

# ФИНАНСОВАЯ ГИБКОСТЬ КАК ФЕНОМЕН ПРОЯВЛЕНИЯ ГИБКОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА МИКРОУРОВНЕ

© 2014 ЛАКТИОНОВА А. А.

УДК 336.051

## Лактионова А. А. Финансовая гибкость как феномен проявления гибкости финансовой системы на микроуровне

В статье рассмотрена финансовая гибкость субъектов хозяйствования с позиции особенностей проявления данного свойства на микроуровне финансовой системы. Обобщены различные теоретические подходы к пониманию сущности финансовой гибкости с позиции мотивов ее формирования, источников и инструментов реализации. Обозначены критерии финансовой гибкости: маневренность, оперативность и экономичность. Исследована взаимосвязь между финансовой гибкостью и финансовыми ограничениями на микроуровне и, соответственно, факторы их определяющие: несовершенство рынка капитала, уровень развития и структура финансовой системы, цикличность экономики, характеристики компании (включая финансовую архитектуру). Обоснованы их отличительные особенности. Указано, что кроме поддержания финансовой гибкости при формировании резервов денежных средств и запаса долговой нагрузки, компании могут руководствоваться другими и мотивами. Предложена классификация видов финансовой гибкости исходя из источников и целей формирования, влияния на финансовый потенциал, стадии воспроизводства финансовых ресурсов, используемого инструментария, затрагиваемых элементов финансового механизма, стадии делового цикла, видов используемых финансовых ресурсов.

**Ключевые слова:** финансовая гибкость, микроуровень финансовой системы, финансовые ограничения, структура капитала, финансовое развитие, несовершенство финансового рынка.

Табл.: 1. Библ.: 46.

**Лактионова Александра Анатольевна** – кандидат экономических наук, докторант, кафедра финансов и банковского дела, Донецкий национальный университет (ул. Университетская, 24, Донецк, 83001, Украина)

E-mail: sashalakt@rambler.ru

УДК 336.051

UDC 336.051

## Лактионова О. А. Финансова гнучкість як феномен прояву гнучкості фінансової системи на мікрорівні

У статті розглянуто фінансову гнучкість суб'єктів господарювання з позиції особливостей прояву цієї властивості на мікрорівні фінансової системи. Узагальнено різні теоретичні підходи до розуміння сутності фінансової гнучкості з позиції мотивів її формування, джерел та інструментів реалізації. Позначено критерії фінансової гнучкості: маневреність, оперативність, економічність, альтернативність, компенсаторність. Досліджено взаємозв'язок між фінансовою гнучкістю та фінансовими обмеженнями на мікрорівні і, відповідно, чинники, що їх визначають: недосконалість ринку капіталу, рівень розвитку і структура фінансової системи, циклічність економіки, характеристики компанії (включаючи фінансову архітектуру). Обґрунтовано їх відмінні особливості. Зазначено, що окрім підтримки фінансової гнучкості при формуванні резервів грошових коштів і запасу боргового навантаження, компанії можуть керуватися й іншими мотивами. Запропоновано класифікацію видів фінансової гнучкості виходячи з джерел і цілей формування, впливу на фінансовий потенціал, стадії відтворення фінансових ресурсів, інструментарію, елементів фінансового механізму, стадії ділового циклу, видів фінансових ресурсів.

**Ключові слова:** фінансова гнучкість, мікрорівень фінансової системи, фінансові обмеження, структура капіталу, фінансовий розвиток, недосконалість фінансового ринку.

Табл.: 1. Библ.: 46.

**Лактионова Александра Анатоліївна** – кандидат економічних наук, докторант, кафедра фінансів і банківської справи, Донецький національний університет (вул. Университетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

E-mail: sashalakt@rambler.ru

## Laktionova O. A. Financial Flexibility as a Phenomenon of Manifestation of Flexibility of the Financial System at the Micro-level

The article considers financial flexibility of economic subjects in the context of specific features of manifestation of this property at the micro-level of the financial system. It generalises various theoretical approaches to understanding the essence of the financial flexibility in the context of motives of its formation, sources and instruments of realisation. It specifies criteria of financial flexibility: manoeuvrability, efficiency and economy. It studies interrelation between the financial flexibility and financial restrictions at the micro-level and, consequently, factors that determine them: capital market imperfection, development level and structure of the financial system, cyclicity of economy, and company characteristics (including financial architecture). The article describes their distinguishing features. It states that apart from maintaining the financial flexibility during formation of money reserves and debt load resource the companies can be guided by other motives. It offers classification of types of financial flexibility based on the sources and goals of formation, influence upon the financial potential, stages of reproduction of financial resources, the instruments used, engaged elements of the financial mechanism, stages of the business cycle and types of the used financial resources.

**Key words:** financial flexibility, micro-level of the financial system, financial restrictions, capital structure, financial development, financial market imperfection.

Табл.: 1. Библ.: 46.

**Laktionova Oleksandra A.** – Candidate of Sciences (Economics), Candidate on Doctor Degree, Department of Finance and Banking, Donetsk National University (vul. Universytetska, 24, Donetsk, 83001, Ukraine)

E-mail: sashalakt@rambler.ru

Финансовая гибкость субъекта хозяйствования – это научный и эмпирический феномен, возникший на почве необходимости объяснения, с одной стороны, и разрешения практических проблем финансовой и инвестиционной деятельности, с другой. Исследования вопросов финансовой гибкости на микроуровне является одним из ключевых моментов в раскрытии закономерностей формирующихся причинно-следственных связей между уров-

нем финансового и экономического развития, позволяющие повысить эффективность проактивной контрциклической финансовой и монетарной политики государства.

Наиболее существенные результаты в исследовании финансовой гибкости получены такими учеными, как Альмейда Х, Ачария В., Бьен С., Вайтед Т., Ву Г., Грэхем Дж., Де-Анжело Л., ДеАнжело Х., Кампелло М., Левая А., Марчика Р., Мура М., Феррандо А., Харвей К., Хеннеси К. и др.

Несмотря на достаточно сильные аргументы в пользу необходимости поддержания финансовой гибкости на уровне субъектов хозяйствования в 1980-х гг., повышенный научный интерес к данному явлению возник только вследствие усиления проявлений финансовых кризисов, в том числе в высокоразвитых странах – в 1990-х годах в Азии, в начале XXI века – в США, в 2008 г. – в большинстве развитых стран мира.

В настоящее время исследование вопросов финансовой гибкости на микроуровне в зарубежных исследованиях базируется на тандеме следующих областей финансовой науки, относящихся к одним из наиболее противоречивых и сложных:

- ✦ управление структурой капитала компаний – в части определения оптимального объема долга (фиксированной его величины или в динамике в зависимости от изменения внутренних и внешних факторов, в том числе в разрезе стадий делового цикла экономики), а также соответствующего запаса левериджа как источника финансовой гибкости;
- ✦ управление ликвидностью и резервом денежных средств компаний – в части исследования вопросов причин его формирования, влияния его величины на формирование агентского конфликта между собственниками и менеджерами, определения его оптимальной величины с точки зрения поддержания финансовой гибкости;
- ✦ управление дивидендными выплатами – в части их рассмотрения, с одной стороны, как направления использования свободных денежных средств компаний, а также источника финансовой гибкости, с другой.

Кроме того, вопросы финансовой гибкости также касаются управления денежными потоками компаний в целом, управления их инвестиционной деятельностью, собственным капиталом, затрагивают и более широкие проблемы взаимосвязи финансов макро- и микроуровня, проблемы корпоративного управления.

**Н**есмотря на отсутствие до настоящего времени терминологической определенности относительно финансовой гибкости субъектов хозяйствования, в существующих немногочисленных точках зрения на данную проблему можно вполне определенно выделить основные моменты, на которые обращают внимание большинство авторов: ее источники, причины и цель формирования, особенности механизма реализации. При этом в зависимости от источников финансовой гибкости выделяются узкая (с выделением одного из ее источников, как правило, резерва денежных средств или запаса долговой нагрузки) и более широкая точка зрения – с одновременным рассмотрением указанных резервов, а также включением других возможных – продажи ликвидных активов, снижения дивидендных выплат, выпуска акций или привлечения капитала собственников и др.

Так, к наиболее распространенной и аргументированной на сегодняшний день является точка зрения, согласно которой основным а, с точки зрения отдельных авторов, единственным, источником финансовой гибкости служит запас долга как положительное отклонение его величины от оптимального или максимально возможного. В частности, как единственно возможный данный источник финансовой гибкости рассматривается Поитевином М.[1],

Голдштейном Р.[2], Биллетом М. [3], Бьеном С.[4], Грэхемом Дж. и Харвейем К.[5]. Необходимо отметить, что такое ограничение в возможностях имеет свои корни в одной из основополагающих теорий капитала – теории иерархии, согласно которой долг в связи с наличием информационной асимметрии имеет явное стоимостное преимущество перед альтернативной привлечения дополнительного собственного капитала на финансовом рынке. Вместе с тем, эта же теория дает преимущество внутренним источникам финансирования, в составе которых выделяется резерв денежных средств как источник финансовой гибкости. Так, основоположники одной из ветвей теории иерархии, связанной с включением проблем агентских конфликтов в вопросах управления капиталом, Майерс С. и Меджлф Н. еще в середине 1980-х гг. предположили, что фирмы делают финансовый запас в виде денежных средств в целях избегания привлечения внешнего финансирования для будущих инвестиционных проектов [6]. К приверженцам рассмотрения такого резерва как источника финансовой гибкости можно отнести Оплера Т. [7], Алмейда Х. [8], Ачария В. [9], Фаулкендера М. и Ванга Р.[10], Дитмара А. [11], Харфорда Дж. [12], Риддика Л.[13].

Вместе с тем есть и авторы, рассматривающие различные источники финансовой гибкости в совокупности. Так, ДеАнжело Х. и ДеАнжело Л. считают, что наличие запаса долга, денежных средств и осуществление дивидендных выплат являются оптимальным комплексом инструментов для поддержания финансовой гибкости [14]. Еще более широко с позиции источников финансовую гибкость рассматривают Гамба А. и Триантис А., трактуя ее как способность привлекать и реструктуризировать финансирование компании, сопровождаемое при этом низкими транзакционными издержками [15].

**Р**ассмотрение финансовой гибкости также имеет место и в части формирования различной структуры долга: с публичным и частным размещением; с различными сроками привлечения и видами обеспечения; степени диверсификации долга в части количества кредиторов.

Наиболее широко с позиции источников финансовой гибкости ее рассматривает Беррштейн Л. – как способность привлекать долг из различных источников, наращивать собственный капитал, реализовывать активы, корректировать уровень и направление операций для приспособления к новым обстоятельствам [16]. Аналогично Курнофф К. подчеркивает способность к действиям по перенаправлению ресурсов и изменению функций организации в соответствии с новой информацией, а также новыми направлениями стратегии и целями менеджмента [17].

Не привязываясь к источникам, дают определение финансовой гибкости Дональдсон Г. и Хис Л. Согласно Дональдсону Г. финансовая гибкость – это способность перенаправлять используемые финансовые ресурсы в соответствии с изменяющимися целями в менеджменте как реакция на новую информацию о компании и среде [18]. Хис Л. описывает финансово гибкую компанию как такую, которая может осуществлять корректирующие действия, что позволяет устранить превышение необходимых денежных выплат над имеющимися средствами быстро и с минимальным неблагоприятным эффектом на ее текущие и будущие доходы или рыночную стоимость ее акций [19].

Близка к данной точке зрения и официальная. Основываясь на трактовании Хиса Л., Американский институт

сертифицированных общественных бухгалтеров определил финансовую гибкость как способность совершать действия, которые бы устранили превышение требуемых платежей над ожидаемыми поступлениями. Стандарты финансового учета трактуют финансовую гибкость как способность компании осуществлять эффективные действия по изменению суммы и времени денежных потоков для ответной реакции на неожиданные нужды и возможности.

Не меньшее значение многими авторами при определении финансовой гибкости уделяется причинам, в соответствии с которыми она формируется. Общеизвестными при этом являются два факта, агрегировано включающие в себя совокупность различных событий и обстоятельств, в результате которых необходимо дополнительное финансирование:

- ✦ потеря ликвидности или платежеспособности в результате влияния негативных шоков со стороны внешней среды;
- ✦ появление непредвиденных новых инвестиционных возможностей и проектов.

**Н**еобходимо отметить, что, несмотря на преобладающее мнение относительно мобилизирующей функции, поддерживаемой финансовой гибкостью, следует обратить внимание и на другие проблемы, решаемые с помощью данного свойства. Так, Грэхэм Дж. и Харвей К. подчеркивают необходимость поддержания финансовой гибкости не только как способности привлечения различных видов заемного капитала, но и сокращения долговых обязательств при сокращении бизнеса в ситуации снижения деловой активности [20].

В соответствии с данным положением, а также на основании того, что в ряде случаев в результате несовершенства финансового рынка – наличия возможности совершения арбитражных операций в части выбора наиболее дешевого источника долгового финансирования из возможных по степени срочности, валюте привлечения, вида кредитования и способа привлечения, а также возможностях привлечения недорого собственного капитала, мы выделили соответственно два вида финансовой гибкости [21]:

- ✦ *экспансионная* – основанная на способности привлекать дополнительные ресурсы;
- ✦ *рестрикционная или конъюнктурная* – основанная на способности реструктуризировать и сокращать долг при появлении более благоприятных возможностей финансирования и соответствующего сокращения финансирования из более дорого источника, а также в случае снижения деловой активности или инвестиционной деятельности.

Вместе с тем, указанные моменты, характеризующие сущность финансовой гибкости, в недостаточной степени объясняют ее отличительные особенности и, следовательно, необходимость формирования. Указанное выше не выделяет ее в отдельный объект управления, отличный от управления платежеспособностью, денежными потоками, капиталом субъекта хозяйствования. Затрагивая данные области управления, финансовая гибкость как самостоятельный объект управления, должна обладать определенными признаками, которые становятся, по сути, ее критериями. Так, с позиции теории организации, гибкость должна обладать атрибутами объема (масштаба), скорости и ускорения [22]. При этом масштаб определяет природу и важность необходимых изменений, скорость – объем или количество изменений за определенный промежуток

времени, ускорение – необходимое усилие при реализации изменения, отражающая его неравномерность во времени. Среди других указываемых характеристик гибкой реакции также указываются количество возможных вариантов ответной реакции, разнообразие или однородность с позиции их дифференциации [23].

Непосредственно на данный момент обращает внимание Вольберда Х. Х. [24], говоря о том, что гибкость – это не пассивное аккумулирование ресурсов, но способность быстро и в полной мере реагировать на обстоятельства. О критерии минимума затрат на реакцию при описании финансовой гибкости говорит и Бьен С. [25] Д. Навин и Д. Лаита подчеркивают важность своевременности реакции и повышения рыночной стоимости самого субъекта хозяйствования [26]. Наиболее точно в этом аспекте о гибкости говорит Приянка К. как о способности к быстрой реакции для определенных изменений в режиме ограниченного времени с небольшими усилиями и затратами с сохранением показателей состояния [27].

Таким образом, гибкость финансов субъекта хозяйствования необходимым образом будет включать в себя такие свойства, как оперативность (скорость реакции), маневренность (разнообразие возможных вариантов реакции), экономичность (стоимость реакции), альтернативность (способность использования одних и тех же вариантов реакции для различных целей), компенсаторность (способность компенсации возможных отклонений).

Данные свойства, опосредующие финансовую гибкость, вне зависимости от способа ее реализации (проактивно или реактивно) позволяют достичь нужного эффекта – реализовать инвестиционные проекты, ликвидировать дефицит ликвидности, снизить финансовые расходы и, следовательно, нарастить рыночную стоимость субъекта хозяйствования.

**З**аслуживает внимание также исследование взаимосвязи финансовой гибкости с «финансовыми ограничениями» – характеристикой финансовой деятельности компаний, интерес к исследованию которой возник в конце 80-х гг. прошлого столетия. В общем случае финансовые ограничения предполагают сложность доступа к внешним источникам финансирования компаний, в первую очередь, заемным, в виду наличия или временного образования значительного разрыва в стоимости между внутренним и внешним капиталом компаний, включая использование неценовых ограничений со стороны инвесторов.

Анализ исследований авторов, предметом которых являются вопросы финансовых ограничений компаний, позволяет судить о том, что во взаимосвязи данных характеристик кроется ключ к пониманию проблемы финансово гибкости – ее ценности и причинам возникновения. Рассмотрение сущности финансовых ограничений позволяет обосновать особенности влияния несовершенства рынка капитала (его фрикционности), уровня развития и структуры финансовой системы, цикличности экономики, характеристик компании (включая финансовую архитектуру) на закономерности проявления финансовой гибкости.

Необходимо отметить, что в настоящее время вопросы финансовых ограничений и финансовой гибкости исследуются учеными параллельно. Вместе с тем, несмотря на непосредственную связь данных характеристик со способностью компании к финансированию, между ними имеются существенные отличия. Так, для финансовых ограничений характерно следующее.

1) *Финансовые ограничения являются результатом несовершенства финансового рынка* – присутствующей на нем асимметрии информации, агентских проблем, морального риска, трансакционных издержек, ведущих к росту явных и неявных издержек внешнего финансирования компаний (как заемных ресурсов, так и внешних источников пополнения собственного капитала). В частности, проблема асимметрии информации возникает вследствие ограниченной информации о компании и перспективах ее развития и предполагает применение инвесторами и кредиторами определенной премии за риск. Источниками проблемы агентских конфликтов (между инвесторами и менеджерами, инвесторами и кредиторами): неадекватность прилагаемых усилий агентами, несоответствие целевого инвестиционного горизонта у агента и принципала, различное восприятие ими рисков, неэффективное или несоответствующее использование активов агентами (проблема замещения активов и экспроприации ренты). В свою очередь, проблема трансакционных издержек реализуется в возникновении существенных накладных издержек при привлечении капитала компаний.

Как результат, «дорогое» внешнее финансирование является причиной субоптимальной структуры финансирования и накопления существенных резервов денежных средств. В данном аспекте финансовая гибкость, направленная на поддержание доступа или потенциала к финансированию, является ответной реакцией на проявление финансовых ограничений, тем самым, опосредованно отражая несовершенство финансового рынка, не способного обеспечить равный, незатратный и своевременный доступ субъектов хозяйствования к источникам внешнего финансирования в случае генерирования ими проектов, инвестиционно привлекательных с точки зрения приносимого ими чистого дисконтированного дохода. В свою очередь, денежные резервы и запас дополнительного привлечения заемного капитала (долговой способности) рассматриваются как основные инструменты формирования финансовой гибкости.

Рассмотрение факта накопления денежных резервов как признака наличия финансовых ограничений на основе исследования его роли в финансовом обеспечении инвестиционной деятельности компаний предложено Альмейда Х. [28]. В дальнейшем данный способ исследования финансовых ограничений использовался Баум К., Шафер Д. и Талавера О. [29].

**О** значимости данного инструмента преодоления финансовых ограничений свидетельствуют данные о состоянии балансов крупнейших мировых компаний в мире. Так, согласно данным FactSet Research Systems, на конец первого квартала 2013 г. остатки денежных резервов, их эквивалентов и краткосрочных финансовых инвестиций компаний реального сектора экономики, входящих в индекс S&P 500 достигли своего максимума и составили 1,29 триллионов долл. США, увеличившись на 60% по сравнению с их уровнем на начало мирового финансового кризиса [30]. В США уровень таких резервов превышает их обычную величину на 30%, их отношение к доходам компаний составляет 13%. Несмотря на то, что это на 300 п. п. меньше, чем на пике кризиса, но выше докризисного уровня – 10% [31]. Для компаний, входящих в Топ 25 по показателю Global Finance Cash 25 их соотношение с доходами составило 27%. К компаниям с наибольшими запасами денежных резервов из них относятся крупнейшие ТНК:

General Electric – 11,2% активов и 52,4% дохода от продаж; Microsoft – 54% и 99%; Oracle – 39% и 86,6%; Apple – 16,5% и 18,6%; Amgen – 44,3% и 139%; Jonson&Jonson – 17,3% и 31,3%; Sony – 11,8% и 24,2%; Intel – 21,5% и 34%.

В то же время необходимо отметить, что формирование значительных резервов ликвидных активов не является однозначным признаком наличия финансовых ограничений и, соответственно, наличия мотива их преодоления. Так, мотивом формирования резервов может быть налоговая оптимизация, реализация сделок слияний и поглощений, сокращение операционной деятельности в результате неблагоприятной конъюнктуры рынка. Вместе с тем, значительная доля среди указанной выборки высокотехнологических компаний подтверждает гипотезу о существовании существенных финансовых ограничений для таких компаний в части финансирования ими расходов на НИОКР [32], порождающие наибольшую информационную асимметрию. Среди четырех мотивов, которые, как правило, указываются в качестве причин формирования резервов, непосредственное отношение к финансовым ограничениям и, следовательно, формированию финансовой гибкости, имеет страховая мотив («*precautionary motive*»), обеспечивающий доступ к финансам во время снижения ликвидности компании или финансового рынка. Именно этот мотив нашел свое подтверждение в ряде исследований как основной фактор роста денежных резервов в структуре компаний США в течение последних 20-ти лет [32]. В результате, величина чистого долга по отношению к пассивам составила на конец 2004г. отрицательную величину –1,48%.

**П** признаком наличия финансовых ограничений и, следовательно, повышенной ценности финансовой гибкости, является низкий уровень финансового левериджа, поддерживаемый в целях обеспечения способности привлекать при необходимости дополнительный заемный капитал. Как и в ситуации с критерием денежных резервов и их эквивалентов, низкая величина заемного финансирования не всегда будет означать наличие финансовых ограничений. К низкому долгу может стимулировать устойчивое состояние факторов цены капитала – высокие издержки финансовой нестабильности, низкий налоговый щит, агентские издержки; наличие более дешевых внутренних источников финансирования. Основываясь на синтезе теорий компромисса и иерархии источников финансирования, мотив поддержания финансовой гибкости в тоже время отличается от других тем, что его целью является формирование запаса долговой способности для реализации впоследствии инвестиций.

Согласно последним исследованиям, проведенными совместно А. Феррандо, М. Марчика, Р. Муром на основе данных более 600 тыс. европейских компаний за период 1993 – 2010 гг., около 34% из них следовали на протяжении, по крайней мере, 3-х лет консервативной долговой политике [33]. Определенные таким образом финансово гибкие компании смогли на 22,6% увеличить свои капиталовложения.

2) *Степень финансовых ограничений существенно образом определяется уровнем развития и структурой финансового сектора экономики.* При этом влияние структуры проявляется следующим образом: банковский сектор, обладающий преимуществом более эффективного преодоления информационной асимметрии по сравнению с организованным финансовым рынком благодаря концентрированию частной информации о заемщиках, в целом,

снижает степень финансовых ограничений для определенной части компаний, не имеющих доступа к публичной эмиссии долговых обязательств. Преимущества развития банковских институтов с позиции снижения информационной асимметрии и, соответственно, финансовых ограничений, проявляются и в возможностях мониторинга, а также более эффективной реструктуризации долга в ситуации снижения финансовой устойчивости компаний [34]. Вместе с тем, преодоление информационной асимметрии, с одной стороны, с помощью развития сектора финансовых посредников не может быть полным, с другой стороны, увеличивает стоимость такого финансирования и, соответственно, степень финансовых ограничений.

**С**ущественную роль также играет взаимовлияние уровня развития и состояния финансового и реального секторов экономики. Так, определяемый объемами обращающихся на финансовом рынке финансовых инструментов уровень развития, формирует тот или иной размер транзакционных издержек, и, соответственно, его привлекательность и доступность с точки зрения привлечения капитала нефинансовыми компаниями. Низкий спрос ввиду высоких транзакционных издержек и издержек информационной асимметрии, ведет к дальнейшему снижению ликвидности рынка, уровня его развития. В сфере банковского кредитования, кроме существующего механизма финансового акселератора, действующего на основе взаимосвязи стоимости активов компаний реального сектора, величины их финансового левериджа и, соответственно, состояния структуры балансов банков, использованием ими ввиду агентских конфликтов неценовых методов ограничения кредитования, аналитики на фоне мирового финансового кризиса отмечают и непосредственное отражение финансовой неустойчивости банков в стоимости финансирования для субъектов хозяйствования [35]. Так, согласно данным Отчета о финансовой стабильности в 2013 г. неустойчивость банковской системы Испании и Италии определяет соответственно 1,6 и 1-процентной маржи в стоимости финансирования для компаний. Исходя из крайне высокой доли плохих активов в структуре балансов банков, не меньшую значимость, по-видимому, играет такая маржа и в Украине. Так, соотношение фактической процентной маржи и минимально необходимой для отечественных банков составило в 2007 г. – 4,04, 2008 г. – 1,93; 2009 г. – 0,52; 2010 г. – 0,53; 2011 г. – 0,53; 2012 г. – 0,27.

Достаточно информативными также являются результаты, полученные А. Феррандо, М. Марчика и Р. Муром по европейским компаниям из шести стран, относительно ценности финансовой гибкости в зависимости от уровня индекса доступности кредитных ресурсов в той или иной стране и степени защиты прав миноритарных акционеров в ситуации агентской проблемы между ними и менеджерами [33]. Согласно данному исследованию компании, поддерживающие низкий уровень левериджа на протяжении по крайней мере трех лет в странах с более сложным доступом к финансированию и более слабой защитой прав инвесторов увеличивают впоследствии инвестиции на 22,7%, в то время как в странах с лучшими данными показателями – только на 7,9%, отражая тем самым более высокую ценность финансовой гибкости в странах с более несовершенным рынком капитала.

Следует обратить внимание также на то, что в своем исследовании указанные авторы трактуют финансовую гиб-

кость именно с позиции наличия логической зависимости «несовершенство финансового рынка – финансовые ограничения – финансовая гибкость (низкий леверидж)», говоря о ней как о способности компании к реализации инвестиций в будущем в ситуации асимметрии информации и агентского конфликта (contracting problems) ведущие к невозможности реализовывать прибыльные вложения [33, с. 19].

3) *Несовершенство рынка капитала определяет существенность влияния внутренних характеристик компаний* (структура активов, размер компании, период функционирования, отраслевая принадлежность, финансовая архитектура) [36]. Несмотря на рассмотрение степени финансовых ограничений исходя из различных характеристик компаний в ряде работ, заслуживает внимание исследование влияния стадий жизненного цикла компании на особенности проявления финансовой гибкости, осуществленной С. Бьеном [37]. Так, для компаний, находящихся на стадии своего развития, характерны низкие доходы, низкий ожидаемый рост денежных потоков, уровень денежных резервов, низкий уровень кредитоспособности, что предполагает высокий уровень финансовых ограничений и, соответственно, существенную необходимость в финансовой гибкости. Финансирование здесь осуществляется преимущественно за счет внешнего пополнения собственного капитала с низким уровнем левериджа. В свою очередь, растущие компании имеют средний уровень доходности, высокий потенциал роста денежных потоков, обладают низким запасом ликвидных активов, но имеют высокий леверидж, обусловленный значительным привлечением долга под будущие денежные потоки. Поддержание же финансовой гибкости для стратегически устойчивых компаний реализуется на основе преимущественно внутренних финансовых ресурсов. Такие компании характеризуются высокой текущей доходностью, низкими перспективами роста, средним уровнем левериджа. Такое обоснование отчасти нарушает положения, как теории иерархии источников финансирования, так и теории компромисса, в то же время внося определенную ясность в существующие пробелы объяснения закономерностей долговой политики компаний указанными теориями.

**З**начимым фактором уровня финансовых ограничений для компаний является и принадлежность последних к холдинговым или конгломеративным структурам, имеющим внутренние рынки капитала. Данный факт объясняет меньший уровень зависимости инвестиций таких компаний от их внутренних финансовых ресурсов и, следовательно, наличие более слабых финансовых ограничений. Исходя же из предпосылки положительного влияния финансового развития именно на тех субъектов хозяйствования, которые испытывают затрудненный доступ к внешнему капиталу, следует отметить отсутствие непосредственной и однозначной зависимости между ростом уровня развития национального финансового рынка и объемами инвестиционной деятельности участников холдингов и конгломератов, финансируемых за счет внешних ресурсов. Данная закономерность на сегодняшний день подтверждена рядом исследований, проведенных в Японии [38], Корею [39], США [40]. В этом аспекте интересными будут и исследования наличия обратной взаимосвязи – «степень финансовых ограничений компаний, входящих в холдинги – уровень финансового развития национального финансового рынка». При этом есть основания предполагать, что такая взаимосвязь является негативной.

4) Особенности и степень проявления финансовых ограничений существенным образом зависят от делового цикла. Стадия кризиса в деловом цикле, сопровождаемая снижением ликвидности кредитного и финансового рынка, ростом стоимости финансирования, использованием неценовых барьеров банками, снижением кредитных рейтингов и кредитоспособности заемщиков, усиливает предпосылки для проявления финансовых ограничений и, следовательно, положительных эффектов от формирования финансовой гибкости.

В последнее десятилетие проведено ряд аналитических исследований в сфере влияния финансовых ограничений и их уровня на принятие инвестиционных решений компаниями, политику их расходов и используемым при этом инструментам достижения ликвидности в условиях, как финансового кризиса в Азии в конце 20-го столетия, так и мирового финансового кризиса 2007 – 2009 гг. [33, 41, 42]. Большая часть из них подтверждает не только, существенную роль финансовых ограничений, но и эффективность инструментов их преодоления.

Так, анализ поддержания ликвидности за счет денежных резервов компаниями США, Европы и Азии, свидетельствует о том, что именно финансово ограниченные из них стремятся поддерживать их с целью реагирования на шоки предложения кредитных ресурсов со стороны кредиторов [43]. Кроме того, такие компании имеют большую долю в своих ресурсах таких, которые привлечены на основе открытия кредитных линий (26%). Вместе с тем, половина финансово ограниченных компаний использует их для текущих нужд и поддержания краткосрочной ликвидности и только каждая 7-я – для обеспечения потенциала ликвидности в будущем, каждая 5-я с целью избегания отказа банка в предоставлении кредита в перспективе. Опрос исполнительных директоров компаний, испытывающих финансовые ограничения, показал, что 87% из них снизили объемы инвестирования, в то время как только 44% финансово неограниченных скорректировали свои инвестиционные планы в период финансового кризиса. Указанные категории компаний отличаются не только способностью привлекать внешние ресурсы, но и задействовать внутренние: как правило, финансово ограниченные компании имеют и меньший потенциал внутреннего финансирования. Так, невозможность привлечения внешних ресурсов во время кризиса заставила более половины финансово ограниченных компаний снизить свои инвестиции, из финансово неограниченных только треть оказалось в такой ситуации.

Особо ценным является то, что авторы не только дают определение финансовым ограничениям как «различного рода осложняющих обстоятельств в привлечении ресурсов на кредитном рынке» [44], но и указывают на различные виды таких ограничений относительно привлечения и использования капитала с помощью кредитной линии, к которым относят: количественные ограничения; ограничения с точки зрения стоимости капитала; сложности в открытии кредитной линии и ее возобновлении.

Следует также указать на сложность взаимосвязи между внутренними и внешними источниками обеспечения ликвидности, и, следовательно, финансовой гибкости. Несмотря на альтернативность в их использовании, безусловен и факт их взаимодополняемости – большая внутренняя ликвидность снижает финансовые ограничения доступа к

внешним ресурсам, снижая тем самым чувствительность инвестиций к чистым денежным потокам компаний. Доказательством этого служат исследования Кампелло М., Грехема Дж. и др. [44], свидетельствующие о положительной связи между инвестициями и кредитными линиями компаний в период финансового кризиса только при определенном уровне накопленных денежных резервов.

Ученым также удалось выявить и другие закономерности формирования финансовой гибкости. Так, наиболее финансово гибкими в период последнего финансового кризиса стали компании, которые: имели меньшую величину долгосрочного долга в структуре заемного финансирования; имели большую долю необеспеченного долга в докризисном периоде; имели более диверсифицированную структуру эмитируемого долга относительно сроков его погашения [45]; обладали доступом к ресурсам нескольких кредиторов [46].

Таким образом, особенностями взаимосвязи финансовой гибкости и финансовых ограничений будут следующие:

- ✦ финансовая гибкость является ответной реакцией компании на проявление ее финансовых ограничений;
- ✦ финансовые ограничения, затрудняющие доступ к внешним финансовым ресурсам, преимущественно определяют ценность формирования только экспансионной гибкости, реализация которой обеспечивает мобилизацию капитала в режиме экономии стоимости и времени. Чем выше уровень финансовых ограничений, тем выше необходимость и, следовательно, ценность финансовой гибкости;
- ✦ как и значимость финансовых ограничений, ценность финансовой гибкости в части ее влияния на рыночную стоимость компаний определяется: степенью несовершенства или фрикционности рынка капитала, уровнем финансового развития и структурой финансовой системы, финансовой архитектурой компании, стадией делового цикла экономики;
- ✦ в отличие от финансовых ограничений, которые могут иметь устойчивую форму ввиду устойчивых внутренних характеристик компаний, финансовая гибкость в большей мере имеет динамическую природу, формирование, поддержание и реализация которой требует определенных усилий и затрат, не позволяющих компании быть перманентно финансово гибкими.

В значительной степени раскрытию сущности и особенностей проявления финансовой гибкости на микроуровне способствует ее классификация. Исходя из источников и целей формирования, влияния на финансовый потенциал, стадии воспроизводства финансовых ресурсов, используемого инструментария, затрагиваемых элементов финансового механизма, стадии делового цикла, видов используемых финансовых ресурсов, выделим виды финансовой гибкости, отраженные в табл. 1.

Приведенная классификация видов финансовой гибкости на микроуровне основана на наиболее широком подходе к ее рассмотрению – с позиции способности субъектов хозяйствования своевременно расширять, сужать или восстанавливать свой финансовый потенциал в соответствии с изменяющимися условиями функционирования с минимальным ростом стоимости используемых финансовых ресурсов или потерей стоимости активов при их обращении в ликвидную форму. При этом такой потенциал

## Классификация видов финансовой гибкости

Признак	Вид финансовой гибкости
1	2
В зависимости от факторов формирования финансовой гибкости	Гибкость, определяемая внешними обстоятельствами и условиями (высокой ликвидностью финансового рынка и банковской системы, стадией экономического подъема) Гибкость, определяемая внутренними характеристиками компании (низкой чувствительностью к возмущениям) - характеризуется наличием низких финансовых ограничений у компании Гибкость, обеспечиваемая эффективным управлением различными инструментами формирования финансовой гибкости или преодоления финансовых ограничений)
В зависимости от цели формирования	Экспансионная - основана на способности привлекать дополнительные ресурсы с целью ликвидации дефицита ликвидности и реализации инвестиционных возможностей Рестрикционная или конъюнктурная (основанная на способности реструктуризировать и сокращать определенный вид финансовых ресурсов) Имеет место при появлении более благоприятных возможностей финансирования и соответствующего сокращения финансирования из более дорого источника, а также в случае снижения деловой активности или инвестиционной деятельности
В зависимости от влияния на финансовый потенциал	Гибкость, обеспечивающая расширение финансового потенциала субъекта хозяйствования - характеризует способность расширить источники формирования и объемы финансовых ресурсов в ограниченные сроки, с минимальным ростом их стоимости Гибкость, обеспечивающая сужение финансового потенциала субъекта хозяйствования - характеризует способность снизить величину используемых финансовых ресурсов максимально безболезненно, то есть с минимальными потерями эффективности функционирования Гибкость, обеспечивающая восстановление финансового потенциала субъекта хозяйствования - характеризует способность восстанавливать величину потенциала до его уровня, сформировавшегося до влияния дестабилизирующего воздействия
В зависимости от мотива формирования	Гибкость, направленная на поддержание финансовой устойчивости (позволяет преодолеть снижение ликвидности компании) Гибкость, направленная на использование благоприятной конъюнктуры финансового рынка - реализуется на основе параллельного использования рестрикционной и экспансионной финансовой гибкости Гибкость, направленная на использование инвестиционных возможностей - реализуется на основе экспансионной гибкости
В зависимости от стадии воспроизводства финансовых ресурсов	Гибкость формирования финансовых ресурсов Гибкость распределения и перераспределения финансовых ресурсов
В зависимости от используемого инструментария	Гибкость, основанная на использовании реальных и финансовых опционов, включая контрактные формы Гибкость, основанная на формировании условий, способствующих преодолению финансовых ограничений (повышение кредитоспособности, снижение информационной асимметрии и т.п.)
В зависимости от используемых элементов финансового механизма	Гибкость, основанная на формировании (резервировании) возможностей реализации различных методов и инструментов мобилизации и распределения финансовых ресурсов Гибкость, основанная на формировании (резервировании) возможностей увеличения степени использования одних методов реализации финансовых оттоновений вместо других

1	2
	Гибкость, основанная на формировании (резервировании) возможностей увеличения рычагов воздействия в финансовой механизме и возможностей корректировки их величины
	Гибкость, основанная на резервировании финансовых активов
	Гибкость, основанная на формировании (резервировании) возможностей перераспределения направлений использования финансовых ресурсов
	Гибкость, основанная на формировании (резервировании) возможностей эффективного использования высвободившегося потенциала временно или постоянно
	Гибкость, основанная на формировании (резервировании) возможностей эффективного выхода или отказа от сложившихся финансовых отношений или метода их реализации путем формирования реального опциона или собственно приобретения финансового опциона
В зависимости от стадии делового цикла	Гибкость, проявляющаяся на стадии кризиса и рецессии
	Гибкость, проявляющаяся на стадии восстановления и экономического подъема
В зависимости от источника используемых финансовых ресурсов	Гибкость, формирующаяся на основе внутренних финансовых ресурсов (за счет чистого денежного потока, резерва денежных средств и краткосрочных инвестиций, мобилизуемых на основе продажи активов, сокращения расходов)
	Гибкость, формирующаяся на основе внешних финансовых ресурсов (заемных ресурсов и ресурсов, привлекаемых для пополнения собственного капитала компании)

реализуется в виде финансовых возможностей наращивания рыночной стоимости компании, а также обеспечения ее устойчивого экономического развития в условиях циклических изменений в экономике.

Исходя из указанного выше, делаемые следующие

**ВЫВОДЫ:**

- ✦ управление финансовой гибкостью на микроуровне финансовой системы охватывает широкий круг финансовых вопросов, охватывающих такие сферы, как управление структурой капитала субъектов хозяйствования, управление ликвидностью и резервами денежных средств, политика вознаграждения собственников;
- ✦ рассмотрение финансовой гибкости в условиях циклического развития экономики, имеющего в виду смену стадий подъема и спада деловой активности с соответствующим изменением состояния финансового рынка, предполагает целесообразность более широкой точки зрения на финансовую гибкость – с позиции рассмотрения различных источников ее формирования и мотивов использования, позволяющих в режиме экономики средств и времени расширять, сужать или восстанавливать финансовый потенциал субъектов хозяйствования;
- ✦ необходимость формирования финансовой гибкости непосредственно взаимосвязана со степенью доступности внешнего капитала для субъектов хозяйствования, проявляющихся в количественных и качественных финансовых ограничениях. Первая является, как инструментом, так и условием преодоления ограниченных финансовых возможностей, достигающих своего максимума в периоды кризиса и экономической рецессии;
- ✦ как и гибкость финансовой системы на макроуровне, на уровне субъектов хозяйствования финансовая гибкость позволяет приспосабливать их финансовый потенциал на основе видоизменения способа организации (механизма функционирования), инструментов управления, финансовых отношений. В зависимости от мотива необходимости данных изменений поддерживается финансовая устойчивость субъекта хозяйствования, имеются возможности к использованию благоприятной конъюнктуры финансового рынка и перспектив инвестирования. ■

**ЛИТЕРАТУРА**

1. Poitevin M. Financial signaling and the “deep pocket” argument / M. Poitevin // Journal of Economics. – 1989. – Vol. 20. – P. 26 – 40.
2. Golgstein R. An EBIT-based model of optimal capital structure / Golgstein R., Ju N., Leland H // Journal of Business. – 2001. – Vol. 74. – P. 483 – 512.
3. Billet M. Financial flexibility and the cost of external finance for U.S. bank holding companies / M. Billet, J. Garfinkel // Journal of money, Credit and banking. – 2004. – Vol. 36. – P. 827 – 852.
4. Byoun S. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? / S. Byoun // Journal of finance. – 2008.
5. Graham J. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, / John R. Graham, R. Harvey Campbell // Journal of Financial Economics. – 2001. – Vol. 61. – P. 187 – 243.
6. Myers S. C. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have / S. C. Myers,

N. S. Majluf // Journal of Financial Economics. – 1984. – Vol. 13. – P. 187 – 221.

**7. Opler T.** The determinants and implications of corporate cash holdings / T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson // Journal of Financial Economics. – 1999. – Vol. 52. – P. 3 – 46.

**8. Almeida H.** The cash flow sensitivity of cash / H. Almeida, M. Campello, M. Weibach // Journal of finance. – 2004. – Vol. 59. – P. 1777 – 1804.

**9. Acharya V.** Is cash negative debt? Hedging perspective on corporate financial policies / V. Acharya, A. Heitor, C. Murillo // Journal of Financial Intermediation. – 2007. – Vol. 16. – P. 515 – 554.

**10. Faulkender M.** Corporate financial policy and the value of cash / M. Faulkender, R. Wang // Journal of finance. – 2006. – Vol. 61. – P. 1957 – 1990.

**11. Dittmar A.** Corporate governance and the value of cash / A. Dittmar, J. Mahrt-Smith // Journal of financial Economics. – 2007. – Vol. 83. – P. 599 – 634.

**12. Harford J.** Corporate governance and firm cash holdings in the US / J. Harford, S. Mansi, W. Maxwell // Journal of Financial Economics. – 2008. – Vol. 87. – P. 535 – 555.

**13. Riddick L.** The corporate propensity to save / L. Riddick, T. Whited // Journal of Finance. – 2009. – Vol. 64. – P. 1729 – 1766.

**14. Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility / DeAngelo H. and L. DeAngelo.** – 2006 [Electronic resource]. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=916093](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=916093)

**15. The value of financial flexibility / Gamba, Andrea, Alexander J. Triantis.** – 2007 [Electronic resource]. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=677086](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=677086).

**16. Bernstein L. A.** Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation, 5th ed. – Boston, Mass., Irwin. – 1993.

**17. Accounting Information on Flexibility: Doctoral Thesis / Carolina Koornhof.** – 1998. – University of Pretoria [Electronic resource]. – Access mode : <http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-10232001-152437/>

**18. Donaldson G.** Strategy for Financial Mobility / G. Donaldson. – Harvard Business School Press, Boston, 1986.

**19. Heath L. C.** Is working capital really working? / L. C. Heath // Journal of Accountancy. – 1980. – Vol. 150 (2). – P. 55 – 62.

**20. Graham J.** The theory and practice of corporate finance: evidence from the field / John R. Graham, R. Harvey Campbell // Journal of Financial Economics. – 2001. – Vol. 61. – P. 187 – 243.

**21. Лактионова А. А.** Анализ факторов формирования финансовой гибкости субъектов хозяйствования в Украине / А. А. Лактионова, И. С. Чижко // Финансы, учёт, банки: Сборник научных трудов. Выпуск 14 / Под общ. ред. П. В. Егорова. – Донецк : ДонНУ, Каштан, 2010. – С. 10 – 24.

**22. Flexibility in Management Theory: Towards Clarification of an Elusive Concept / Martin R. Fellenz.** – 2000 [Electronic resource]. – Access mode : <http://ssrn.com/abstract=1098111> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1098111>

**23. Koste L. L.** Measuring dimensions of manufacturing flexibility / L. L. Koste, M.K. Malhotra, S. Sharma // Journal of Operations Management. – 2004. – Vol. 22, № 2, – Pp. 171 – 196.

**24. Volberda H. W.** Building the Flexible Firm / H. W. Volberda, 1998. – New York : Oxford University Press.

**25. Byoun S.** Financial Flexibility, Leverage, and Firm Size / Soku Byoun. – 2007 [Electronic resource]. – Access mode : [http://finance.baylor.edu/seminars/papers/flexibility\\_fma200702.pdf](http://finance.baylor.edu/seminars/papers/flexibility_fma200702.pdf)

**26. Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls / Naveen D. Daniel, David J. Denis Lalitha Naveen.** – 2010 [Electronic resource]. – Access mode : <http://accounting.uwaterloo.ca/Daniel-Denis-Naveen-1.pdf>

**27. Strategic Flexibility: Study of Selected Telecom Companies in India / Priyanka Kokil** [Electronic resource]. – Access mode : <http://connection.ebscohost.com/c/articles/27538532>

**28. Almeida H.** The cash flow sensitivity of cash / H. Almeida, M. Campello, M. Weibach // Journal of Finance. – 2004. – Vol. 59 (4). – P. 1777 – 1804.

**29. Baum K.** The Impact of Financial Structure on Firms' Financial Constraints: A Cross-Country Analysis / Baum Christopher F., Schaefer, Dorothea, Talavera, Oleksandr. – 2009 [Electronic resource]. – Access mode : <http://ssrn.com/abstract=1431344> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1431344>

**30. Sticking to the straight and narrow** – 2013 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.gfmag.com/archives/178/12639-treasury-and-cash-management-liquidity-and-investment-management.html#axzz2nwlqlqx9>

**31. What is up with corporate cash** – 2013 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.gfmag.com/archives/178-september-2013/12641-treasury-and-cash-management-global-finance-cash-25.html#ixzz2nwocZVqD>

**32. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To? / Thomas W. Bates, Kathleen M. Kahle, Rene M. Stulz.** – 2006 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.nber.org/papers/w12534.pdf>

**33. Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Low Leverage Firms / R. Mura, M.T. Marchica.** – 2009 [Electronic resource]. – Access mode : <http://ssrn.com/abstract=891562>

**34. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt / Raghuram G. Rajun** // The Journal of Finance. – 1992. – Vol. 47 (Issue 4). – P. 1367 – 1400.

**35. Global Financial Stability Report: Transition Challenges to Stability** [Electronic resource]. – 2013. – October. P. 36. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/02/index.htm>

**36. Лактионова О. А.** Передумови формування національної моделі фінансових обмежень суб'єктів господарювання : монографія / О. А. Лактионова // Теоретико-методологічні основи дослідження процесів формування стратегії сталого розвитку соціально-економічної система в умовах інтеграції та глобалізації / За заг. ред. д. е. н., проф. І. Ю. Швеця. – Сімферополь : ДІАЙПІ, 2013. – С. 96 – 105.

**37. Financial Flexibility and Capital Structure Decision / Soku Byoun.** – 2011 [Electronic resource]. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1108850](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108850)

**38. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups / Takeo Hoshi, Anil Kashyap, David Scharfstein** // The Quarterly Journal of Economics. – 1991. – Vol. 106(1). – P. 33 – 60.

**39. Almeida, H.** Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal capital markets. / H. Almeida, D. Wolfenzon // Journal of Financial Economics. – 2006. – Vol. 79. – P. 99 – 144.

**40. Campello M.** Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy / Murillo Campello // The Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57. – P. 2773 – 2805.

**41. Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance: Evidence from East Asian Firms / Özgür Arslana, Chris Florackis, Aydin Ozkan** [Electronic resource]. – Access mode : [http://www.uic.edu/cba/cba-depts/finance/documents/arslanflorackis\\_ozkan.pdf](http://www.uic.edu/cba/cba-depts/finance/documents/arslanflorackis_ozkan.pdf)

**42. Financial Flexibility and the Impact of the Global Financial Crisis: Evidence from France / Franck Bancel, Usha R. Mittoo** [Electronic resource]. – Access mode : <http://ssrn.com/abstract=1587302>

**43. Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis / Murillo Campello, Erasmo Giambona, John R. Graham, Campbell R. Harvey** [Electronic resource]. – Access mode : [http://www.nber.org/papers/w16309.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w16309.pdf?new_window=1)

44. Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis / H. Almeida, M. Campello, B. Laranjeira, S. Weisbenner. – 2012 [Electronic resource]. – Access mode : <http://cfr.ivo-welch.info/2012/almeida-campello-laranjeira-weisbenner-2012.pdf>
45. Granularity of Corporate Debt: Theory and Tests / J. Choi, D. Hackbarth, J. Zechner. – 2012 [Electronic resource]. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1966613](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1966613)
46. **Murfin J.** The Supply-Side Determinants of Loan Contract Strictness / J. Murfin // *Journal of Finance*. – 2012. – Vol. 67. – P. 1565 – 1601.

## REFERENCES

- Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M. "The cash flow sensitivity of cash". *Journal of finance*, no. 59 (2004): 1777-1804.
- Acharya, V., Heitor, A., and Murillo, C. "Is cash negative debt? Hedging perspective on corporate financial policies". *Journal of Financial Intermediation*, no. 16 (2007): 515-554.
- Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M. "The cash flow sensitivity of cash". *Journal of Finance*, no. 59 (4) (2004): 1777-1804.
- Almeida, H., and Wolfenzon, D. "Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal capital markets". *Journal of Financial Economics*, no. 79 (2006): 99-144.
- Arskana, O., Florackis, C., and Ozkan, A. "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance: Evidence from East Asian Firms". [http://www.uic.edu/cba/cba-depts/finance/documents/arslanflorackis\\_ozkan.pdf](http://www.uic.edu/cba/cba-depts/finance/documents/arslanflorackis_ozkan.pdf) or [http://www.uic.edu/cba/cba-%20depts/finance%20/documents/arslanflorackis\\_ozkan.pdf](http://www.uic.edu/cba/cba-%20depts/finance%20/documents/arslanflorackis_ozkan.pdf)
- Almeida, H., Campello, M., and Laranjeira, B. "Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis" <http://cfr.ivo-welch.info/2012/almeida-campello-laranjeira-weisbenner-2012.pdf>
- Bernstein, L. A. *Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation*. Boston; Mass. : Irwin, 1993.
- Byoun, S. "Financial Flexibility, Leverage, and Firm Size" [http://finance.baylor.edu/seminars/papers/flexibility\\_fma200702.pdf](http://finance.baylor.edu/seminars/papers/flexibility_fma200702.pdf)
- Billet, M., and Garfinkel, J. "Financial flexibility and the cost of external finance for U. S. bank holding companies". *Journal of money, Credit and banking*, no. 36 (2004): 827-852.
- Baum, C. F., Schaefer, D., and Talavera, O. "The Impact of Financial Structure on Firms' Financial Constraints: A Cross-Country Analysis". <http://ssrn.com/abstract=1431344> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1431344>
- Bates, T. W., Kahle, K. M., and Stulz, R. M. "Why Do U. S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To?". <http://www.nber.org/papers/w12534.pdf>
- Byoun, S. "Financial Flexibility and Capital Structure Decision". [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1108850](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108850)
- Byoun, S. "How and when do firms adjust their capital structures toward targets?". *Journal of finance* (2008).
- Bancel, F., and Mittoo, U. R. "Financial Flexibility and the Impact of the Global Financial Crisis: Evidence from France". <http://ssrn.com/abstract=1587302>
- Campello, M. "Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy". *The Journal of Finance*, vol. 57 (2002): 2773-2805.
- Campello, M., Giambona, E., and Graham, J. R. "Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis" [http://www.nber.org/papers/w16309.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w16309.pdf?new_window=1)
- Choi, J., Hackbarth, D., and Zechner, J. "Granularity of Corporate Debt: Theory and Tests" [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1966613](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1966613)
- Donaldson, G. *Strategy for Financial Mobility*. Boston: Harvard Business School Press, 1986.
- Dittmar, A., and Maht-Smith, J. "Corporate governance and the value of cash". *Journal of financial Economics*, no. 83 (2007): 599-634.
- DeAngelo, H., and DeAngelo, L. "Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility" [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=916093](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=916093)
- Fellenz, M. R. "Flexibility in Management Theory: Towards Clarification of an Elusive Concept" <http://ssrn.com/abstract=1098111>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1098111>
- Faulkender, M., and Wang, R. "Corporate financial policy and the value of cash". *Journal of finance*, no. 61 (2006): 1957-1990.
- Golstein, R., Ju, N., and Leland, H. "An EBIT-based model of optimal capital structure". *Journal of Business*, no. 74 (2001): 483-512.
- "Global Financial Stability Report: Transition Challenges to Stability". <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/02/index.htm>
- Gamba, A., and Triantis, A. J. "The value of financial flexibility" [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=677086](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=677086)
- Graham, J. R., and Campbell, R. H. "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field". *Journal of Financial Economics*, no. 61 (2001): 187-243.
- Graham, J. R., and Campbell, R. H. "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field". *Journal of Financial Economics*, no. 61 (2001): 187-243.
- Heath, L. C. "Is working capital really working?". *Journal of Accountancy*, no. 150 (2) (1980): 55-62.
- Harford, J., Mansi, S., and Maxwell, W. "Corporate governance and firm cash holdings in the US". *Journal of Financial Economics*, no. 87 (2008): 535-555.
- Hoshi, T., Kashyap, A., and Scharfstein, D. "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106 (1) (1991): 33-60.
- Koste, L. L., Malhotra, M. K., and Sharma, S. "Measuring dimensions of manufacturing flexibility". *Journal of Operations Management*, vol. 22, no. 2 (2004): 171-196.
- Kokil, P. "Strategic Flexibility: Study of Selected Telecom Companies in India". <http://connection.ebscohost.com/c/articles/27538532>
- Koornhof, C. "Accounting Information on Flexibility: Doctoral Thesis". <http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-10232001-152437/>
- Laktionova, O. A. "Peredumovy formuvannia natsionalnoi modeli finansovoykh obmezhzen sub'ektiv hospodariuvannia" [Pre-requisites forming a national model of financial constraints entities]. In *Teoretyko-metodolohichni osnovy doslidzhennia protsesiv formuvannia stratehii staloho rozvytku sotsialno-ekonomichnoi systemy v umovakh intehratsii ta hlobalizatsii*, 96-105. Simferopol: DIAPI, 2013.
- Laktionova, A. A., and Chishko, I. S. "Analiz faktorov formirovaniia finansovoy gibkosti subektiv khoziaystvovaniia v Ukrainie" [Analysis of factors in the formation of business entities financial flexibility in Ukraine]. *Finansy, uchët, banki*, no. 14 (2010): 10-24.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, no. 13 (1984): 187-221.
- Mura, R., and Marchica, M. T. "Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Low Leverage Firms". <http://ssrn.com/abstract=891562>
- Murfin, J. "The Supply-Side Determinants of Loan Contract Strictness". *Journal of Finance*, no. 67 (2012): 1565-1601.
- Opler, T., Pinkowitz, L., and Stulz, R. "The determinants and implications of corporate cash holdings". *Journal of Financial Economics*, no. 52 (1999): 3-46.
- Poitevin, M. "Financial signaling and the "deep pocket" argument". *Journal of Economics*, no. 20 (1989): 26-40.
- Riddick, L., and Whited, T. "The corporate propensity to save". *Journal of Finance*, no. 64 (2009): 1729-1766.
- Raghuram, G. Rajun "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt". *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 4 (1992): 1367-1400.
- "Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls". <http://accounting.uwaterloo.ca/Daniel-Denis-Naveen-1.pdf>
- "Sticking to the straight and narrow". <http://www.gfmag.com/archives/178/12639-treasury-and-cash-management-liquidity-and-investment-management.html#axzz2nwlqlqx9>
- Volberda, H. W. *Building the Flexible Firm* New York: Oxford University Press, 1998.
- "What is up with corporate cash" <http://www.gfmag.com/archives/178-september-2013/12641-treasury-and-cash-management-global-finance-cash-25.html#ixzz2nwocZVqD>