А. Лактионова<sup>2</sup>**

*Донецки национален университет „Василий Стус” – Украйна,  
катедра „Финанси и банково дело”*

**Резюме:** В статията се разглеждат свойствата на адаптацията на архитектурата на бизнеса и финансовата архитектура в цикличното развитие на икономиката. Изтъква се значението на способността за регулиране както на отделните компоненти, така и на архитектурата като цяло в съответствие с етапите на икономическия цикъл по отношение намаляването на бизнес и финансовите ограничения и намаляването на капиталовите разходи. Разглежда се адаптирането на финансовата архитектура на големите металургични предприятия за периода на бизнес цикъла в Украйна. Преценяват се скоростта на динамичното адаптиране на архитектурата въз основа на ключови промишлени предприятия в Украйна, както и акселерацията на моделите на адаптивни промени.

**Ключови думи:** финансова архитектура, адаптация, капиталова структура, скорост на приспособяване.

**JEL:** G3.

**О**т гледна точка на съществуващата макроикономическа, институционална, пазарна и правна среда, формирана като резултат от еволюцията и трансформацията на икономическото развитие, кумулативният ефект от бизнес циклите е естествен процес на адаптиране на бизнеса към такива условия. Този процес се проявява във фор-

---

<sup>1</sup> E-mail: a.nakonechna@donnu.edu.ua

<sup>2</sup> E-mail: laktionova.loa@donnu.edu.ua

мирането на специфичните характеристики на дадена стопанска структура на определена икономическа система. Той се проявява като натрупан резултат от съзнателни бизнес решения, които са повлияли на финансовите ограничения, и често има за цел да опрости бизнес взаимоотношенията между участниците в бизнеса и да намали както преките текущи разходи от обичайната дейност, така и косвените (за трансакции) разходи, произтичащи от разходите за фрикционните пазари.

Прави се критичен преглед на изследването на Майърс С. [15], като автор на идеята за корпоративната финансова архитектура, както и на Баркли, М. [1], Ивашковская, И. [10], Бичкова, Н. [2] и друга, свързана с темата, литература. Целта е да се определи финансовата архитектура като динамична система (интегритет) на свързаните с нея характеристики, която олицетворява основните закони и определя качествените характеристики на финансовите дейности на предприятието (част от неговата структура, обем и капацитет на възпроизводството), неговата ефективност и въздействие върху пазарната стойност на бизнеса.

Като се имат предвид различните гледни точки относно компонентите на финансовата архитектура, авторите определят следните компоненти: структура на собствеността, корпоративно управление, организационна форма на бизнес и финансова структура, която е ендегенна и най-адаптивна, и в същото време основната част на финансовата архитектура. По този начин, от една страна, финансовата архитектура е по същество институционалната структура на предприятието в рамките на изградените му финансови взаимоотношения. От друга страна, това е система от вътрешни фактори, които определят стойността на финансовите ресурси, и следователно пазарната стойност на една компания.

Използвайки метода на клъстерния анализ и основавайки се на теоретичните основи на концепцията, ние идентифицирахме определени типове финансова архитектура, които най-често се срещат в украинската бизнес среда, и направихме възможно обсъждането на общите характеристики на финансовата архитектура на предприятията в Украйна. По този начин някои клъстери се формират от компании със силно концентрирана собственост и ефективно корпоративно управление, което балансира интересите на акционерите, мениджмънта и други групи агенции, и осигурява пространство за вземане на независими решения относно частни интереси. Делът на дълговото финансиране в структурата на капитала варира от високи стойности до недостатъчно оптимистични стойности. Това показва възможността за увеличаване на необходимите допълнителни финансови средства на адекватна цена за целия бизнес цикъл, както и способността на компаниите да плащат дълговете си навреме. Отбелязахме, че всички компании от този тип (включително ООД

„Метинвест Холдинг” ООД „ДТК”, АД „Агрохолдинг Авангард”, АД „Полтава ПК”, АД „Интерпип Нижнийпровски”, АД „Дружбарска инженерна инсталация” и др.) са във финансово-индустриални групи.

В същото време повечето от големите и по-малките предприятия в украинския бизнес се характеризират с висока концентрация на собственост и неефективно корпоративно управление (делът на дълга във финансовата структура по правило е или значително увеличен, или минимален). От малките компании се формира отделен клъстер, чието имущество се разпределя между няколко акционери, които не създават отделна, балансираща агенция. Дейностите се финансират за сметка на собствени източници и текущи задължения поради сложността на набирането на рационални кредитни ресурси. Тези комбинации от структурни характеристики сами по себе си се проявяват като вътрешни фактори на финансовите ограничения за дружествата и усложняват вече ограничения достъп до допълнителен капитал.

В същото време, въпреки че има някои преобладаващи характеристики на финансовата архитектура на предприятията в Украйна, авторите определят финансовата архитектура като динамична цялост, характеризираща се с адаптиране към промените в бизнес средата и преди всичко към цикличния характер на нейното икономическо развитие. Адаптирането на отделните елементи на финансовата архитектура се различава в проциклична, антициклична или ациклична насока. По този начин се разкриват следните тенденции:

- нарастване нивото на дълга в капиталовата структура на големите предприятия по време на периодите на икономическа стабилност и връщане към по-нисък ливъридж по време на рецесионни периоди (процикличност);

- компаниите с по-малко активи показват обратната тенденция, което е индикация за малък резерв на финансова гъвкавост. И в двата случая капиталовата структура се определя като най-променливия елемент във финансовата архитектура на предприятията;

- нивото на концентрация на собствеността на бизнеса се променя в съответствие с икономическата тенденция (проциклично): основните акционери изкупуват най-активно през периода на стабилизация – 2011–2012 г., докато концентрацията на собственост бележи умерен спад по време на рецесията от 2014–2015г. Освен това в големите компании се наблюдава и по-висока концентрация на собственост;

- размерът на компаниите, който се оценява по балансовата стойност на активите, се определя като ациклична стойност;

- състоянието на корпоративното управление на бизнеса придобива признаци на по-висока ефективност в периодите на стабилизация

чрез подобряване на количествения и качествения състав на управителните органи.

В същото време динамичните промени във финансовата архитектура невинаги са рационални спрямо стопанските субекти от гледна точка намаляването на финансовите ограничения и увеличаване на възможността за достъп до адекватно външно финансиране. По правило те представляват спешно реагиране на пазарните сътресения и новите институционални изисквания.

Адаптацията по отношение намаляването на финансовите ограничения може да се определя от антицикличния характер на нетния паричен поток и нетната инвестиция.

Намаляването на нетния паричен поток води до липса на ликвидност и следователно до необходимостта от привлечени средства и изпращане пред финансови ограничения. Ефективността на адаптивните промени във финансовата архитектура може да бъде идентифицирана чрез възможността за увеличаване обема на инвестициите в периоди на намаляване на нетния паричен поток, финансирани чрез опростени, по-ниски заеми или от нереализиран (натрупан) финансов потенциал. В този случай нетният паричен поток се формира съгласно методологията на украинските счетоводни стандарти от неразпределената печалба (непокрити разходи), коригирани за амортизация [7].

По този начин един показателен индикатор за рационално адаптиране на финансовата архитектура в настоящия момент е минималната отрицателна стойност на съотношението на нетната промяна на оперативния паричен поток и нетната промяна на инвестициите, при условие че нетният оперативен паричен поток намалява. Кумулативната отрицателна стойност на съотношението за седемгодишния период позволява да се оцени степента на рационалност на адаптацията на бизнеса за целия цикъл, т.е.:

$$(1) IA_{FA} = \begin{cases} \frac{\sum_t(-\Delta NOCF)}{\sum_t(+\Delta NI)} \rightarrow \min, \\ \Delta NOCF < 0 \end{cases}$$

където:  $IA_{FA}$  – показател за ефективност при адаптиране на финансовата архитектура;

$-\Delta NOCF$  – намаляване на нетния оперативен паричен поток;

$+\Delta NI$  – увеличение на нетните инвестиции.

Според резултатите от изчисленията, за периода от 2008 г. до 2015 г., само 32 от 100 компании от статистическата извадка показват отрицателна кумулативна стойност на съотношението на нетния паричен поток и промените в инвестициите по време на периоди на спад, прид-

ружени от понижаване на нетните парични потоци. С други думи предприятията, в условията на намаляване на собствените си ресурси и наличие на инвестиционни нужди, са имали и са използвали реалната възможност да привлекат необходимите за инвестиране привлечени ресурси на достъпна цена. В резултат на това се отбелязва растеж на нетните инвестиции през съответните години. Като цяло поведението на сходни компании показва значително по-ниско ниво на финансови ограничения спрямо други такива и по този начин позволява да се прецени по-рационалното адаптиране на финансовата архитектура по време на бизнес цикъла като основен фактор за намаляване на финансовите ограничения.

Въпреки това, сформираните различни типове финансова архитектура продължават да водят до финансови ограничения и рискове за повечето компании, които се проявяват при прекомерно високо ниво на натрупана дългова тежест, нарушение на финансовата стабилност и невъзможност за преминаване от един източник на финансиране към друг в съответствие с разходите. В резултат на това, налице е висока инвестиционна зависимост от вътрешните парични потоци като основен източник на собствено финансиране и поради почти пълната липса на инвестиции в периоди на рецесия, когато паричните потоци намаляват, компанията страда от недостиг на ликвидност.

Основната причина за този дисбаланс е неадекватната финансово-капиталова структура, както и невъзможността за адаптивно приспособяване, поради високата степен на преки разходи (свързани с увеличаване на лихвените проценти и риск от несъстоятелност) и непреки разходи – транзакция, агенция (свързана с конфликтите между групите агенти, непрозрачност и асиметрия на информацията, ограничена рационалност на контрагентите). В същото време колкото са по-дълбоки кризисните процеси в икономиката, толкова по-високо е нивото на тези разходи.

Следователно е необходимо да се увеличи рационалността на адаптацията на финансовата архитектура на предприятията точно по отношение намаляване на негативното въздействие на вътрешните финансови ограничения (минимализиране на свързаните с тях разходи) и постигането на гъвкаво финансово поведение. Това ще позволи да се коригира структурата на капитала в съответствие с етапите на бизнес цикъла, за да се запази финансовата устойчивост във всеки период, като се минимализират общите капиталови разходи и съответно се повиши стойността на бизнеса.

В същото време трябва да се има предвид, че на практика всяка адаптивна промяна е свързана с финансови и времеви загуби, които не винаги са компенсирани от положителен ефект. Ето защо приспособява-

нето на финансовата архитектура на компаниите трябва да бъде обосновано, като се вземат предвид следните показатели:

- скоростта на приспособяване;
- разходи (съвкупни разходи за адаптиране);
- ефективност (въздействие върху капиталовата стойност).

В тази статия авторите се фокусират върху анализа и количествената оценка на скоростта за адаптиране на финансовата архитектура като индикатор, който позволява да се определи колко бързо са намалели финансовите ограничения и съответно колко бързо са намалели разходите за финансови ресурси поради архитектурни промени в бизнеса. Както бе споменато по-горе, управлението на капиталовата структура е един от приоритетните въпроси, които трябва да бъдат решени от дадена компания в процеса на дейността ѝ, тъй като тя определя капиталовите разходи и съответно това се отразява на пазарната стойност. В този ред на мисли представителите на динамичната компромисна теория за капиталовата структура предлагат да се определи индивидуалното целево равнище на финансовия ливъридж на компанията (делът на привлечения капитал в общия капитал) във всеки един нов период. Това съотношение се изчислява въз основа на определени детерминанти за базовия период и отразява максимално допустимото ниво на дълга за текущия период.

Необходимостта от изчисляване на целевия финансов ливъридж (таргетинг) може да се определи по следния начин: компанията трябва да се съсредоточи върху по-ниското ниво на дълга при неналичие на значими инвестиционни нужди по време на рецесионни и кризисни периоди, когато капиталовите разходи и свързаните с тях косвени разходи достигнат своя максимум. В резултат на това, в случай на възникване на рентабилен инвестиционен проект през възстановителния период, компанията е в състояние да набере допълнителен дългов капитал за своето финансиране при най-благоприятни условия и по този начин да не попадне в дългова зависимост.

С цел проучване на капиталовата структура на компаниите в цикличното икономическо развитие беше взето решение за избор на модел за частично приспособяване, като се има предвид динамичната компромисна теория за развиващите се пазари. Според този модел стойността на целевата капиталова структура се променя до определено ниво за всеки период, като се установява само горната граница на приемливата стойност (на практика винаги може да има определен резерв от подзаеми). Както отбелязва Р. Хаас, една фирма е в състояние да функционира за известно време с ливъридж под целевия (неоптимално), ако разходите за адаптиране към целевото ниво надхвърлят ползите от достигането му [6].

В рамките на модела за частично адаптиране Де Анджело, Г. [3], Фаулкендер, М. [5], Раджан, Р. [16], Леммон, М. [14], Дробец, В. [4], Кокорева, М. [12] и други автори изследват влиянието на вътрешнофирмените детерминанти върху капиталовата структура на компаниите. Анализът на разработките позволява да се систематизират факторите на влияние и да се формулира уравнението на линейната регресия, което има следната форма:

$$(2) L_t = \gamma + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{EBITA}{A}\right)_{t-1} + \beta_3 \ln(S)_{t-1} + \beta_4 \left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + \beta_5 \left(\frac{NOCF}{A}\right)_{t-1} + \beta_6 \left(\frac{NICF}{A}\right)_{t-1} + v_t,$$

където:  $L_t$  – финансов ливъридж през отчетния период;

$\gamma$  – константа;

$\frac{M}{B}$  – съотношение на пазарната стойност на компанията към баланса;

$\frac{EBITA}{A}$  – съотношение на оперативната печалба към стойността на активите;

$\ln(S)$  – естествен логаритъм на обема на активите;

$\frac{PPE}{A}$  – съотношение на стойността на нетекущите активи към стойността на общите активи;

$\frac{NOCF}{A}$  – съотношението на оперативния нетен паричен поток към активите.

По този начин, с помощта на модела, става възможно да се определят нивото и движението на вътрешните финансови индикатори от предходната година и влиянието върху финансовия ливъридж на компаниите за текущата година. Нещо повече, това позволява да се изчисли целевият финансов ливъридж за всеки реален период чрез заместване на съответните данни:

$$(3) L_t^* = \gamma + \beta_{it-1} * X_{it-1},$$

където:  $L_t^*$  – целевият финансов ливъридж на компанията през реалния период;

$\gamma$  – константа;

$\beta_{it-1}$  – съответният коефициент на регресия за предходната година;

$X_{it-1}$  – стойност на съответния финансов показател за предходната година.

Познаването на целта и действителните стойности на финансовия ливъридж прави възможно изчисляването на скоростта, с която реалното

ливъридж съотношение се променя ежегодно в сравнение с целевото съотношение. Скоростта на приспособяване (SOA) позволява да се определи за колко време една компания може потенциално да оптимизира структурата на капитала.

Следователно скоростта на коригиране на финансовия ливъридж може да се изчисли по формулата:

$$(4) L_i - L_{i-1} = \alpha(L_i^* - L_{i-1}),$$

съответно:

$$(5) \alpha = \frac{L_{it} - L_{it-1}}{L_i^* - L_{it-1}},$$

където:

$\alpha$  – скорост на коригиране на финансовия ливъридж;

$L_{it}$  – действителната стойност на финансовия ливъридж през отчетния период;

$L_{it-1}$  – действителната стойност на финансовия ливъридж през предходния период;

$L_i^*$  – целевата стойност на финансовия ливъридж през отчетния период.

Според теорията на компромисите всеки път, когато действителният ливъридж на компанията се отклонява значително нагоре, това е опит за възможно най-силно доближаване до целевата стойност през следващия период. Е. Фама и К. Френч поставят под съмнение тази част от компромисната теория, тъй като предлаганата скорост на коригиране на финансовия ливъридж е твърде висока и не позволява на компаниите да получат необходимата свобода в процеса на получаване на заеми, ако това в момента е разходно-ефективно за тях.

Съвременните емпирични изследвания на американски автори потвърждават този възглед и средната скорост на приспособяване за компаниите се изчислява на  $1/3 - 1/12$  „разстояние“ от целевия ливъридж за всяка една година. Като се разполага с информация относно динамиката на скоростта на приспособяване на компаниите, променяща се в рамките на няколко години, може по-ясно да се проследи динамиката на инвестиционната дейност на тези компании. Оценявайки реалната бизнес среда в Украйна като рецесия, авторите предполагат, че местните предприятия ще покажат по-ниска скорост на коригиране на финансовия ливъридж в сравнение с представени резултати от чуждестранни проучвания.

Резултатите от регресионния анализ, които са с достатъчно ви-



сока надеждност според получените показатели на описателната статистика (R-квадрат), позволяват да се определят регресионни коефициенти, които съответстват на посоката и нивото на определените фактори, влияещи върху скоростта на коригиране на ливъриджа в компаниите (Таблица 1). Съответствието на данните със закона за нормалното разпределение се индикира от анализа на съотношението на стандартното отклонение към средното за всеки показател ( $\geq 33\%$ ). В допълнение корелационният анализ не разкрива доказателства за автокорелация на данните. За да се определи кои детерминанти на капиталовата структура са най-значими по време на бизнес цикъла, получените регресионни коефициенти са съответно нормализирани за различните фази на цикъла.

**Таблица 1. Резултати от регресионния анализ за влиянието на вътрешните детерминанти върху скоростта на адаптиране на капиталовата структура към целевите стойности**

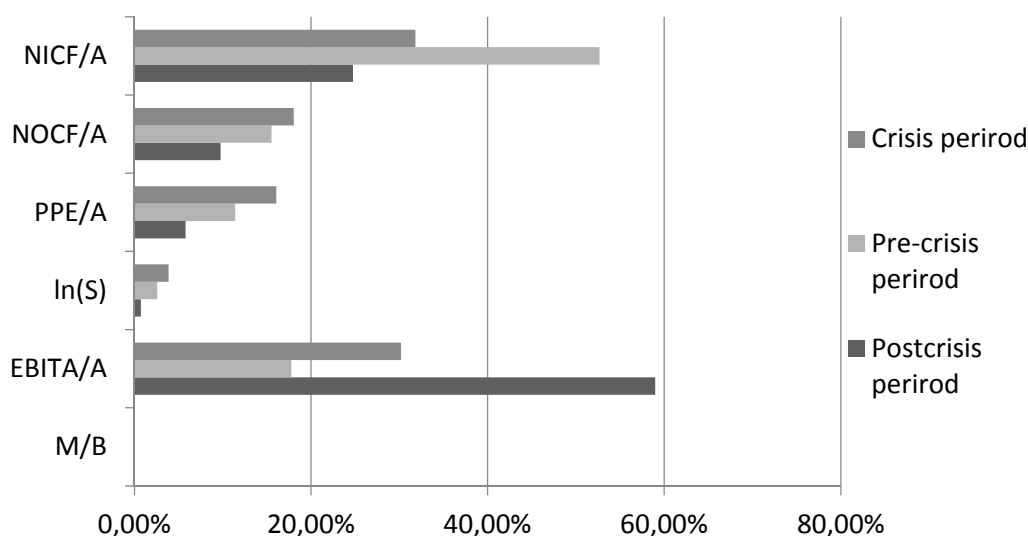
Година	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Нормализирани коефициенти		
Множествен R	0,98	0,78	0,93	0,88	0,64	0,87	0,98			
R-квадратен	0,96	0,61	0,87	0,77	0,42	0,75	0,97			
Стандартна грешка	0,09	0,28	0,15	0,27	0,57	0,33	0,19			
Константа	-1,63	-0,25	0,48	0,91	-0,70	0,95	1,89	Посткризисен период	Предкризисен период	Кризисен период
$\frac{M}{B}$	-0,00	-0,00	-0,00	0,00	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
$\frac{EBITA}{A}$	-0,59	2,55	-3,43	3,90	1,34	-16,49	0,65	0,59	0,18	0,30
$\ln(S)$	0,17	0,06	0,02	-0,00	0,62	-0,68	0,00	0,01	0,03	0,04
$\frac{PPE}{A}$	-0,38	-0,08	-0,47	1,49	-1,62	-1,11	-2,18	0,05	0,11	0,16
$\frac{NOCF}{A}$	-0,17	-0,83	-0,25	-1,04	2,95	-6,57	-2,22	0,10	0,16	0,18
$\frac{NICF}{A}$	-0,52	-2,38	0,42	9,55	5,48	-7,38	4,01	0,25	0,53	0,32

По този начин, в процеса на анализа, авторите получават следните резултати относно влиянието на детерминантите на политиката за финансиране върху политиката за финансиране на стопанските субекти:

а) рентабилността има значителен положителен ефект върху способността на компаниите да привлекат финансиране чрез заеми през периоди на относителна стабилност и значителен отрицателен ефект през периоди на криза. Така, при условие че се получават приходи по време на рецесионни и кризисни периоди, компаниите ще могат да финансират разходите от собствените си финансови ресурси, които намаляват зависимостта от външно финансиране и следователно коригират капиталовата структура;

б) размерът на активите се оказва маловажен фактор, влияещ върху финансовата политика на компанията по време на бизнес цикъла. Същевременно при кризата от 2014 г. този показател има отрицателно въздействие върху нивото на дълга. Това потвърждава предишното заключение за по-широката възможност за коригиране на капиталовата структура и избягване на критичните нива на дълга от страна на големите предприятия;

**Фигура 1. Регресионен модел на нормализирани коефициенти на факторите, влияещи върху капиталовата структура**



с) делът на нетекущите активи по време на бизнес цикъла има отрицателно въздействие върху способността за привличане на капитал,

което може да се обясни със слаби инвестиционни нужди на компаниите с високо ниво на реални активи и намален дял на най-ликвидния оборотен капитал;

d) нетният оперативен паричен поток има завишено отрицателно въздействие върху дълга, което е в съответствие с теорията на компромисите. Следователно компаниите използват свободни парични средства за намаляване на тежестта на дълга, но ако има нужда от финансиране на работен капитал, компаниите могат да използват дългови източници. Влиянието върху скоростта на коригиране на капиталовата структурата се оценява като положително;

e) въздействието на нетния инвестиционен поток, който е нормализиран спрямо размера на съвкупните активи, е значително и нелинейно: отрицателно през кризисните години и положително през годините на стабилност. Това позволява да се потвърди заключението, че привличането на дългов капитал за финансиране на инвестиционни проекти от компании в Украйна е ограничено и се осигурява главно през периодите на възстановяване, когато разходите за кредитиране са намалени. В други периоди инвестициите се финансират от собствени ресурси поради значително по-ниските разходи;

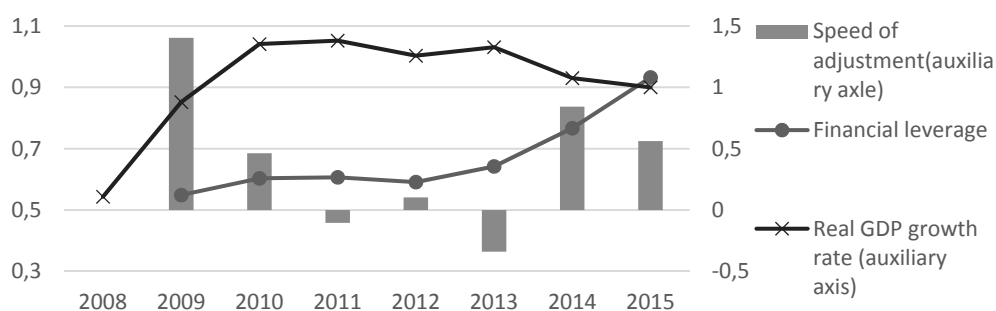
f) съотношението на пазарната стойност към баланса се оказва незначителен сигнал при формирането на структурата на финансиране през периода на проучването, което показва липсата на информация относно вътрешния пазар на ценни книжа от гледна точка на мониторинга на перспективите за растеж на компаниите и оценка на тяхната пазарна стойност. В съответствие с това беше взето решение да не се взема предвид този показател като критерий за избор на капиталова структура на предприятията.

Твърде честите промени в бизнес цикъла и оттам и високата колебливост на финансовия ливъридж на компаниите и на финансовите показатели на целевия ливъридж определят високата честота на промените в скоростта на коригиране на финансовия ливъридж. Това значително усложнява възможността да се следва стратегическият подход във финансовото управление на украинските компании. Фигура 2 представя динамиката на финансовия ливъридж на изследваните предприятия и скоростта на коригиране по време на бизнес цикъла.

Отрицателните показатели за скоростта на приспособяване сочат тенденция на отдалечаване от целевия ливъридж. Като цяло, скоростта на приспособяване на финансовия ливъридж на компаниите за периода 2009–2015 г. варира от -34% до 140% средно годишно. Високата променливост на този показател в Украйна се обяснява с несъответствията във финансовите пазари, включително: 1) значителни нарушения при

разходите по несъстоятелност и нестабилност, възникнали с увеличаване на дълговото бреме, което стимулира икономическите агенти да коригират капиталовата структура; 2) разходите са свързани с такива корекции поради ограничителния си ефект.

**Фигура 2. Динамика на финансовия ливъридж на предприятията и скорост на приспособяване в Украйна през 2009–2015 г.**



Така средната скорост на приспособяване на капиталовата структура на украинските компании в променящите се фази на бизнес цикъла има следните значения:

- посткризисен период (2010–2011 г.): 18%, което е ниска скорост по отношение възстановяването на дейността на предприятията, инвестиционните нужди и намаляването на бариерите пред достъпа до кредитиране;
- предкризисен период (2012–2013 г.): -12%, което съответства на разстоянието от целевата капиталова структура, както и на нарастването на инвестиционните нужди (обемът на инвестициите през 2012 г. се е увеличил със 70% и през 2013 г. с 35%) и намаляването на ограниченията на финансовите пазари;
- кризисен период (2009 г. и 2014–2015 г.): 94%, което доказва най-високото ниво на рекапитализация на предприятията, което може да се обясни с най-високите разходи по капиталовата структура – над целевите нива, и увеличен риск от фалит в кризисни периоди;

Като цяло намаляването на скоростта на коригиране на капиталовата структура по време на стабилни периоди и увеличаване по време на криза не са свързани с позициите на динамичната компромисна теория. Въпреки това, понякога корекцията на капиталовата структура е описана като по-регулярен процес, с по-малко стъпки в периоди на бум, докато по време на рецесия – като по-рядко срещана и с големи повторения.

С изключение на определящите фактори за финансовата дейност

на компаниите, която е основната форма на осигуряване на финансови ресурси, вътрешнофирмените структурни характеристики, които пряко определят системата на финансова организация, са особено важни в една силно изразена циклична пазарна среда. Това е особено очевидно в кризисни времена, когато стопанската активност намалява, а обемът на акциите и кредитните разходи се увеличават. Според теорията за противоречията на интереси съвкупността от различни форми на конфликти на интереси в една агенция и съществуващите инструменти за тяхното разрешаване засягат нивото на финансови ограничения на компаниите пряко и непряко.

По този начин цялостната оценка за скоростта на адаптиране на финансовата архитектура по отношение на намаляване на финансовите разходи се превръща в много значима. Тя позволява да се определи, способността на компаниите да намалят нивото на финансовите ограничения, дължащи се на вътрешни характеристики като структурата на собствеността, корпоративното управление, организационните форми на бизнеса. С други думи тя определя скоростта на адаптиране на бизнеса в цикличното икономическо развитие.

Комплексната оценка на скоростта на приспособяване на финансовата архитектура на предприятията като мултихарактеристика изисква интегриран подход, който едновременно отчита скоростта на приспособяване на всеки елемент от финансовата архитектура и демонстрира своята адаптивна динамика по време на бизнес цикъла. В тази връзка е интересен методологичният подход на полиномните зависимости в триизмерното пространство на С. Климчук, който изследва финансовата архитектура на икономическите системи по отношение на трансформациите [11]. Според този подход има взаимодействие на три финансови механизми, които са представени графично посредством специално пространство. Промяната на обема на полученото пространство определя способността на системата за адаптивно развитие.

Вземайки предвид такава методология, авторите смятат, че е възможно, това да се приложи при изчисляване скоростта на приспособяване на финансовата архитектура на предприятията чрез използване на индекс-графична техника, която включва следните стъпки:

1) определяне индексите на скоростта за всеки елемент на финансовата архитектура, променящ се последователно за всяка една година:

$$(6) I_{in(1:5)} = \frac{x_i - x_{i-1}}{x_i^*},$$

където:

$I_{in(1:5)}$  – индекс на променящата се скорост на съответния индикатор на финансова архитектура:  $I_1$  – капиталова структура;

$I_2$  – структура на собствеността;  $I_3$  – корпоративно управление;  $I_4$  – отношение към финансови и индустриални групи;  $I_5$  – размер на активите през отчетния период;

$x_i$  – стойността на всеки показател през отчетния период;

$x_{i-1}$  – стойността на всеки показател за предходния период;

$x_i^*$  – стойността на всеки показател (актуална или целева – необходима за определяне скоростта на финансовия ливъридж);

2) получените стойности на петте индикатора за скорост се поставят върху пет оси от диаграмата на венчелистчетата. Тогава чрез свързващите линии се появява уникална многоъгълна конфигурация;

3) скоростта на адаптиране на финансовата архитектура като многоизмерен показател, изчислена като площта на сложна фигура, получена чрез разделянето ѝ на прости триъгълници и сумиране на техните квадрати за един модул:

$$(7) S_i = \sum \left| \frac{1}{2} * I_{in-1} * I_{in} * \sin(\pi) * 2N_i \right|,$$

където:  $S_i$  – скоростта на адаптиране на финансовата архитектура през отчетния период;

$N_i$  – брой стойности  $I_{n(1:5)}$ , различни от 0 за компанията.

Въз основа на получените данни става възможно да се изчисли ускорението на адаптацията като измерването на катализацията на архитектурните промени:

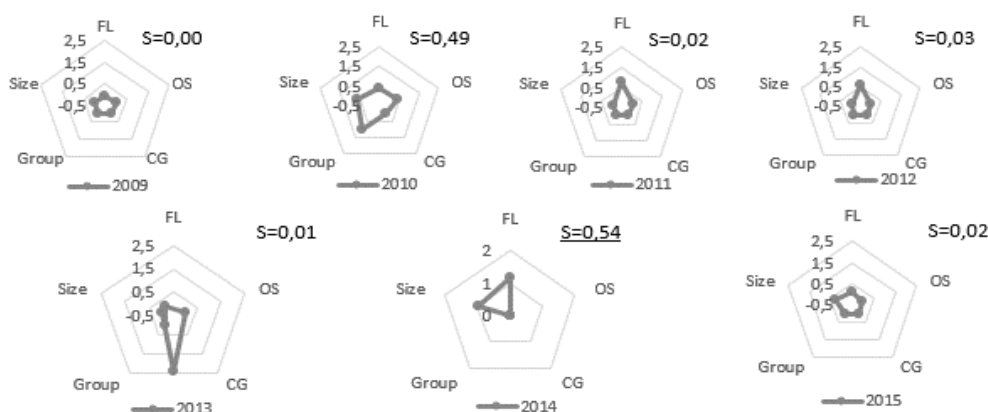
$$(8) \Delta S_i = S_i - S_{i-1}$$

Оценката на ускоряването на адаптирането на финансовата архитектура позволява да се направи заключение относно фазите на бизнес цикъла и външните фактори (шокове), които водят до променяща се бизнес структура. Тогава констатациите позволяват изчисляване на „скъпия“ ефект от адаптирането на финансовата архитектура, изразен в намаляване на финансовите ограничения върху среднопретеглената цена на финансовия капитал (като се вземат предвид и разходите за адаптация, които той включва).

Чрез прилагането на предложените методи авторите изчисляват скоростта и ускоряването на адаптирането на финансовата архитектура в девет големи украински компании от отрасли на селското стопанство, металургията, горивата и енергетиката. Фигура 3 показва ускорената динамика на адаптиране на финансовата архитектура на АД „Илич – металургични и стоманолеярни заводи на Мариупол“, една от най-големите технологични компании в Украйна с пълен производствен цикъл,

която от 2010 г., чрез участие във вертикално интегрирано минно-металургично предприятие „Метинвест”, е член на водеща диверсифицирана финансова и индустриална група СКМ. Фирмата работи с висока концентрация на собственост: 68,24% от акциите принадлежат на собствениците на SCM.

**Фигура 3. Динамика на скоростта при адаптиране на финансовата архитектура на АД „Илич – металургични и стоманолейрни заводи на Мариупол” за периода 2009–2015 г.**



В резултат на предварително тестване на извадка от фирми относно зависимостта от инвестиционния капацитет на нетния паричен поток, компанията показва отрицателно кумулативно съотношение, представляващо по-скоро нисък праг на финансиране на пазарите, което се потвърждава и от растежа на финансовия ливъридж от 0,32 през 2011 г. до 0,50 през 2012 година. В такъв случай валидността на капиталовата структура с висок ливъридж се потвърждава чрез коригиране на финансовия ливъридж към методологично зададени целеви стойности (скорост на приспособяване над нулата).

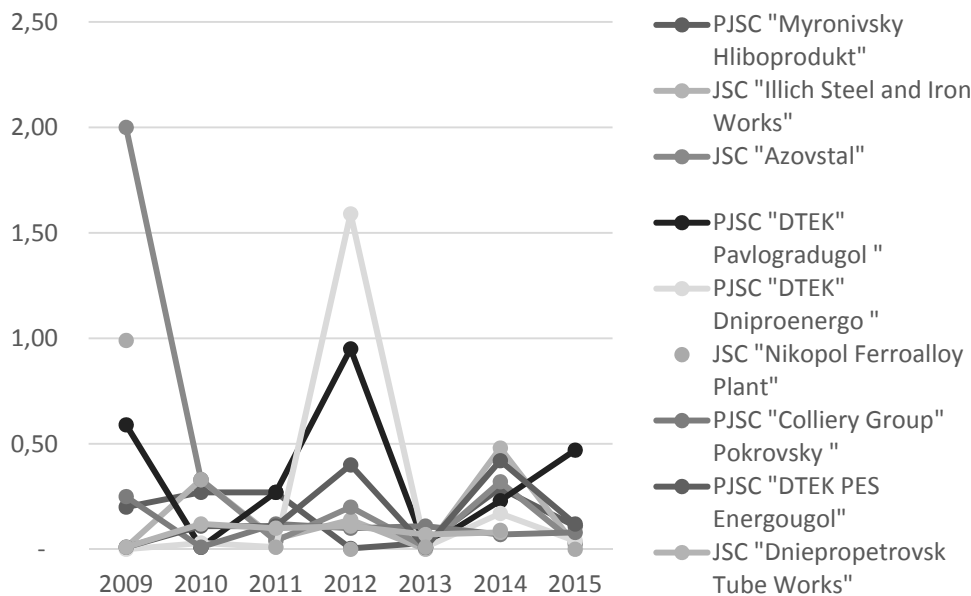
Анализът установи, че през разглеждания период (съответстващ на амплитудата на бизнес цикъла в Украйна) финансовата архитектура на компанията като интегрирана динамична система се характеризира с някои адаптивни промени, които протичат с различна скорост и са следствие от различни фактори. Най-високата адаптивна скорост на финансовата архитектура на АД „Илич – металургични и стоманолейрни заводи на Мариупол” е отчетена през най-тежката фаза на икономическата криза през 2014 г. – 0,54 (поради коригиране на намаления дълг и увели-

чаване на балансовата стойност на активите посредством инвестиции с 22%).

Освен това значително увеличение на скоростта на адаптивните промени (0,49) се наблюдава през 2010 година, когато е сключено споразумението за влизане във финансово-индустриалната група Метинвест. Това се дължи на увеличаване на мажоритарната собственост през тримесечието и съответното увеличаване дела на гласовете на главните акционери. Като характеристика на всяко споразумение за сливания и придобивания през 2010 г. е извършено финансово реструктуриране; акционерният капитал се увеличава с 3,7 пъти (докато обемът на привлечените ресурси нараства с 1,6 пъти). Това действа като източник за приспособяване на капиталовата структура за постигане на целта. Стабилната фаза на бизнес цикъла през 2011–2013 г. се характеризира с почти пълна липса на адаптивни промени във финансовата архитектура, което обяснява намаляването на скоростта на приспособяване до 0,01 – 0,03.

Анализът на адаптивната скорост на финансовата архитектура за извадка от девет предприятия идентифицира някои общи динамични модели, които показват три „вълни“ при ускоряване на адаптацията на финансовата архитектура (Фигура 4).

**Фигура 4. Динамика на адаптивната скорост на финансовата архитектура на предприятията в Украйна през 2009–2015 г.**





По този начин най-значимите промени, които настъпват във финансовите структури на предприятията, са:

- 2010 (0,31) – трудностите, които се срещат по време на финансовата криза от 2008–2009 г. са най-вече при възобновяване на тенденциите при преразпределение на правата на собственост, споразуменията за сливания и придобивания между големи бизнес групи и компании. Динамиката на процикличност за процесите на сливане и придобиване на световния пазар беше потвърдена от анализа на KPMG: средният брой споразумения в бизнеса пада до 30% по време на криза [13]. Според доклада „Aequo” на инвестиционния портал „InVenture” през 2010 г. броят на споразуменията за сливания и придобивания в Украйна се е увеличил повече от два пъти в сравнение с 2009 г., достигайки 69 единици и обща стойност от 3,4 милиарда евро (31 споразумения и 1, 7 милиарда евро през 2009 г.) [8].

- 2012 (0,31) – процесите на консолидация и концентрация на бизнеса като доказана ефективна форма на корпоративно реструктуриране и развитие на бизнеса стават все по-разпространени (броят на сливания и придобивания е 87, а тяхната обща стойност – 0,75 милиарда евро). Причината за това е увеличаването на нуждата от инвестиции по време на икономическия бум, от една страна, а от друга – наличието на свободен инвестиционен капитал, който големите корпорации желаят да инвестират в дългосрочни проекти. В резултат на това ускоряването на архитектурните промени се дължи на нарастването на общия размер на активите.

- 2014 (0,25) – коригиране на дълговата тежест по време на криза главно поради натрупване на капитал и преоценка на дълготрайните активи, с цел да се избегнат финансови затруднения. Относително високата скорост на адаптивните промени в Украйна по време на кризата е признак за значителни разходи за държавната финансова архитектура в предишната (непроменена) конфигурация.

По този начин, във всички случаи, процесите на адаптация на финансовата архитектура на предприятията водят до финансово реструктуриране, което е пряко насочено към оптимизиране на структурата на финансиране и свеждане до минимум на разходите за обслужване на дълговия капитал. Във връзка с това скоростта на приспособяване се смята за най-висока в периодите на икономически бум, когато се появяват нови инвестиционни възможности и нужда от капитал, както и в периоди на криза, когато запазването на финансовата архитектура в непроменен вид излиза най-скъпо от гледна точка на разходите на средства.

## ИЗПОЛЗВАНИ ИЗТОЧНИЦИ

- [1] Barclay, M., Clifford, W. and Smith, J. (1996). On financial architecture: leverage, maturity, and priority. *Journal of Applied Corporate Finance*, No 4.
- [2] Bychkova, N. (2011) The essence and conceptual principles of the corporation financial architecture. *Vcheni zapysky universytety „KROK”*, No 27.
- [3] DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Whited, T. (2011), Capital Structure Dynamics and Transitory Debt. *Journal of Financial Economics*, No. 99.
- [4] Drobez, W. and Wanzenried, G. (2006), What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure? *Applied Financial Economics*, No. 16.
- [5] Faulkender, M., Flannery, M. J., Hankins, K.W. and Smith, J.W. (2012), Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financing Economics*, No. 103.
- [6] Haas, R. and Peeters, M. (2016). The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *European Bank for Reconstruction and Development*, No 87.
- [7] <http://www.accounting-ukraine.kiev.ua/standarti/>
- [8] [https://aequo.ua/content/news/files/aequo\\_ma\\_research\\_2017\\_1492069611\\_ru.pdf](https://aequo.ua/content/news/files/aequo_ma_research_2017_1492069611_ru.pdf)
- [9] <https://smida.gov.ua/db/emitent>
- [10] Ivashkovskaya, I. and Stepanova, A. (2012). Corporate Financial Architecture and Firm Performance: Comparative Study of Emerging and Developed Markets. *GBATA 14th Annual International Conference, New York, USA*.
- [11] Klymchuk, S. (2013). Finance Architectonic in terms of Economic transformations. *Kultura narodov Prichernomorya: Problemy materialnoy kultury – ekonomicheskije nauki*, No 265.
- [12] Kokoreva, M., Ivanova, M. (2016). The Puzzle of Zero Debt Capital Structure in Emerging Capital Markets. *Korporativnye finansy*, Vol. 10 (4).
- [13] KPMG Investments and capital markets Department (2016) M&A Market in 2016. *Vestnik KPMG po voprosam ustoychivogo razvitiya*.
- [14] Lemmon, M. and Zender, J. (2016). Asymmetric Information, Debt Capacity, and Capital Structure. *SSRN Working Paper*, No 2152505.
- [15] Myers, S. (1999). Financial Architecture. *European Financial Management*, Vol. 5.
- [16] Rajan, N. and Zingales, Z. (2001). Financial systems, industrial structure, and growth. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, No 4.

---

# **НАРОДНОСТОПАНСКИ АРХИВ**

ГОДИНА LXX, КНИГА 3 – 2017

---

## **СЪДЪРЖАНИЕ**

**А. Наконечна**

**А. Лактионова**

Адаптация на финансовата архитектура на предприятията:  
количествени доминанти в цикличното икономическо развитие / 3

**Теофана В. Димитрова**

Оценка на стратегическата позиция на организацията  
посредством SPACE анализ / 21

**Велин С. Станев**

Историческото периодизиране на рекламата – проблеми  
и интенции / 36

**Деница Загорчева**

**Йорданка Велчева**

Бюджетната децентрализация като фактор за едновременно развитие  
на общините и индустриалния бизнес / 50

**Десислава В. Петровска**

Стратегическо управление на риска / 64

*Този брой се издава с финансовата подкрепа на Фонд „Научни изследвания” към МОН по одобрен проект на Редакционния съвет с № НП 04/68 по конкурс „Българска научна периодика – 2016”.*

**РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:**

Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор  
Проф. д-р Георги Иванов – зам. главен редактор  
Проф. д-р Йордан Василев  
Доц. д-р Искра Пантелеева  
Доц. д-р Стоян Проданов  
Доц. д-р Пламен Йорданов  
Доц. д-р Румен Лазаров  
Доц. д-р Венцислав Василев  
Доц. д-р Анатолий Асенов  
Доц. д-р Пресияна Ненкова

**МЕЖДУНАРОДЕН СЪВЕТ:**

Проф. д-р ик.н. Михаил А. Ескиндаров – Ректор на Финансовия университет при Правителството на Руската федерация – федерална държавна образователна институция за професионално образование, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов  
Проф. Лестър Лойд-Ризън – Директор на Центъра по международен бизнес към Международното бизнес училище Ашкрофт, Кембридж, Великобритания  
Проф. Кен О’Нийл – Ръководител на катедра по предприемачество и развитие на малкия бизнес към Департамента по маркетинг, предприемачество и стратегии на Университет Ълстер, Северна Ирландия  
Проф. Ричард Торп – Бизнес школа на Университета Лийдс, професор по развитие на управлението, зам.-директор на Киурт институт, Лийдс, Великобритания  
Проф. д-р ик.н. Андрий Крисоватий – Тернополски национален икономически университет, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов  
Проф. д-р ик.н. Григоре Белостечник – Ректор на Молдовската академия за икономически изследвания, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов  
Проф. д-р ик.н. Йон Кукуй – Президент на Сената на Университета Валахия – гр. Търговище, Румъния, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов  
Проф. д-р ик.н. Михаил Ив. Зверяков – Ректор на Одеския държавен икономически университет, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов  
Проф. д-р ик.н. Олена Непочатенко – Ректор на Умански национален аграрен университет (Украйна)  
Проф. д-р ик.н. Дмитрий Лукьяненко – Първи зам.-ректор по научно-педагогическа и научна работа, Киевски национален икономически университет „Вадим Гетман” (Украйна)

**Екип за техническо обслужване:**

Анка Танева – стилев редактор  
Ст. преп. Елка Узунова – координатор и ръководител на екипа  
Ст. преп. Даниела Стоилова – превод на английски език  
Ст. преп. Румяна Денева – превод на английски език  
Ст. преп. Маргарита Михайлова – превод на английски език  
Ст. преп. Иванка Борисова – превод на английски език  
Ст. преп. Венцислав Диков – стилев редактор на английски език

**Адрес на редакцията:**

5250 Свищов, ул. „Ем. Чакъров” 2  
Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор  
☎ (+359) 889 882 298  
Деяна Веселинова – технически секретар  
☎ (+359) 631 66 309, e-mail: nsarhiv@uni-svishtov.bg  
Албена Александрова – компютърен дизайн  
☎ (+359) 882 552 516, e-mail: a.aleksandrova@uni-svishtov.bg

© Академично издателство „Ценов” – Свищов

© Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов

ISSN 0323-9004

# Народно стопански архив

Свищов, година LXX, книга 3 - 2017

**Адаптация на финансовата архитектура на предприятията: количествени доминанти в цикличното икономическо развитие**

**Оценка на стратегическата позиция на организацията посредством SPACE анализ**

**Историческото периодизиране на рекламата - проблеми и интенции**

**Бюджетната децентрализация като фактор за едновременно развитие на общините и индустриалния бизнес**

**Стратегическо управление на риска**

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“



СВИЩОВ

Economic Archive

Year LXX, Issue 3 - 2017

L102 - 3 книга XXV издание

Народно стопански архив

# Изисквания при депозиране на статии за сп. „Народно стопански архив”

**1. Обем:** статии от 12 до 25 страници

**2. Депозиране на материалите:** на хартиен носител и в електронен вид като приложен файл на E-mail: NSArhiv@uni-svishtov.bg

**3. Технически изисквания:**

- изпълнение Word 2003 (минимум);
- размер на страницата – А4, 29-31 реда и 60-65 знака на ред;
- разстояние между редовете 1,5 lines (At least 22 pt);
- шрифт – Times New Roman 14 pt;
- полета – Top - 2.54 cm; Bottom - 2.54 cm; Left - 3.17 cm; Right - 3.17 cm;
- номерация на страницата – долу вдясно;
- текст под линия – размер 10 pt;
- графики и фигури – Word 2003 или Power Point.

**4. Оформление:**

- наименование на статията, име на автора, академична длъжност, научна степен – шрифт Times New Roman, 14 pt, с големи букви Bold – центрирано;

- наименование и адрес на местоработата; телефони за контакти и E-mail;

- резюме на български език в обем до 15 реда; ключови думи – от 3 до 5;

- **JEL** класификация на публикациите с икономически характер (<http://ideas.repec.org/j/index.html>);

- основен текст (изложение);

- таблиците, графиките и фигурите се вграждат софтуерно в текста (да позволяват езикова корекция и превод на английски). Цифрите и текстът вътре в тях се изписват с шрифт Times New Roman 12 pt;

- формулите се създават с Equation Editor.

**5. Правила за цитиране:** от 01.01.2017 г. в периодичните издания на СА „Д. А. Ценов” – Свищов за библиографско цитиране на информационни източници ще се използва **APA Style**. Неговите изисквания са поместени тук: <http://www.uni-svishtov.bg/default.asp?page=page&id=71> и тук: <http://www.apastyle.org/>.

Всеки автор носи отговорност за отстояваните идеи, съдържанието и техническото оформление на своя текст.

**6. Ръкописите на нехабилитирани преподаватели** се придружават от препис на протокол от катедрата, обсъдила и предложила научната разработка за публикуване.

От 1 януари 2017 г. заглавието на списанието на английски език е „Economic Archive”, като заменя транслитерираното наименование “Narodnostopanski archiv”, използвано до края на издателската 2016 г.

Авторите на публикуваните материали на страниците на списание „Народно стопански архив” носят отговорност за тяхната автентичност.

От Редакционния съвет

[www.uni-svishtov.bg/NSArhiv](http://www.uni-svishtov.bg/NSArhiv)