

та підприємницької діяльності і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого" (Національний банк, Постанова "Про затвердження Правил бухгалтерського обліку доходів і витрат банків України" від 18.06.2003 N 255).

З викладеного вбачається, що український законодавець раніше, до прийняття закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", підходив до визначення поняття "фінансовий інструмент" звичайним для нього чином, а саме, не шляхом переліку інструментів, які можна віднести до фінансових, а шляхом виокремлення ознак та критеріїв, які дозволяють віднести той чи інший інструмент до фінансового. І лише з прийняттям закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" український законодавець став визначати поняття "фінансового інструменту" у такий самий спосіб, що і ЄС, а саме шляхом прямого переліку інструментів, які можна віднести до "фінансового інструменту".

Поняття "фінансовий інструмент" яке міститься у секції "С" додатку 1 Директиви 2004/39/ЄС, хоча і здебільшого збігається із визначенням із ідентичним поняттям, яке міститься у ст. 1 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", проте є дещо (але не набагато) ширшим за нього та включає інструменти, які в Україні не тільки не визначені законодавчо, але і які не використовуються на практиці (наприклад, такі, як: будь-які деривативні контракти, пов'язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції);

незважаючи на схожість визначень термінів у тому, що фінансовим інструментом може бути контракт або цінний папір, Директива 2004/39/ЄС не визнає фінансовим інструментом "документ, який підтверджує право власності на цінні папери або їх похідні", як це визнається українським законодавцем у п. 1 розділу 1 Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22 січня 1998 р. №19;

Визначення терміну "фінансового інструменту", яке міститься у Директиві 2004/39/ЄС не вказує окремо на те, що наслідком використання фінансового інструменту обов'язково має бути "виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і, з другої сторони, виникнення фінансового зобов'язання або виникнення інструмента власного капіталу в іншого підприємства", як про це йдеться у визначеннях досліджуваного терміну Мінфіну та НБУ. Водночас, така відсутність не має фактично ніякого значення, оскільки сама сутність угоди, яка може визнаватися фінансовим інструментом, вказує на ідентичні наслідки.

Положення Директиви ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. були перенесені в законодавство деяких країн ЄС, зокрема Німеччини і Франції.

В Німеччині в тексті закону про цінні папери (Wertpapierhandelsgesetz, 1998 р.) поняття "фінансовий

інструмент" часто вживається в тексті закону, однак його поки що не стали використовувати в назві закону.

У Франції було видано Закон 96-597 "Про модернізацію фінансової діяльності". Цим законом (Ст. 1, ст. 3) у Франції було запроваджене нове поняття "фінансові інструменти" Поняття "фінансовий інструмент" об'єднує акції та інші цінні папери, які можуть давати прямий чи опосередкований доступ до капіталу чи до права голосу (передаються за допомогою напису на рахунок або безпосередньої передачі), та боргові зобов'язання, які засвідчують право вимагати борг від юридичної особи (що випустила ці зобов'язання), які також передаються за допомогою запису на рахунок чи безпосередньої передачі документа (крім переказних векселів та здатних до обігу боргових сертифікатів).

В Грошово-фінансовому кодексі (Ст. L211-1), який згідно з Ордонансом № 2007-544 від 12 квітня 2007 г. набуває чинності з 1 листопада 2007 г. зазначено, що фінансові інструменти складаються з акцій та боргових зобов'язань (аналогічно описаному вище положенню ст. 1 та ст. 3 закону 1996 р.), але крім того до фінансових інструментів додаються: 1) паї або акції організацій колективного інвестування (інвестиційні фонди); 2) фінансові інструменти з певним терміном (їх перелік наводиться в додатку до ордонансу); 3) будь-які інші фінансові інструменти, еквівалентні зазначеним раніше, а також випущені на основі законів інших держав документи, які засвідчують права на фінанси, інвестовані в інші підприємства.

Для розвитку українського ринку фінансових послуг у відповідності до міжнародних стандартів (зокрема, стандартів ЄС) можна рекомендувати розроблення концепції довгострокового розвитку фінансового ринку України, яка передбачатиме узгодження правової бази з регулювання ринку фінансових послуг з вимогами законодавства ЄС.

Вивчення відмінностей правової бази України та ЄС, так само як подальший аналіз проблеми гармонізації законодавчої бази діяльності фінансового ринку в Україні, країнах ЄС і США є напрямом подальших досліджень автора.

1. Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:FR:HTML>). 2. European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC – MiFiD ([http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/L\\_145/L\\_14520040430en00010044.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/L_145/L_14520040430en00010044.pdf)). 3. Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), September 1998 (BGBl. I S. 2708). ([www.bafin.de/gesetz/wphg.htm](http://www.bafin.de/gesetz/wphg.htm)). 4. Loi no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières ([www.banque-france.fr/fr/supervil/telechar/regle\\_bafi/lmaf.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/supervil/telechar/regle_bafi/lmaf.pdf)). 5. Securities Act Of 1933 ([www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf](http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf)). 6. Securities Exchange Act Of 1934 ([www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf](http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf)). 7. Блауг М. 100 великих економістів до Кейнса. – М., 2005. – С. 330–331. 8. Колісник М.К., Маслак О.О., Романів Є.М. Фінансовий ринок. – Львів: Львівська політехніка, 2004. – С. 7–11. 9. Леоненко П.М., Юхименко П.І., Ільєнко А.А. та ін. Теорія фінансів: Навчальний посібник / За загальною ред. О.Д. Василика. – Київ: Центр навчальної літератури, 2005. – С. 394.

Надійшла до редколегії 05.11.2007

Л.І. Данілова, канд. екон. наук, доц.

## ПОЛІТИКА ДИВІДЕНДНИХ ВИПЛАТ В КОНТЕКСТІ РОЗШИРЕННЯ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ ГОСПОДАРЮЮЧИХ СУБ'ЄКТІВ

*Розкриття сутності дивідендної політики і висвітлені її проблеми на українських підприємствах. Досліджений вплив дивідендної політики на фінансові результати та інтереси акціонерів. Запропоновані пропозиції щодо удосконалення дивідендної політики підприємств.*

*The peculiarities of dividend policy in Ukraine are lightened. The main advantages and disadvantages of its influence on a company activity and on the shareholders are opened. The recommendations for its improvement are formed.*

Одним з важливих завдань фінансового менеджменту є формування та реалізація дивідендної політики

підприємства. Дивіденди – частина чистого прибутку, яка розподілена між учасниками (власниками акцій)

відповідно до частки їх участі у статутному капіталі підприємства. На основі проведеного дослідження ми прийшли до висновку, що дивідендна політика – це набір цілей (завдань), які ставить перед собою керівництво підприємства у галузі виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення.

Найбільш чітко вираженим є зв'язок між дивідендною політикою та інвестуванням підприємства з одного боку, з іншого – фінансовою політикою компанії. Чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реінвестицій. Якщо ж приймається рішення про тезаврацію прибутку, то збільшується величина власного капіталу, а отже, змінюється загальна структура капіталу підприємства, що за певних обставин впливає на його вартість. Зв'язок між дивідендною політикою і ринковим курсом корпоративних прав описується класичним алгоритмом. Курс акцій прямо пропорційний дивіденду та обернено пропорційний процентній ставці за альтернативними вкладеннями капіталу на ринку.

Стабільний рівень дивідендних виплат може сигналізувати про те, що вкладені інвесторами в підприємство капітал працює ефективно.

В 1961 році Ф. Модільяні та М. Міллер сформулювали тезу, що політика дивідендів, при ряді певних економічних припущень, може не впливати на вартість підприємства.

Отже, за інших рівних умов, дивідендні виплати позитивно впливають на ринковий курс корпоративних прав.

З іншого боку, відсутність дивідендів, або їх різке коливання, свідчить про нестабільність і ризиковість підприємства – емітента корпоративних прав. Як наслідок – ринковий курс падає. Щоправда, інвестори можуть високо оцінити вартість акцій підприємства, навіть і без виплати дивідендів, якщо вони добре поінформовані про його фінансову стратегію, причини невиклати або скорочення виплати дивідендів і напрямки реінвестування прибутку. Досвід показує, що поряд з власниками корпоративних прав, котрі віддають перевагу стабільним дивідендам, є група інвесторів, які при прийнятті своїх рішень виходять насамперед з критерію мінімізації податкових платежів. Якщо податковим законодавством, наприклад США, передбачено нижчий рівень оподаткування нерозподіленого прибутку порівняно з розподіленим, то підприємство отримує податкові переваги при використанні його як джерела фінансування реінвестованого прибутку. Водночас вартість обслуговування власного капіталу, залученого із зовнішніх джерел, підвищується. Якщо ж рівень оподаткування дивідендів є нижчим, ніж рівень нерозподіленого прибутку (наприклад Німеччина), то вигіднішою буде все ж виплата дивідендів. Ці положення складають основу концепції податкових переваг [2, с.74].

В Україні рішення про виплату дивідендів та їх розмір за корпоративними правами кожної категорії інвесторів повинні приймати власники (загальні збори акціонерів) підприємства за рекомендацією наглядової ради чи пропозицією виконавчих органів. Порядок повідомлення власників корпоративних прав про виплату дивідендів регламентується, як правило, статутом товариства. Найчастіше підприємства подають відповідне оголошення у заздалегіть визначених друкованих засобах масової інформації. У разі прийняття рішення про виплату дивідендів емітент корпоративних прав, на який нараховуються дивіденди, проводить зазначені виплати власнику корпоративних прав пропорційно його частці в статутному капіталі підприємства. Нарахування дивідендів може здійснюватись шляхом застосування визна-

ченого процента до номінального капіталу, який належить окремим власникам корпоративних прав. Величина цього процента розраховується як відношення чистого прибутку (іншого джерела), який спрямовується на виплату дивідендів, до обсягу статутного капіталу. Досвід показує, що дивідендні виплати можна класифікувати за такими ознаками: 1) по ступеню гарантованості (гарантовані, негарантовані), 2) по періодичності (за підсумками звітного року, щоквартально, з іншою періодичністю) 3) за формою оплати (цінними паперами, грошима, товарами).

Стандартною формою виплати дивідендів є грошова. З прийняттям зборами власників рішення про нарахування дивідендів, частина власного капіталу перетворюється на позичковий. Заборгованість підприємства його власникам, пов'язана з нарахуванням дивідендів, відображається за статтею "Поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками". Виплачуючи дивіденди, підприємство погашує згаданий борг. Інколи, приймається рішення про виплату дивідендів у негрошовій формі: корпоративними правами, іншими фінансовими інструментами, товарами, знижками на товари. Найпоширенішою негрошовою формою є виплата дивідендів у формі додаткових корпоративних прав, зокрема акцій.

Специфічною формою виплати дивідендів у негрошовій формі, до якої досить часто вдаються підприємства в економічно розвинутих країнах, є дивіденди у формі цінних паперів інших емітентів, які є в інвестиційному портфелі. Для вітчизняних підприємств характерною є виплата дивідендів у товарній формі. Її використовують як підприємства, що виробляють товари народного споживання, так і ті, які ці товари отримують за бартерними схемами. Досить часто реальні власники таких підприємств отримують приховані дивіденди за різного роду схемами ухилення від оподаткування.

До виплати дивідендів товарами чи послугами, виробництвом яких займається підприємство, вдаються і фірми в країнах ЄС. Як правило, це – транспортні підприємства, які виплату дивідендів оформлюють у вигляді різного роду транспортних пільг. Широко відомими є так звані "винні бони". Змішана форма виплати дивідендів передбачає комбінацію різних форм виплат винагородити власникам: частково у вигляді грошових коштів, а частково – іншими (негрошовими) засобами). Зборами власників повинно бути прийнято рішення, згідно якого, частина акціонерів (за їх вибором) одержує дивіденди в грошовій формі, а інша – у формі корпоративних прав. В будь-якому випадку, власники самі повинні вирішувати, яка форма дивідендів є для них вигіднішою з погляду максимізації їх капіталу.

Треба відмітити, що інколи керівництво підприємства може маніпулювати розміром чистого прибутку, який засвідчується в звітності і є джерелом виплати дивідендів та основою для прийняття рішення про це на зборах власників. На Заході, відповідні маніпуляції здійснюються, як правило, за допомогою інструменту прихованих резервів. Виконавчі органи підприємств за узгодженістю з окремими власниками, досить часто вдаються до прихованого розподілу прибутку. Приховані виплати дивідендів здійснюються безпосередньо на користь власників підприємства або на користь так званих пов'язаних, або афільованих осіб. Ці доходи можуть утворюватись в результаті здійснення таких операцій, як: продаж товарів зазначеним особам за заниженими цінами; придбання товарів у таких осіб за завищеними цінами; виплата завищених процентів за депозитами, позичками; одержання позичок за заниженими процентними ставками; оплата фіктивних угод за невиконані послуги (ноу-хау); оплата закордонних відряджень.

У процесі реалізації дивідендної політики підприємства можуть використовувати такі фінансові засоби: збільшення статутного капіталу та виплата дивідендів акціями; подрібнення акцій; викуп АТ акцій власної емісії (або зменшення номіналу); формування резервів виплати дивідендів. Так, важливим інструментом дивідендної політики є збільшення статутного капіталу підприємства без залучення додаткових внесків власників. У такому разі відповідна частина прибутку підприємства трансформується у статутний капітал. Причому до статутного капіталу може спрямовуватись як прибуток звітного року, так і залишок нерозподіленого прибутку минулих років. Вдаючись до цього прийому, підприємства можуть досягти двох цілей: забезпечити певний рівень самофінансування, оскільки прибуток залишається на підприємстві; збільшити базу для нарахування дивідендів.

Збільшення статутного капіталу супроводжується, як правило, виплатою дивідендів, акціями, які емітуються за номінальною вартістю, тобто без ажіо. Виплати дивідендів акціями здійснюється відповідно до частки участі кожного з власників у статутному капіталі. Зазвичай, така виплата не змінює пропорцій участі всіх акціонерів (власників) у статутному капіталі підприємства-емітента. Акціонери, які бажають отримати грошові кошти, можуть реалізувати безоплатно отримання акцій на ринку. До цієї форми виплати дивідендів вдаються підприємства, які динамічно розвиваються і мають постійну потребу в капіталі. При емісії цих акцій, необхідно стежити, щоб така операція суттєво не вплинула на "розмивання" статутного капіталу та на ринковий курс корпоративних прав. Після збільшення статутного капіталу можна підвищити абсолютну суму дивідендів за стабільної ставки їх нарахування.

Якщо збільшення статутного капіталу відбувається в рамках реалізації певного типу дивідендної політики, то курс емісії, як правило, встановлюється на рівні номіналу, або дещо перевищує його. Курс емісії повинен бути встановлений таким чином, щоб це дало змогу забезпечити стабільний розмір дивідендів після збільшення номінального капіталу.

Досить відомим інструментом дивідендної політики, до якого вдаються підприємства європейських країн та США, є подрібнення акцій та викуп АТ акцій власної емісії. Механізм подрібнення акцій у рамках дивідендної політики застосовується за високого ринкового курсу акцій та високого рівня капіталізації. За рішенням загальних зборів акціонерів АТ може бути проведено подрібнення акцій (спліт) : кожна з випущених товариством акцій замінюється на кілька акцій меншого номіналу. Величина статутного капіталу при цьому не змінюється. Однак, як і у випадку зі збільшенням статутного капіталу, досягається зменшення ринкової ціни акції. Провівши подрібнення акцій, наприклад, у співвідношенні 1:3, емітент може викупити у власника певну кількість акцій, аннулювати їх, досягнувши при цьому зменшення загальної номінальної вартості акцій, які є в обігу, з одночасним зростанням їх ринкової ціни. Грошові компенсації за викуп акцій можна трактувати як дивідендні платежі, що до того ж не підлягають оподаткуванню.

Підприємства здебільшого прагнуть забезпечити стабільний рівень дивідендних виплат, що позитивно впливає на стабілізацію курсу їх корпоративних прав. З цією метою в роки з високим обсягом чистого прибутку останній повністю не розподіляється, а спрямовується на формування резервів, у тому числі прихованих. У роки з недостатнім рівнем прибутковості підприємство може спрямувати на виплату дивідендів частину раніше сформованих резервів. Зазначені резерви також використовуються для забезпечення дивідендних виплат за

привілейованими акціями. Проведене дослідження показало, що на практиці використовуються такі основні методи нарахування та виплати дивідендів: залишковий метод і стратегія припинення дивідендних виплат; метод стабільних дивідендів; метод гнучкої дивідендної політики; метод стійкого приросту дивідендів; метод стабільної та бонусної частини. Аналіз довів переваги і вади кожного з цих методів.

Вивчення досвіду показало, що обрана підприємством дивідендна політика має узгоджуватись із податковим законодавством. Основні питання, які повинні з'ясувати фінансові служби в контексті виплати дивідендів та оподаткування, стосуються порядку оподаткування нерозподіленого прибутку (на рівні підприємства), розподіленого прибутку (на рівні одержувачів дивідендів) та нарахувань на дивіденди. Згідно із законодавством України, підприємство виплачує дивіденди своїм акціонерам (власникам), нараховує та утримує податок на дивіденди в розмірі 25 % нарахованої суми виплат за рахунок таких виплат незалежно від того чи є емітент платником податку на прибуток. Отже, ставка оподаткування розподіленого прибутку (як і нерозподіленого) становить 25 %, безпосереднім платником податку на дивіденди є суб'єкт підприємницької діяльності- емітент корпоративних прав; об'єкт оподаткування- сума дивідендів; строк сплати- до/або одночасно з виплатою дивідендів. Важливим є те, що емітент корпоративних прав зменшує суму нарахованого податку на прибуток на суму внесеного до бюджету податку на дивіденди. Якщо сума сплаченого податку на дивіденди перевищує суму податкових зобов'язань підприємства-емітента за податком на прибуток звітного року, різниця преноситься на зменшення зобов'язань за податком на прибуток такого підприємства у майбутніх податкових періодах. За прийняття рішення про спрямування чистого прибутку на збільшення статутного капіталу та виплату дивідендів у формі корпоративних прав (акцій, облигацій, часток, паїв) податок на дивіденди не застосовується за умови, що така виплата жодним чином не змінює пропорцій участі власників у статутному капіталі підприємства-емітента.

Слід враховувати, що держава у будь-якому разі отримує всю суму податку. В останньому випадку не сплачується податок на дивіденди, однак на всю суму оподаткованого прибутку нараховується податок на прибуток. Якщо одержувачем дивідендів є юридична особа, то цей вид доходів не включається до складу валового доходу такого підприємства для цілей оподаткування за умови, якщо з дивідендів утримано податок на рівні емітента корпоративних прав. Аналогічний порядок встановлений для одержувачів дивідендів-фізичних осіб: до сукупного оподаткованого доходу, одержаного громадянами, не включаються суми дивідендів, що були оподатковані під час їх виплати. Дивіденди, що виплачуються в грошовій формі або у формі цінних паперів (корпоративних прав), не оподатковуються також податком на додану вартість. На суми виплачених дивідендів не нараховуються збори на обов'язкове пенсійне страхування, соціальне страхування тощо, оскільки дивіденди не є платіжем у рамках оплати праці.

Ефективність дивідендної політики підприємства оцінити надзвичайно складно. Очевидно, ефективною буде така політика, за якої забезпечується мінімізація принципал-агент-конфлікту між окремими власниками, кредиторами та менеджментом підприємства. Зрозуміло, що уникнути таких конфліктів можна за максимізації доходів власників, за відсутності обмежень з боку кредиторів. Так, в електроенергетичному комплексі США при випуску облигацій корпораціям заборонено здійсню-

вати додаткові емісії боргових цінних паперів, якщо коефіцієнти покриття процентних платежів емітента падають нижче деякого встановленого рівня. Зазвичай, в якості такого порогового значення використовується величина прибутку, що в 2 рази перевищує суму процентних виплат [1, с.772].

Як вже зазначалось, ці доходи можуть бути у формі підвищення курсової вартості та (або) дивідендів. Певні висновки щодо ефективності дивідендної політики можна зробити на основі аналізу показників прибутковості корпоративних прав, від значення яких залежать обидві складові доходів власників. В інформації про фінансово господарську діяльність АТ, що обов'язково публікується

емітентами у друкованих виданнях, нажаль наводяться лише окремі показники по дивідендах. Зокрема: частка чистого прибутку, спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис. грн.); чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію, дивіденди, нараховані на одну просту акцію. За певних обставин, ефективною буде така дивідендна політика, за якої забезпечується зростання ринкової ціни корпоративних прав.

1. Р.Брейли,С.Майерс.Принципы корпоративных финансов. Москва 1997; 2. Суржик В.Г.Корпоративно-дивідендна політика в Україні. В зб. "Формування ринкових відносин в Україні".2005,№10(53),с.72-75.

Надійшла до редколегії 07.11.2007

О.П. Нестеренко, канд. екон. наук, доц.

## ТЕОРІЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЦИКЛУ: АНАЛІЗ АВСТРІЙСЬКОЇ ШКОЛИ

*Розкрито сутність австрійської теорії економічного циклу. Проаналізовано відмінності підходу австрійської школи від теорій економічних коливань інших течій економічної науки*

*Essence of Austrian theory of economic cycle has been revealed. Differences of Austrian school approaches from theories of economic fluctuations in other streams of economic sciences have been analyzed*

Колівання ділової активності становили інтерес для економістів впродовж значного історичного періоду – від встановлення певної періодичності, повторюваності кризових явищ на початку ХІХ століття. Відбиття цієї тенденції здійснено ще у дослідженнях класичних економістів означеного періоду – Д. Рікардо, Т. Мальтуса, Дж.С. Мілля та представників рикардіанської школи. Об'єктивною основою періодично повторюваних економічних коливань було завершення промислового перевороту та його довгострокові наслідки у формі перебудови структури економіки, чільне місце у якій посіли галузі важкої промисловості з високою капіталоозброєністю. В подальших дослідженнях, зокрема К. Жюгляра та К. Маркса, коливання ділової активності представлено як такі, що мають циклічний характер, розгортаються шляхом проходження кількох взаємообумовлених фаз, спричинюються масовим оновленням основного капіталу. Особливу цікавість для економістів впродовж двох століть становило дослідження фази кризи – причин падіння, потрясіння, банкрутств, різкого скорочення обсягів виробництва промислової продукції, що супроводжувалося зниженням або підвищенням загального рівня цін. Криза представлялася найбільш неоднозначною фазою циклу, що безперечно здійснює згубний вплив, але разом з тим є періодом "творчого руйнування" (К. Маркс, Й Шумпетер), готує передумови для наступного економічного підйому.

Окремого дослідження потребує з'ясування специфіки підходу представників неоавстрійської школи неолібералізму до причин, проявів і механізму циклічних коливань, методів запобігання циклічним кризам, а також виявлення ідейної спорідненості та методологічних відмінностей австрійського підходу відносно інших теорій економічного циклу, що й визначає мету пропонованої статті.

Спроби більш глибокого й детального вивчення економічного циклу закономірно припадають на 20-30-ті роки ХХ століття. Це пояснюється, з одного боку, епохою *prosperity* 1920-1929 років у Сполучених Штатах (неухильного зростання американської економіки впродовж майже десятиліття на тлі позитивних наслідків І світової війни для цієї країни, а саме: відсутності військових дій на власній території та значних матеріальних і людських втрат, акумулювання більш ніж половини золотовалютних запасів світу, активної реалізації товарних запасів до європейських країн згідно з планами піс-

лявоєнного відродження Європи та ін.), коли з економічних досліджень циклічних коливань фактично зникла фаза кризи, замінена на більш м'які формулювання "рецесія", "депресія" (наприклад, у творах В. Мітчелла, С. Кузнеца та інших вчених). З приводу підміни понять та маніпулювання термінами значно пізніше, у 1969 році, продовжувач австрійської традиції економічного аналізу Мюррей Н. Ротбард писав: "Ми живемо в епоху евфемізмів ... В минулі часи ми страждали від майже періодичних економічних криз, раптовий початок яких називався "панікою", а затяжний період після паніки називався "депресією" ... Після катастрофи 1929 року економісти й політики вирішили, що це більше ніколи не повинно повторитися. Щоб успішно й без зайвих клопотів вирішити це завдання, знадобилося всього лише виключити із вжитку саме слово "депресія". З того моменту Америці більше не довелося страждати від депресій. Адже коли у 1937-1938 роках настала чергова жорстока депресія, економісти просто відмовились використовувати цю назву й ввели нове благозвучніше поняття – "рецесія". З тих пір ми пережили вже чимало рецесій, але при цьому жодної депресії. Довело швидко слово "рецесія" також виявилось різким для витончених почуттів американської публіки. Судячи з усього, остання рецесія була у нас у 1957-1958 роках. З того часу у нас відбувалися "спади", або навіть краще "уповільнення", а то й "відхилення". Тому не потрібно сечалитися, благо депресії і навіть рецесії оголошені семантичним указом економістів поза законом; віднині найгірше, що може з нами відбутися, це "уповільнення" [6, с. 149-150].

З іншого боку, обвал фондового ринку кінця 1929, руйнівна криза 1930 та затяжна депресія 1931-34 років, що охопили світову економічну систему – американську економіку і господарства європейських країн – спричинили перегляд оптимістичної, навіть ейфоричної теорії циклу у напрямку більш реалістичного сприйняття фактів економічної дійсності та підвищення рівня обгрунтованості теоретичних висновків. Готфрід Хаберлер, який найбільш уніфіковано представив підхід австрійців, зазначав: "...якщо ми бажаємо глибше зрозуміти той внутрішній механізм капіталістичної системи, який призводить до циклічних коливань, то ми повинні спробувати пояснити фундаментальне явище, відволікаючись від випадкових подій" [14, р. 118]. Для розуміння економічного циклу, на його думку, важливо розрізняти первинні, фундаментальні коливання від вторинних, випадкових.