

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДОНЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ВАСИЛЯ СТУСА

О. А. Лактіонова
А. С. Наконечна

**ФІНАНСОВА АРХІТЕКТУРА СУБ'ЄКТІВ
ГОСПОДАРЮВАННЯ: ФОРМУВАННЯ Й АДАПТАЦІЯ
В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОСТІ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ**

Монографія

Вінниця
ДонНУ імені Василя Стуса
2019

УДК 336.11:330.33

Л 19

Рекомендовано до друку Вченою радою Донецького національного університету імені Василя Стуса (протокол №8 від 01.03.2019 р.)

Рецензенти: **Г. М. Азаренкова** – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів і банківської справи та страхування Харківського навчально-наукового інституту Державного вищого навчального закладу «Університет банківської справи».

М. О. Кружелєв – доктор економічних наук, професор, директор навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи Університету державної фіскальної служби України.

Л 19 Фінансова архітектура суб'єктів господарювання: формування й адаптація в умовах циклічності розвитку економіки: монографія / Олександра Анатоліївна Лактіонова, Анастасія Сергіївна Наконечна. Вінниця: ДонНУ імені Василя Стуса. 2019. 180 с.

Монографію присвячено дослідженню та обґрунтуванню теоретико-методологічних засад адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання до умов циклічності розвитку економіки та розробка практичного інструментарію її забезпечення. В роботі визначено сутність та структурні елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання як ключового фактора їх доступу до капіталу, а також з'ясовано характеристики впливу циклічного розвитку економіки на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Обґрунтовано необхідність адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання та поглиблено методичні підходи до її забезпечення. Проаналізовано стан фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні на основі методу кластеризації та оцінено динаміку процесів її формування. Суттєву увагу приділено характеристикам домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання до стадій циклічного розвитку.

Монографію призначено для викладачів, аспірантів, студентів економічних спеціальностей та фахівців.

УДК 336.11:330.33

© Лактіонова О. А., 2019

© Наконечна А. С., 2019

© ДонНУ імені Василя Стуса, 2019

ЗМІСТ

ВСТУП	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ	11
1.1. Сутність та структурні елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання як ключового фактора доступу до капіталу	11
1.2. Чинники впливу циклічного розвитку економіки на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання	31
1.3. Об'єктивна необхідність адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання та методичні підходи до її забезпечення в умовах циклічності розвитку економіки	49
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА СУЧАСНОГО СТАНУ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ	57
2.1. Аналіз стану фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі методу кластеризації	57
2.2. Оцінка динаміки процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання	67
2.3. Характеристика домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання до стадій циклічного розвитку економіки	79
РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТНІ НАПРЯМИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ АДАПТАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОСТІ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ	103
3.1. Оптимізація фінансової архітектури суб'єктів господарювання, що спрямована на розширення їх доступу до капіталу в умовах циклічного розвитку економіки	103
3.2. Зниження негативних екстерналій адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні	122
ВИСНОВОК	141
ЛІТЕРАТУРА	143
ДОДАТКИ	156

CONTENTS

INTRODUCTION	8
CHAPTER 1. THEORETICAL AND METHODOLOGICAL BASES FOR FORMING OF BUSINESS ENTITIES' FINANCIAL ARCHITECTURE	11
1.1. The essence and structural elements of business entities' financial architecture as a key factor for access to capital	11
1.2. Influencing factors of the cyclical economic development on business entities' financial architecture formation	31
1.3. Objective necessity of business entities financial architecture adaptation and methodical approaches to its maintenance in the conditions of cyclical economic development	49
CHAPTER 2. EVALUATION OF THE MODERN STATUS OF BUSINESS ENTITIES' FINANCIAL ARCHITECTURE IN UKRAINIAN ECONOMY	57
2.1. Analysis of the performance of business entities' financial architecture based on the clustering method	57
2.2. Dynamics evaluation of the formation of business entities' financial architecture	67
2.3. Characteristics of the dominant quantitative measurement of business entities' financial architecture adaptation to the stages of cyclical economic development	79
CHAPTER 3. PRIORITY PROVISIONS OF ADAPTATION OF BUSINESS ENTITIES' FINANCIAL ARCHITECTURE IN THE CONDITIONS OF CYCLICAL ECONOMIC DEVELOPMENT	103
3.1. Optimization of business entities' financial architecture aimed at increasing their access to capital in the conditions of cyclical economic development	103
3.2. Reduction of negative externalities of business entities' financial architecture adaptation in Ukraine	122
CONCLUSION	141
BIBLIOGRAPHY	143
APPENDIX	156

ВСТУП

Функціонування суб'єктів господарювання в Україні відбувається в умовах високої циклічності економічного розвитку, для якої є характерною асиметричність бізнес-процесів, прискорення періодичності настання кризових явищ із тривалим відновленням. Такі циклічні коливання характерні і для розвитку фінансових ринків, на що вказує висока волатильність цін на капітал. Унаслідок нестабільний стан суб'єктів господарювання посилюється обмеженнями фінансового забезпечення, через що відбувається зменшення обсягів операційної та інвестиційної діяльності, погіршення фінансових показників та втрачання ринкової вартості бізнесу. Водночас спроможність суб'єктів господарювання залучати додаткове фінансування в необхідних обсягах та за адекватною ціною визначається не тільки циклічними факторами зовнішнього середовища, але й індивідуальною здатністю адаптуватися до таких циклічних умов.

Фінансово-економічні кризи та довготривалий період рецесій визначили необхідність пошуку та впровадження нових комплексних, адаптивних рішень з управління фінансами суб'єктів господарювання, зокрема їх фінансовою архітектурою. Цінність концепту фінансової архітектури полягає, по-перше, у тому, що вона враховує найважливіші характеристики бізнесу (зокрема структуру фінансування, відносини власності та корпоративне управління), які консолідовано визначають систему побудови його фінансових відносин. По-друге, фінансова архітектура є динамічною системою, що забезпечує можливість її цілеспрямованої адаптації відносно стадій макроекономічного ділового циклу, спрямованої на розширення та відновлення доступу до капіталу, зниження його ціни, а, отже, і зростання ринкової вартості бізнесу. Отже, вдосконалення теоретично-методичних підходів щодо оцінки формування та забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки є актуальним напрямом дослідження.

Проблематика формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання, оцінки її ефективності за елементами є предметом дослідження багатьох сучасних вчених: М. Алдріджи, М. Баркарта, М. Барклі, С. Бьюна, Г. Волберда, Р. Вішни, Дж. Грехема, Л. Григор'єва, С. Гроссмана, Х. Де Анжело, Г. Демседса, Д. Деніса, М. Дженсена, М. Іванова, І. Івашковської, А. Кулеміна, С. Майерса, У. Меклінга, Р. Мока, Р. Рейджена, А. Степанової, Е. Фами, А. Шлейфера та інших.

Крім того, питання організації фінансів суб'єктів господарювання, а також їх зв'язку з циклічністю економічного розвитку розкрито такими вітчизняними науковцями: Г. Азаренкова, Н. Бичкова, С. Бірюк, І. Бланк, Ю. Коваленко, А. Крисоватий, М. Кужелєв, О. Лактіонова, І. Ломачинська, В. Марченко, С. Науменкова, С. Онишко, О. Терещенко, В. Федосов, І. Чалий та інші.

Віддаючи належне внеску вчених у розвиток визначеної проблематики, варто зазначити, що дослідження фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позиції впливу на ступінь доступу до капіталу, а також на його вартість на мікрорівні залишається фрагментарним та потребує систематизації. Потребують також поглиблення підходи до адаптації суб'єктів господарювання в умовах

повної амплітуди ділового циклу, зважаючи, що більшість авторів дотримуються антикризового підходу. Не вирішеним залишається питання пошуку критеріїв оцінки адаптації фінансової архітектури. Наукова і практична значущість зазначених проблем зумовили обрання теми монографії та її актуальність.

У першому розділі систематизовано наукові підходи щодо розгляду поняття фінансової архітектури суб'єктів господарювання, обґрунтовано склад її характеристик, що з позиції впливу внутрішніх факторів на вартість капіталу включає структуру фінансування, структуру власності, корпоративне управління, а також форму організації та ведення бізнесу, який зі свого боку охоплює розмір суб'єктів господарювання, їхню організаційно-правову форму, а також належність до інтегрованих структур (фінансово-промислових груп). Визначено вплив характеристик фінансової архітектури на доступ суб'єкта господарювання до капіталу, а також його вартість. Встановлено закономірності впливу на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання зовнішніх чинників економічного середовища, пов'язаних із реалізацією фінансового (кредитного) циклу на макrorівні. Серед таких чинників – висока волатильність цін на кредитні ресурси із загальною тенденцією до їх подорожчання, зменшення пропозиції кредитів від банків, звуження обсягів фондового ринку, зниження ліквідності та платоспроможності контрагентів у періоди економічного спаду. Це визначає виражену проциклічність залучення як власних, так і позикових джерел у структурі фінансування суб'єктів господарювання, накопичення кредиторської та дебіторської заборгованості, зниження грошових резервів із настанням кризи. Внаслідок цього відбувається збільшення боргу в структурі фінансування, обмеженість залучення зовнішніх інвесторів, посилення корпоративних конфліктів та агентських витрат. Обґрунтовано необхідність адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання та поглиблено методичні підходи щодо її забезпечення в умовах циклічності розвитку економіки. Визначено пріоритетні напрями забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання, серед яких: оптимізація елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання відповідно до стадій економічного циклу, покращення умов адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з боку держави, а також вдосконалення організаційно-інформаційного забезпечення цього процесу.

У другому розділі проаналізовано сучасний стан фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі методу кластеризації, унаслідок чого виділено 16 типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання, що відрізняються унікальними поєднаннями різних ознак її елементів. Встановлено, що український корпоративний сектор представлений більшістю з визначених типів, проте домінантним є такий, що відрізняється високим борговим навантаженням (більше 50 %), висококонцентрованою структурою власності (більше 50 % акцій належить мажоритарному власнику), ознаками неефективного корпоративного управління (незбалансоване представництво груп стейкхолдерів у наглядовій раді). Оцінено динаміку процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання, визначено, що вона характеризується загальним трендом до збільшення боргу в структурі фінансування, зростанням концентрації власності, збереженням слаб-

кої збалансованості корпоративного управління на фоні зростання обсягу сукупних активів. Водночас знайдено певні відмінності у динаміці формування фінансової архітектури невеликими та крупними та суб'єктами господарювання, що визначає нижчі фінансові обмеження у доступі до капіталу останніх. На основі оціночної ознаки виділено дев'ять компаній сукупної вибірки, що впродовж економічного циклу продемонстрували найбільш раціональну адаптацію фінансової архітектури з точки зору розширення доступу до капіталу. Охарактеризовано домінанти кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки, а саме її швидкість, вартість та ефективність. На основі аналізу домінант визначено часові та фінансові витрати адаптації, а також її вплив на ринкову вартість бізнесу за стадіями економічного циклу. Встановлено найбільш сприятливі стадії економічного циклу для адаптації кожного з елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в контексті стійкого розширення доступу до капіталу.

У третьому розділі запропоновано модель оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку, що включає оптимізацію циклу управління відносно стадій макроекономічного циклу та спрямована на зниження негативного впливу економічних циклів та використання їхніх сприятливих можливостей. Модель ґрунтується на контрциклічному скороченні частки позикового капіталу, що не задовольняє за критерієм вартості або ефективності використання та проциклічному залученні інвесторів додаткового позикового та власного капіталу із одночасним забезпеченням балансу їх інтересів у системі корпоративного управління. Результатом практичної реалізації моделі є виконання цільової функції збільшення індикатора ринкової вартості суб'єкта господарювання впродовж ділового циклу. Модель апробовано на базі ПАТ «Донбасенерго», економічний результат позначився на зростанні ринкової вартості бізнесу на 14 %. Встановлено закономірність двостороннього зв'язку між сформованими диспропорціями фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні, а саме висококонцентрованою структурою власності та надвисоким накопиченим рівнем боргового навантаження, а також низьким розвитком фінансових ринків та відповідним доступом до капіталу. Запропоновано шляхи зниження негативних екстерналій таких проблем для національного бізнесу з боку держави, що включають посилення інституційної підтримки фінансового ринку з позиції забезпечення балансу між доступом до фінансування та захистом прав інвесторів.

INTRODUCTION

The functioning of business entities in Ukraine takes place in conditions of high cyclical economic development. Among the characteristics of modern economic cycle are the asymmetry of business processes, the acceleration of the crisis phenomena periodicity with long-term restoration. Such cyclical fluctuations are also characteristic for the development of financial markets, as evidenced by the high volatility of capital prices. As a result, an unstable state of business entities has aggravated by financial constraints, which leads to a reduction in the operational and investment activity, decreasing of financial performance and the loss of market value of business. At the same time, the ability of business entities to attract additional funding in the necessary amounts and at an adequate price is determined not only by the cyclical factors of the external environment, but also by the individual ability to adapt to such cyclic conditions.

Financial and economic crises and a long period of recession have identified the need to find and implement new, integrated, adaptive financial management solutions for business entities, their financial architecture. The value of financial architecture concept is, firstly, in including the most important business characteristics (financing structure, property relations and corporate governance), which consolidates the system of its financial relations building. Secondly, financial architecture is a dynamic system that ensures its purposeful adaptation to the stages of the macroeconomic cycle. Such adaptation aimed at expanding and restoring access to capital, reducing its price, and, consequently, the growth of the business market value. Hence, the improvement of theoretical and methodological approaches to assess the formation and adaptation provision of business entities financial architecture in the conditions of the cyclical economic development is the actual direction of research.

The problematics of business entities financial architecture formation and its effectiveness assessment determine the subject of many research scientists. Among the latter are Aldrich M., Barclay M., Byon S., De Angelo H., Demsetz H., Denis D., Fama E., Graham J., Grigorieva L., Grossman S., Ivanov M., Ivashkovskaya I., Jensen M., Kulemin A., Meckling W., Morck R., Myers S., Rayan J., Shleifer A., Stepanova A., Vishny R., Volberda H. and others.

In addition, organizing of business entities finances as well as their connection with the cyclical economic development is disclosed by such national scientists as Azarenkova G., Bychkova N., Biryuk S., Blank I., Zhytar M., Kovalenko Y., Krisovatyi A., Kuzhel'ev M., Laktionova O., Lomachinskaya I., Marchenko V., Naumenkova S., Onyshko S., Tereschenko O., Fedosov V., Chaly I. and others.

Considering the contribution of scientists to the development of a particular problem, it should be noted that the study of the financial architecture of business entities from the point of access to capital, as well as its cost at the micro level remains fragmentarily and needs to be systematized. Deepening of approaches to business entities adaptation in the conditions of full business cycle amplitude is also required, considering that most authors adhere to the anti-crisis approach. The question of finding criteria for evaluating the adaptation of financial architecture remains

unresolved. The scientific and practical significance of these problems determined the choice of the monograph theme and its relevance.

In the first chapter it was systematized the scientific approaches to the concept of business entities financial architecture. The structure of its elements got the justification from the point of the influence of internal factors on the capital value. Among architecture elements are determined financing structure, ownership structure, corporate governance, as well as the business organization form, which covers the size of business entities, their organizational, legal form and belonging to integrated financial-industrial groups. The influence of financial architecture elements on the capital access as well as capital cost was determined. The influence on the financial architecture formation of external economic factors associated with the financial (credit) cycle at the macro level was also established. Among them: the high volatility of prices on credit resources with a general tendency to their price incrise, reducing the loans supply by banks, narrowing the stock market, reducing the liquidity and solvency of counterparties in periods of recession. It determines the expressed procyclicality of attracting both own and borrowed sources by entities, accumulation of payables and receivables, reduction of cash reserves with the crisis begining. As a result, there is debt increase in financing structure, limited involvement of investors, increased corporate conflicts and agency costs. The methodological approaches to the business entities financial architecture adaptation in the conditions of cyclical economy development got the systematization. It was substantiated the priority directions of financial architecture adaptation ensuring. Among them: optimization of financial architecture elements in accordance with the economic cycle stages, improvement of the conditions of the entities' financial architecture adaptation on macroeconomic level, as well as improvement of organizational and information provision of this process.

In the second chapter it was estimated the current state of the entities' financial architecture by the clusterization method. As a result, 16 types of financial architecture were distinguished by a unique combination of architecture elements various features. Ukrainian corporate sector is represented by the most of certain types, however, the dominant ones is a high debt burden (more than 50 %), ownership high concentrated structure (more than 50 % of the shares belong to the majority owner), signs of ineffective corporate governance (imbalance of stakeholder groups in the supervisory board). It was estimated the forming dynamics of entities financial architecture in Ukraine. Among their characteristics are general trend to debt share increase in the financing structure, concentration ownership increase, weak balance preserving in corporate governance on the backdrop of aggregate assets volume growth. At the same time, there are certain differences in the architecture formation dynamics by small and large entities. It determines lower financial constraints of the large ones. It was characterized the dominant features of the quantitative measurement of financial architecture adaptation in the cyclical conditions, namely its speed, cost and efficiency. Based on the dominant analysis, the time and financial costs of adaptation, as well as its impact on the business market value according to the economic cycle stages, were determined. The most favorable stages of the economic cycle were set for adaptation

of each architecture elements in the context of sustainable expansion of access to capital.

The third chapter proposes the optimization model of the financial architecture elements in the cyclic conditions. It includes optimization of the management in relation to the stages of the macroeconomic cycle with the aim of reducing the negative impact of cycles and the use of their favorable opportunities. The model is based on: 1) countercyclical reduction of the debt capital share, which does not satisfy due to costs or use efficiency; 2) procyclical attraction of investors, which ensuring the balance of their interests in the corporate governance system. The result of the model practical implementation is the target function fulfillment of increasing the entity market value indicator during the business cycle. It was tested the model on the PJSC «Donbasenergo». The economic result marked in increasing of the business market value by 14 %. The two-way relation between the imbalances in the entities' financial architecture in Ukraine (their highly concentrated ownership structure and the super-accumulated debt level) as well as the low financial markets development and weak access to capital, was established. Accordingly, authors proposed the ways of reducing the negative externalities of such problems for the national business by the state including the strengthening of financial market institutional support from the point of ensuring a balance between access to financing and the investors' rights protection.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

1.1. Сутність та структурні елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання як ключового фактора доступу до капіталу

Наявний комплекс деструктивних факторів в економічному середовищі України у посткризовий період є типовим для економік країн із зростаючими ринками капіталів та характеризується нестабільністю бізнес-процесів, високим рівнем економічної, інституційної та правової невизначеності, волатильністю цін на капітал, істотним впливом макроекономічного циклу на функціонування компаній. У період реформ та трансформацій значна кількість суб'єктів господарювання демонструє неспроможність адаптації до нових умов, про що свідчить відсутність сталого розвитку, зниження ділової та інвестиційної активності, фінансових показників, висока частота банкрутств та ліквідацій бізнесу тощо. Однією з причин цього є накопичення диспропорцій на рівні джерел фінансування суб'єктів господарювання. Для України, характерним є відносно складний доступ до додаткового капіталу, найперше – кредитних коштів, через що фінансування стратегічно важливих інвестиційних проектів, а отже, і зростання бізнесу, виявляється обмеженим (рис. 1.1).

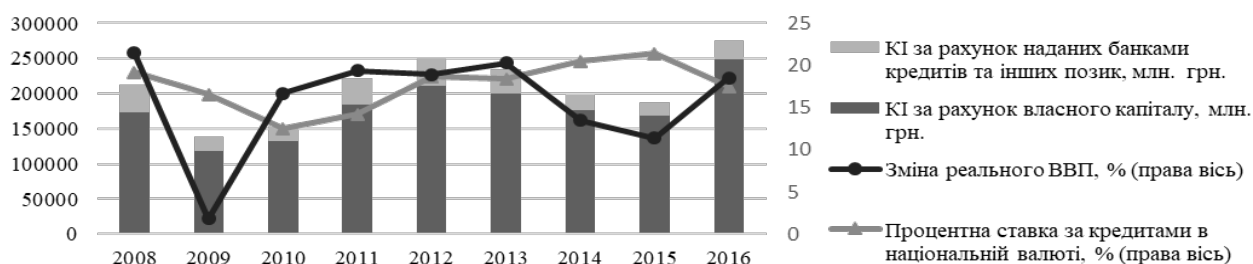


Рис. 1.1. Динаміка капітальних інвестицій (КІ) суб'єктів господарювання у розрізі джерел фінансування, процентної ставки за кредитами в національній валюті та зміни реального ВВП України у 2008–2016 рр.

Джерело: складено за даними [50; 87].

Обмеженість у фінансуванні вітчизняних компаній, неоднакові можливості доступу до зовнішніх ресурсів, специфіка інституційного середовища фінансового ринку з присутніми на ньому різного роду агентськими конфліктами та інформаційною асиметрією посилюють деструктивний вплив кризових явищ. Тому розгортання останнього кризового періоду в економіці актуалізувало необхідність пошуку та впровадження нових комплексних (багаторівневих), адаптивних рішень з управління фінансами суб'єктів господарювання; серед них переважають питання фінансової архітектури.

Традиційно корпоративні фінанси як важелі впливу на ефективність діяльності компаній визначають такі їх класичні структурні характеристики: структура

фінансового капіталу (є інструментом політики фінансування довгострокового розвитку), корпоративне управління (забезпечує реалізацію механізмів внутрішнього контролю) та структура власності (формує фундамент контролю над бізнесом з боку акціонерів) [43, с. 114]. Водночас більшість сучасних досліджень, присвячених аналізу ефективності фінансової діяльності суб'єктів господарювання, вдаються до побудови вузьких стилізованих моделей прийняття рішень, що розглядають кожну із зазначених характеристик окремо. Такі моделі можуть суперечити одна одній як в теорії, так і на практиці. У зв'язку з цим набуває актуальності пошук та впровадження інтегрованого підходу до формування моделі організації фінансів суб'єктів господарювання в контексті підвищення їх стратегічної ефективності, що одночасно враховує різні фінансові відносини бізнесу, а також систему зв'язків між ними.

Вперше необхідність застосування комплексного підходу в дослідженні фінансових рішень компанії була сформульована у 1998 р. С. Майерсом, який запропонував поняття фінансової архітектури. Згідно з С. Майерсом, фінансова архітектура – це фінансовий дизайн бізнесу, що охоплює власність (концентровано чи розпилену), організаційно-правову форму (наприклад, корпоративну порівняно з приватною), стимули, способи фінансування та розподілення ризиків між інвесторами [172, с. 138].

У межах авторської концепції фінансової архітектури С. Майєрс виявив такі передумови зростання наукового інтересу до використання інтегрованого підходу у формуванні системи організації фінансів суб'єктів господарювання:

1) прискорення динамічності процесів, які мають місце в сучасному макрота мікросередовищі, що обумовлюється переходом до інноваційної економіки знань. Підвищення швидкості змін означає, що компанії мають бути здатними швидше на них реагувати, тобто мати можливість переналаштовувати свої ресурси та структуру;

2) в умовах інноваційних змін відбувається зміщення акценту з фінансового капіталу на інтелектуальний, а також необхідність їхнього комбінування в сучасній компанії. Під інтелектуальним капіталом розуміють всю сукупність нематеріальних активів, що збільшують вартість компанії та створюють її конкурентоспроможність. Фінансова архітектура має передбачати правильний розподіл стимулів між мажоритарними акціонерами і носіями знань та ідей, що забезпечуватиме збалансований розвиток фінансового та інтелектуального капіталів;

3) необхідність побудови уніфікованої моделі, за допомогою якої б видавалося можливим рекомендувати певні фінансові рішення для компаній різних секторів та галузей економіки, а також актуальність відмови від стилізованих моделей, що орієнтуються лише на будь-яку одну з характеристик компанії. Завдяки результатам емпіричних досліджень доведено, що різні індивідуальні характеристики компанії є взаємозалежними, та ігнорування таких взаємозв'язків може призвести до неправильної інтерпретації фінансової моделі бізнесу загалом [172, с. 138–139].

Вивчення подальших досліджень із фінансової архітектури суб'єктів господарювання [9; 16; 45; 101; 172] дало змогу сформулювати авторський підсумок

щодо ключових об'єктивних передумов розвитку цього концепту, які пов'язані із особливостями сучасної світової фінансової економіки:

– суттєвий вплив на ринкову вартість бізнесу справляє не тільки ефективність інвестиційної та операційної діяльності суб'єктів господарювання, але й структура фінансування, яка несе в собі фінансовий ризик або ризик порушення фінансової стійкості та, загалом, спроможність суб'єктів господарювання забезпечувати фінансування своєї діяльності. Недосконалість фінансових ринків, включно з ринком банківського кредитування, для яких характерна інформаційна асиметрія, наявність різного роду агентських конфліктів, циклічність фінансової кон'юнктури, обумовлює прояв кількісних та якісних обмежень у фінансуванні, що не дають змогу залучати капітал для реалізації ефективних проектів за адекватною ціною та в необхідному обсязі. Ці обставини є підґрунтям формування явища фінансових обмежень на ринку капіталу;

– в умовах слабого фінансового розвитку та неефективності ринків збільшується вплив внутрішніх індикативних характеристик діяльності суб'єктів господарювання, що визначають ступінь їхнього доступу до фінансових ресурсів, формують групу внутрішніх факторів вартості останніх.

Перш ніж перейти до визначення поняття фінансової архітектури, необхідно зупинитися на основних теоретичних підходах щодо розуміння терміна «архітектура» загалом (Додаток А, таблиця А.1), а також з погляду фінансів (Додаток А, таблиця А.2). Ключові аспекти сутності категорій наведені у таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

**Узагальнення ключових особливостей поняття «архітектура»
із загального та фінансового погляду**

<i>Архітектура як явище</i>	<i>Архітектура як фінансова категорія</i>
являє собою системну характеристику (Даль В., Григор'єв Л., Кудрявцев Д.)	являє собою фінансову модель бізнесу (діяльності суб'єкта), що визначає політику, стратегію, процеси, структуру тощо
	відображає специфічність організації діяльності суб'єкта господарювання (Григор'єв Л., Кудрявцев Д., Горелик С.)
відображає закономірності, що притаманні системі, є концепцією її побудови (Григор'єв Л., Кудрявцев Д., Горелик С., Ожегов С., Шведова Н.)	розглядається як система взаємопов'язаних характеристик, що визначають систему організації фінансів (Бичкова Н., Райзберг Б.)
	кожен із компонентів фінансової архітектури не може бути змінений, не порушуючи конструкцію (Івашковська І.)
являє собою гармонійне поєднання частин цілого (Ожегов С., Шведова Н.)	уособлює фундаментальні зв'язки між елементами (Іванов М.)
	відображає загальний принцип побудови, зв'язку та взаємообумовленості елементів

Джерело: складено на основі [10; 25; 26; 41; 45; 89]

Розгляд архітектури як міждисциплінарного концепту, на нашу думку, свідчить про такі її ознаки:

- є конструкцією, що організує просторове середовище, визначає порядок у розташуванні;

- характеризується системністю та холістичністю, коли стійкі зв'язки між сукупністю елементів визначають його цілісність, неможливість зведення характеристик, притаманних усій системі, до характеристик її окремих елементів;

- як абстрактне, виступає способом виразу закономірностей, притаманних системі, описом системи через структуру її елементів;

- формує функціональну якість предметного середовища, яка залежить від конфігурації елементів – їх взаємного розташування, співвідношення між собою, що є основою для виокремлення сукупності типів або видів архітектури.

Отже, архітектуру у широкому сенсі будемо розуміти як систему елементів та закономірних взаємозв'язків між ними, яка організує просторове середовище, характеризується холістичністю, виступає способом вираження закономірностей та формує функціональну якість предметного середовища, яке залежить від конфігурації її елементів.

Характерною особливістю будь-якої системи є виникнення нової властивості при об'єднанні елементів та встановленні зв'язків. За такої умови структура та зв'язки системи розглядаються як фактори, що визначають та конструюють її властивості [62, с. 664]. У контексті архітектури з фінансового погляду об'єднання структурних характеристик компанії та простеження чітких зв'язків між ними у процесі прийняття управлінських рішень надає можливість компанії швидше реагувати на економічні зміни шляхом переналаштування ресурсів та структури відповідно до місії, цілей та характеру бізнесу.

Окрім того, існують специфічні категорії синонімічного ряду, що також використовуються у фінансовій літературі для позначення цілісності та мають деякі спільні риси з поняттям фінансової архітектури. Так, поняття «фінансовий дизайн», яке вводиться С. Майерсом та пізніше обґрунтовується І. Івашковською, співвідноситься з поняттям фінансової архітектури як більш вузьке, проте, акцент, що ставиться на цілісності та адаптивності системи до динамічних змін, безумовно, характерний і для фінансової архітектури [45, с. 12].

Л. Григор'єв, вводячи поняття «корпоративна архітектура», підкреслює її цінність у контексті стейкхолдерського підходу та максимізації вартості бізнесу для інвесторів. З одного боку, корпоративна архітектура розглядається автором як об'єктивно наявна система організації бізнесу, а з іншого – як наглядна модель опису цього бізнесу, що має принципово важливе значення під час взаємодії з потенційними та наявними фінансовими інвесторами в процесі надання інформації щодо перспектив розвитку компанії, її очікуваних доходів з врахуванням дисконту, а отже, і ринкової вартості [25].

На основі аналізу розглянутої сукупності підходів вчених-економістів можна зробити висновок, що у широкому розумінні фінансова архітектура являє собою синтез понять архітектури у класичному розумінні та фінансових відносин.

Це дало можливість сформулювати авторський підхід щодо тлумачення поняття фінансової архітектури суб'єктів господарювання як динамічної системи або інтегрованої цілісності взаємопов'язаних характеристик, що втілюють фундаментальні закономірності та визначають якісну своєрідність реалізації фінансової діяльності суб'єкта господарювання (з боку її структури, обсягів та потенціалу відтворення), її ефективності та вплив на ринкову вартість бізнесу.

Повертаючись до визначення складових фінансової архітектури, треба зазначити, що існує кілька поглядів на це питання. Так, М. Барклі та К. Сміт розглядають фінансову архітектуру виключно як структуру фінансування та її вплив на інвестиційну спроможність компанії. Визначальними характеристиками виступає фінансовий леверидж, тип позикового капіталу (з позиції джерела та строковості), тип власного капіталу (акціонерний або пайовий), рівень конвертованості цінних паперів, пріоритет вибору джерел фінансування [118].

І. Івашковська, А. Степанова, Н. Бичкова та інші автори, що досліджують явище фінансової архітектури за концепцією С. Майерса, використовують більш широкий підхід, заснований на системі корпоративних відносин, та розглядають як складові фінансової архітектури такі характеристики: структура власності компанії, структура фінансування, а також корпоративне управління [9; 45; 101].

У монографії Р. Брейлі та С. Майерса «Принципи корпоративних фінансів» йдеться, що поряд із корпоративним управлінням та контролем, фінансова архітектура частково пов'язана з організаційно-правовою формою компанії (акціонерна чи неакціонерна), джерелами фінансування (акціонерний або пайовий власний капітал), взаємовідносинами з фінансовими інститутами тощо [16, с. 895–896].

З огляду на це, вважаємо доцільним детермінувати такі системні характеристики суб'єкта господарювання як складові елементів його фінансової архітектури: структура власності, корпоративне управління, форма організації та ведення бізнесу, а також структура фінансування, що є ендегенним, найбільш адаптивним і водночас центральним елементом фінансової архітектури. Отже, фінансова архітектура за своєю суттю є інституціональною структурою суб'єкта господарювання, в межах якої будуються його фінансові відносини. Інституціоналізація фінансових відносин на рівні суб'єкта господарювання на основі фінансової архітектури відбувається завдяки певним правилам та закономірностям ведення фінансової діяльності, що набувають своєї цінності та стабільності.

Фінансова архітектура є визначальним фактором ринкової вартості бізнесу, а отже, й ефективності його діяльності. Такий вплив на вартість бізнесу здійснюється як на основі грошових потоків, які генеруються суб'єктом господарювання, так і через вартість його капіталу.

Треба зазначити, що у першому випадку вплив на вартість компанії відбувається безпосередньо через отримання доходів від операційної та інвестиційної діяльності. У другому випадку вплив є опосередкованим через призму фінансових обмежень суб'єкта господарювання, які визначають ступінь його доступу до фінансових ресурсів (рис. 1.2).

В умовах недосконалого ринку капіталу будь-який суб'єкт господарювання так чи інакше зустрічається з фінансовими обмеженнями, які значною мірою

впливають на обсяги інвестиційних вкладень. Про фінансову обмеженість компанії говорять у тому випадку, якщо існує суттєвий розрив у вартості внутрішнього та зовнішнього капіталу. Інакше кажучи, фінансові обмеження призводять до надмірного збільшення вартості залученого капіталу. У разі існування фінансових обмежень нижча вартість власних джерел фінансування може стати причиною надання переваги внутрішнім джерелам фінансування, висока ж вартість позикового капіталу може ускладнити його ефективне залучення та використання, через що стати причиною появи проблеми недоінвестування і, як результат, позначитися на зниженні ринкової вартості бізнесу. При цьому розрізняють кількісні фінансові обмеження (позначаються на ціні капіталу) та якісні (впливають на спроможність залучати капітал ззовні у необхідних обсягах).

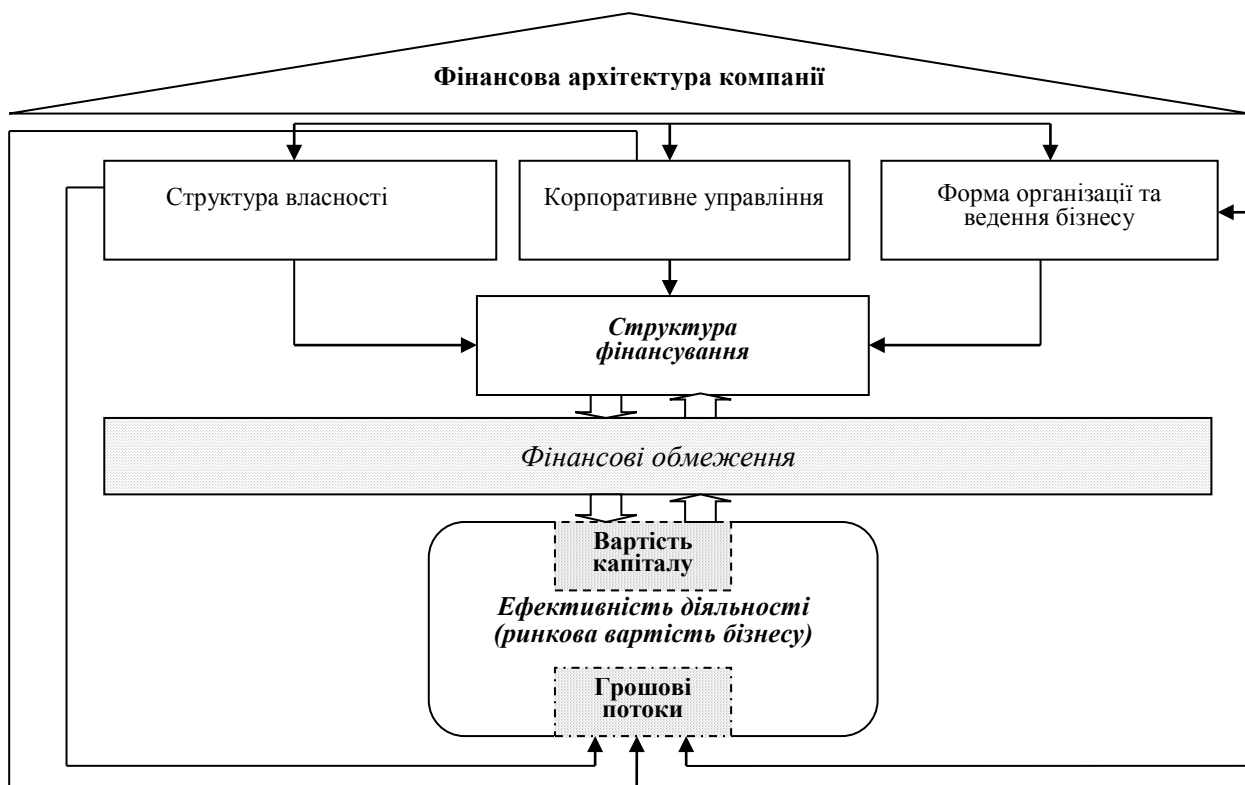


Рис. 1.2. Складові фінансової архітектури та їхній зв'язок із ринковою вартістю суб'єкта господарювання
Джерело: побудовано на основі [9; 16; 45; 101; 172].

С. Бадурі зазначає, що компанія є фінансово обмеженою у тому разі, якщо витрати на наявні зовнішні джерела фінансування перешкоджають досягненню оптимального рівня інвестування компанії, якого вона могла б досягнути за умови доступності достатнього рівня власного фінансування [115].

Російські дослідники Т. Теплова та Є. Панкова у загальному розумінні визначають фінансові обмеження компанії як значне перевищення вартості зовнішніх джерел фінансування (додаткова емісія акцій, облігацій, кредитування) над внутрішніми (нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування) [102, с. 214–215].

Проблема фінансових обмежень, їх факторів та природи виникнення викликає активний інтерес вчених протягом останніх тридцяти років, що насамперед пов'язане зі зростанням масштабів та фінансових наслідків кризових явищ у світовій економіці. Причини прояву фінансових обмежень компаній мають як екзогенний (зовнішній), так і ендогенний (внутрішній) характер. При цьому екзогенні фактори є об'єктивними індикаторами макроекономічного та інституційного середовища функціонування суб'єктів господарювання (стадія ділового циклу, розвиток фінансового ринку, зокрема ринку боргових інструментів, рівень трансакційних витрат, особливості монетарної політики держави, показники ринкових ставок за кредитами, показники прибутковості галузей економіки, рівень захищеності прав інвесторів та кредиторів). Недосконалість фінансового ринку обумовлює виникнення високих трансакційних витрат, що з'являються внаслідок асиметричності інформації, посилення агентських конфліктів, високого морального ризику тощо. Як результат, відбувається зростання прямих та опосередкованих витрат зовнішнього фінансування компаній. Зокрема, проблема інформаційної асиметрії виникає у разі відсутності повної інформації про компанію та перспективи її розвитку, що передбачає застосування кредиторами (інвесторами) підвищеної премії за ризик. Джерело агентських конфліктів (між менеджерами та власниками капіталу, мажоритарними та міноритарними інвесторами, інвесторами та кредиторами) полягає у невідповідності інвестиційних цілей агентів та принципалів, різному сприйнятті ними ризиків, неефективному використанню активів агентами, експропріації ренти власниками бізнесу. Все це спричиняє зростання трансакційних витрат у процесі залучення зовнішнього фінансування компаніями.

Важливість фінансової архітектури суб'єктів господарювання (як ключового фактора фінансових обмежень та вартості капіталу) визначається недосконалістю ринку капіталу. В таких умовах саме індивідуальні характеристики певного суб'єкта господарювання знижують (або посилюють) вплив на нього екзогенних факторів економічного середовища.

Тому саме фінансова архітектура, як ключовий фактор вартості капіталу, є особливо цінною для сучасної наукової галузі корпоративних фінансів, оскільки виступає об'єктом управління на мікроекономічному рівні та дає змогу через проведення певних заходів із коригування та, враховуючи задані параметри бізнес-середовища, досягти зниження вартості джерел фінансування для суб'єктів господарювання. Зі свого боку це сприятиме подоланню проблеми недоінвестування та, відповідно, збільшенню вартості бізнесу. В цьому контексті фінансова архітектура суб'єктів господарювання є найбільш ємною моделлю організації фінансових відносин, що охоплює всю сукупність внутрішніх факторів фінансових обмежень (рис. 1.3).

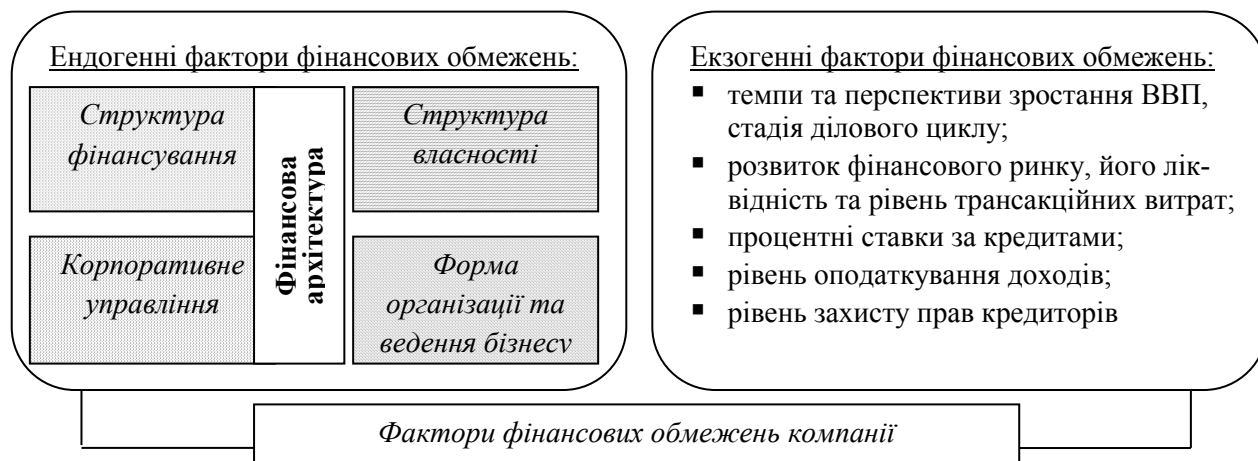


Рис. 1.3. Фінансова архітектура як внутрішній фактор фінансових обмежень суб'єктів господарювання

Джерело: побудовано на основі [10; 45; 101; 102].

До одного з найбільш ранніх досліджень у сфері фінансових обмежень компаній треба віднести роботи С. Фаззарі та Р. Хаббарду, які розглядали природу фінансових обмежень саме через наявність та негативний вплив інформаційної асиметрії на ринку капіталу, що не дає можливості у випадку необхідності швидко реструктурувати капітал компанії. Авторами визнається, що асиметричність інформації, а отже, і фінансова обмеженість, найбільшою мірою характерна для нових фірм, або для фірм з відносно невеликим обсягом сукупних активів, торгівля акціями яких відбувається поза провідними фондовими біржами. На противагу їм для крупних корпорацій завдяки наявності публічної інформації з'являється можливість аналізу перспектив їхнього функціонування та кредитоспроможності, що дає змогу запобігти появі інформаційної асиметрії, привернути інтерес широкого кола інвесторів та кредиторів [143].

Взаємозв'язок чинника агентських конфліктів та доступу до ринку капіталу розглянуто у дослідженнях С. Майєрса та М. Меджлуфа [171]. Відповідно до моделі Майєрса–Меджлуфа доступ компанії до ринків позикового капіталу може бути ускладнений через наявність конфлікту інтересів між менеджерами компанії та її власниками, що спричиняє таку поведінку менеджерів, коли ними цілеспрямовано не ініціюється залучення позикового капіталу.

У період світової економічно-фінансової кризи 2008–2009 рр. американські вчені М. Кампелло та Б. Грехем [124; 150] провели масштабне дослідження фінансових обмежень, з якими зустрілися компанії різних галузей та регіонів функціонування. Результати опитування фінансових директорів корпорацій із 39 країн (США, Європи та Азії) вказали на цілий ряд факторів (як внутрішніх, так і зовнішніх), що на практиці обмежують доступ до додаткових фінансових ресурсів. Завдяки аналізу та систематизації таких факторів авторами було доведено доцільність комплексного підходу до розгляду фінансових обмежень. Так, було зазначено, що неможливість або суттєва ускладненість доступу фірм до ринків позикового капіталу найбільш тісно корелює з такими факторами: розмір

активів, форма власності, кредитний рейтинг, що визначає рівень ділового ризику, показник прибутковості, тип дивідендної політики та перспективи подальшого зростання. На рис. 1.4 продемонстровано розподіл найбільш фінансово обмежених компаній у розрізі окремих їх внутрішніх характеристик.

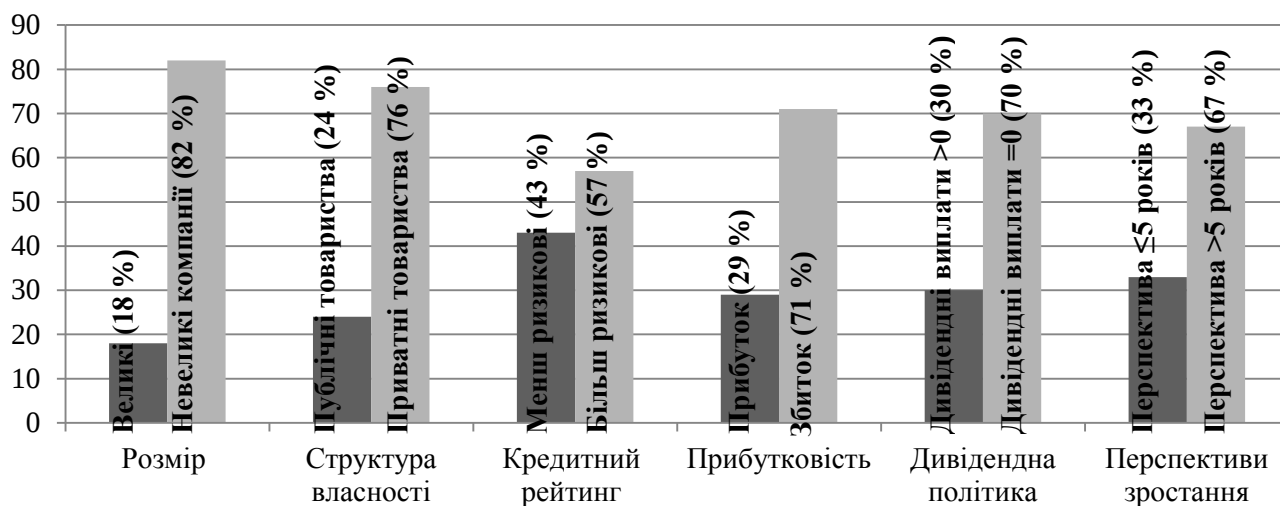


Рис. 1.4. Найбільш фінансово обмежені суб'єкти господарювання в розрізі окремих внутрішніх характеристик за результатами дослідження М. Кампелло та Б. Грехем.

Джерело: побудовано на основі [124; 150].

Конкретизація факторів фінансових обмежень представлена також у дослідженні С. Каплана та Л Зінгалеса, які вперше запропонували індекс кількісного розрахунку фінансових обмежень, що базується на таких детермінантах: як обсяг грошового потоку компанії, рівень довгострокового боргу, сума дивідендних виплат, частка ліквідних активів у структурі балансу, перспективи розвитку бізнесу (відношення ринкової вартості компанії до балансової або коефіцієнт Тобіна) [157]. Альтернативною інтерпретацією індексної методики розрахунку фінансових обмежень компанії став комплексний підхід Т. Вайтеда та Дж. Ву, які включили до розрахунку такі фактори, як обсяг дивідендних виплат, частка позикового капіталу в структурі фінансування, обсяг сукупних активів компанії, темпи зростання бізнесу, зокрема темпи зростання виручки від реалізації, який має прямий вплив на формування чистого грошового потоку, а також показники структури власності компанії та факт належності до фінансово-промислової групи [186].

Отже, складові фінансової архітектури містять в собі переважну більшість факторів, які визначають рівень фінансових обмежень суб'єкта господарювання, що в результаті відображається на його ринковій вартості через вартість капіталу (Додаток А, рис. А.3). Водночас, спостерігається і зворотній зв'язок, що проявляється у впливі фінансових обмежень суб'єкта господарювання на формування їхньої фінансової архітектури.

На сьогодні існують різні варіанти трактування впливу структури власності компанії на характер фінансування, і як наслідок, на фінансовий стан. У літе-

ратурі, присвяченій аналізу структури власності компаній, які функціонують в умовах економік країн, що розвиваються, це питання найчастіше розглядається з таких точок зору визначення рівня концентрації власності та ідентифікації типу власника (насамперед, з позиції залучення до процесу управління). Такий підхід обумовлений тим, що різні типи власників (мажоритарні та міноритарні, інсайдери та аутсайдери, менеджери та інвестори, приватні особи та держава) мають принципово різні економічні інтереси, що зазвичай провокує появу агентських конфліктів.

Опрацювання теоретичних та емпіричних досліджень дало можливість сформулювати класифікацію типів структури власності компаній різних організаційних форм, в основі якої лежать рівень концентрації власності та ключові типи інвесторів (рис. 1.5).

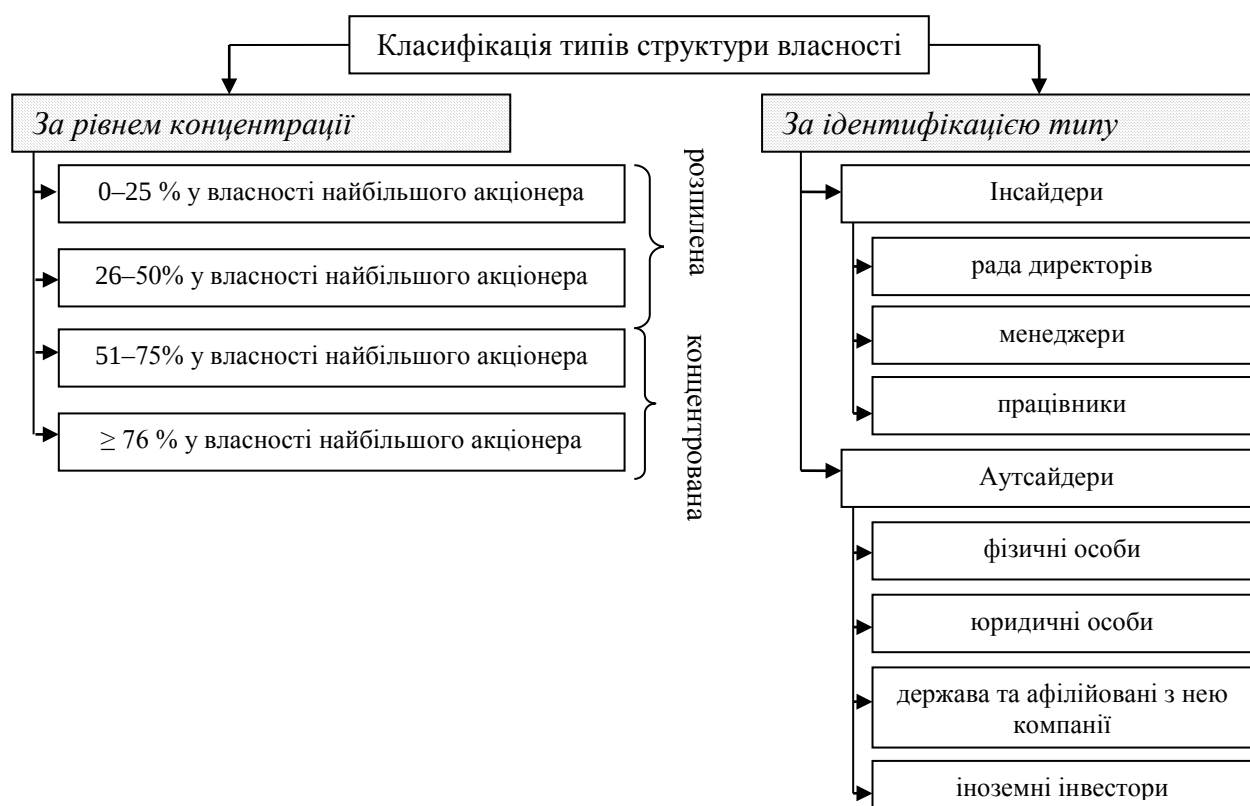


Рис. 1.5. Класифікація типів структури власності суб'єктів господарювання
Джерело: побудовано на основі [9; 68; 99; 111; 116; 123].

Аналізуючи вплив концентрації власності на ефективність діяльності компанії в цілому, треба зазначити, що серед зарубіжних аналітиків існує кілька поглядів на характер такого впливу. Так, у межах дослідження ефективних ринків Г. Демседс та Б. Виллалонга [131] вказують на відсутність серйозного впливу концентрації власності на ефективність діяльності компанії. Інші автори, такі як Р. Мокк, А. Шлейфер та Р. Вішни [169] відмічають позитивний, але немонотонний вплив високої концентрації власності на ефективність діяльності компанії, тоді як М. Баркарт та Д. Громб [120] говорять про негативний вплив

високої концентрації власності. Російські автори І. Івашковська та А. Степанова зазначають позитивний вплив високої концентрації капіталу на Q Тобіна (відношення ринкової вартості акцій корпорацій до їх балансової вартості), а також те, що в країнах Східної Європи має місце суттєвіший вплив структури власності на ефективність діяльності корпорацій, ніж у більш розвинутих країнах.

Згідно з теоріями конфлікту інтересів (теорія агентських витрат, теорія корпоративного контролю та моніторингу витрат, теорія стейкхолдерів), як концентрація, так і розпилення власності мають свої недоліки, що відображаються на вартості та структурі фінансування, а отже, виступають факторами фінансових обмежень.

Так, з одного боку, концентрація більшої частини власності в руках одного або кількох стратегічних акціонерів призводить до зростання їх зацікавленості в збільшенні вартості компанії, що посилює об'єктивність у процесі прийняття управлінських рішень щодо вибору джерел фінансування. В такій ситуації позитивно розцінюється залучення додаткового позикового капіталу під наявні інвестиційні проекти в необхідному обсязі за умови адекватної ціни на капітал. З іншого боку, внаслідок концентрації акціонерного капіталу збільшуються витрати на його залучення в результаті падіння ліквідності. Окрім цього, концентрація власності перешкоджає додатковому моніторингу менеджерів з боку фондового ринку, доступному при розпиленні акціонерного капіталу та високій ліквідності акцій. Така ситуація може призвести до часткового блокування доступу компанії до ринків капіталу і, як наслідок, до проблеми «недофінансування» [29].

М. Алдріджи та А. Олівейра. [111] шляхом емпіричного аналізу бразильських компаній встановили факт негативного впливу концентрації акціонерного капіталу на фінансовий стан компанії, що пов'язується з експропріацією малих акціонерів крупними. С. Гроссман та О. Харт [113] також звертають увагу на агентський конфлікт між мажоритаріями та міноритаріями та трактують його як з позитивного боку (посилення зацікавленості крупних акціонерів у зростанні вартості бізнесу), так і з негативного (дискримінація міноритаріїв шляхом вилучення мажоритаріями приватних вигід контролю). Загалом, конфлікт мажоритаріїв та міноритаріїв за своєю природою є реакцією акціонерів-мажоритаріїв на незахищеність прав інвесторів на державному рівні. При цьому, хоча експропріація супроводжується бажанням крупних акціонерів знизити усі можливі ризики, через що також має місце зниження боргового навантаження, емпіричні дослідження доводять, що концентрація власності більшою мірою припускає використання боргового фінансування, ніж ситуація з розпиленням власності. Причиною є зацікавленість інвесторів у збільшенні вартості корпорації.

У контексті теорії агентських витрат та моделі «принципал – агент», що були розроблені М. Дженсеном та У. Меклінгом, розглядається підхід відокремлення функцій власності та контролю від управління, внаслідок чого виникає розпилений тип структури власності. Тут має місце велика кількість власників пакетів акцій, що не здатні самостійно здійснювати ефективне управління компанією та змушені передавати функції контролю менеджменту, внаслідок чого з'являється інсайдерська власність [156].

Вплив інсайдерської власності на діяльність компанії можна пояснити за допомогою двох гіпотез, що були запропоновані Р. Морком [169]:

1) гіпотеза «загальних інтересів», яка полягає в тому, що з отриманням прав власності менеджерами дохід компанії стає частиною їхнього доходу, що стимулює управлінців діяти в інтересах компанії. В такій ситуації не порушується принцип максимізації вартості бізнесу та зберігається об'єктивність у процесі прийняття управлінських рішень щодо вибору джерел фінансування;

2) гіпотеза «окопування» менеджерів, що передбачає ситуацію, коли в їхніх руках з'являється доволі багато прав власності, ризик дефолту компанії асоціюється із втратою більшої частини індивідуального доходу. В такому разі менеджер знову, як і при відсутності прав власності взагалі, перестає максимізувати вартість компанії, приділяючи більше уваги стійкості бізнесу. Саме тому в такій ситуації можливе зменшення боргового навантаження, навіть якщо це суперечить політиці максимізації вартості компанії. Знижуючи частку позикового капіталу в структурі фінансування компанії, менеджери, по-перше, уникають прийняття на себе ризиків компанії, а по-друге, уникають дисциплінуючого впливу боргу над вільними грошовими потоками [189]. Отже, через навмисне заниження фінансового левериджу, навіть у випадку об'єктивної необхідності, виникає конфлікт інтересів менеджерів та акціонерів компанії, що є чинником збільшення додаткових агентських витрат.

Реалізація функцій держави як власника проявляється у володінні державними органами більшою часткою капіталу компанії (більше 50 %) та / або контролі над ним (наприклад, шляхом призначення державних управлінців). Серед особливостей функціонування компаній державної власності можна виділити такі:

1) чиновники не мають суттєвої зацікавленості в максимізації вартості компанії, оскільки доходи від її діяльності надходять безпосередньо до державного бюджету, що говорить про відсутність мотивації управлінців. Саме тому менеджмент компаній державного сектору не завжди приділяє максимум уваги збільшенню вартості компаній та зазвичай керується стандартними, традиційними механізмами прийняття рішень, що не передбачають суттєвого збільшення боргового навантаження;

2) можливість отримувати дешеві позики та кредити, що з одного боку, підвищує рівень фінансової гнучкості, а з іншого, позбавляє дисциплінуючого впливу ринків капіталу [29];

3) відсутність адекватного моніторингу менеджменту, що обумовлює слабкі стимули для підвищення ефективності його діяльності. В межах цієї проблеми часто вказують на вилучення менеджментом особистих вигід контролю, що може призвести як до появи морального ризику, так і фінансових втрат [194].

Водночас, значна кількість досліджень (М. Ангелуччи, К. Ксу, Й. Ванг, та інші) вказує на принципову роль регіонального фактора в діяльності державних компаній.

Деякі дослідники вважають, що підприємства з іноземною часткою у капіталі, оскільки вони мають високі інвестиційні та кредитні рейтинги, ефективно та швидко проводять реструктуризацію, впроваджують новітні технології та

використовують сучасні моделі оптимізації фінансової структури [9; 189]. Проте національні підприємства мають свої певні переваги: вони краще адаптовані до умов місцевих ринків, мають налагоджену систему відносин із контрагентами, можуть мати зв'язки з місцевими та державними органами влади. З іншого боку, зазначені чинники знижують стимули до реструктуризації, підвищують корупційні ризики [29, с. 32].

Отже, в результаті аналізу досліджень були обрані такі детермінанти структури власності сучасних компаній, як рівень концентрації власності, в межах якого розглядається концентрована та розпилена власність, а також ідентифікація типу власника, що передбачає агрегований розподіл власників на внутрішніх та зовнішніх. Як підтверджують дослідження, структура власності компанії є одним із факторів, що визначають тип організації її фінансів, через що мають опосередкований вплив на ефективність діяльності.

Структура власності компанії обумовлює особливості її корпоративного управління, про що свідчить тісний зв'язок цих категорій, продемонстрований у дослідженнях авторів як Дж. Хавлі та А. Уінстон, К. Кейсі та С. Томпсон, А. Шлейфер, Р. Вішні, Т. Долгопятова, І. Івашковська, А. Степанова та інших.

Згідно з теорією корпоративних фінансів, механізми корпоративного управління створюють систему внутрішніх стимулів як для власників бізнесу, так і для менеджменту. Інакше кажучи, метою корпоративного управління є вирішення агентських конфліктів, поява яких обумовлюється певним типом структури власності, і які провокують появу фінансових обмежень під час залучення додаткового капіталу. Як зазначають І. Івашковська та А. Степанова, корпоративне управління являє собою безперервний динамічний процес, що відбувається в умовах конкретного типу фінансової архітектури та обумовлений комбінацією її компонентів [42, с. 159].

Взагалі у світовій практиці, зокрема на пострадянському просторі, існує два узагальнених типи управління підприємствами:

- 1) із закріпленням функцій оперативного управління в руках власника;
- 2) із розподілом власності та оперативного управління [42, с. 154].

Завдяки домінуванню агентської теорії в тлумаченні корпоративного управління основна вибірка досліджень стосовно цього питання присвячена саме другому типу управління, тоді як перший тип виявляється характерним лише для малих компаній, які не мають акціонерної форми власності. Серед дослідників склалася розповсюджена позиція, за якої корпоративне управління розглядається через способи контролю та моніторингу корпоративних конфліктів, що виникають між менеджментом компанії та її власниками. Такий підхід щодо тлумачення корпоративного управління в дослідницькій літературі характеризується як «фінансовий» або «ринковий» [128; 146].

Такі автори, як К. Кейсі, С. Томпсон та М. Райт, вважають, що корпоративне управління забезпечує механізми створення бар'єрів опортуністичної поведінки менеджменту та надмірному збільшенню добробуту власників [158].

А. Шлейфер та Р. Вішні надають визначення корпоративного управління у прив'язці до процесів фінансування, а саме зазначають, що корпоративне управ-

ління – це сукупність процесів, за допомогою яких постачальники ресурсів у формі фінансового капіталу (акціонери та кредитори) гарантують достатню доходність інвестицій [177].

Водночас останні дослідження наголошують на тому, що корпоративне управління являє собою платформу для зіткнення інтересів власників компанії та представників менеджменту, а також забезпечення балансу цих інтересів. У межах такого підходу розглядаються такі інструменти стимулювання ефективності дій менеджерів: використання компенсаційних схем, визначення привілеїв для генерального директора та інших представників топ-менеджменту, дозвіл голосування за довіреністю тощо [45].

А. Степанова зазначає, що задачею корпоративного управління також є мінімізація транзакційних витрат, пов'язаних із розмежуванням прав та обов'язків менеджерів, а також агентських витрат, пов'язаних із різноспрямованістю інтересів менеджерів та ризику акціонерів [101].

Здійснення заходів, що спрямовані на подолання та зниження впливу корпоративних конфліктів у компанії, більшістю авторів пов'язується із введенням спеціального органу з корпоративного управління – радою директорів, яка наділена контролюючою, балансуючою та стратегічною функціями. Саме тому баланс інтересів безпосередньо пов'язаний зі складом ради директорів та процедурами її роботи. Британські дослідники А. Кедбері та П. Дей з метою уникнення дисбалансу між власниками та менеджментом компанії пропонують композицію ради директорів зі значною долею незалежних директорів. Надалі поступово сформувалася точка зору, згідно з якою якісна робота ради директорів обумовлена її збалансованістю [164]. Взагалі у структурі ради директорів виділяють три групи членів: виконавчі директори, що поєднують функції членів ради директорів та менеджерів, які представляють їхні інтереси; зовнішні афілійовані директори, які є представниками складу власників та незалежні (невиконавчі) директори-експерти. [45, с. 131].

Водночас в умовах динамічного, нестійкого економічного середовища, що є типовим для країн зі зростаючими ринками капіталу, збалансована система корпоративного управління виявляється практично непрацездатною. Для досягнення ефективності, що виражається через баланс інтересів, найпростішим визнається шлях концентрації капіталу, який дає змогу усунути частину ланок конфліктів інтересів. Так, з огляду на домінування концентрованого та надконцентрованого типу структури власності компаній пострадянського простору, Т. Долгопятовою запропонована класифікація типів корпоративного управління, що включає такі: із концентрованою власністю інсайдерів, із концентрованою власністю інсайдерів-менеджерів, із концентрованою зовнішньою власністю та із розпиленою власністю [29]. Так, кожний тип корпоративного управління притаманний конкретній структурі власності та є ефективним саме для неї.

Водночас підкреслюється, що лише в умовах розпиленої структури власності, яка майже нехарактерна для зростаючих ринків капіталу, можливим є функціонування збалансованої ради директорів.

Зважаючи на такі особливості корпоративного управління в сучасній компанії, доцільно навести розширену класифікацію типів корпоративного управління (рис. 1.6).

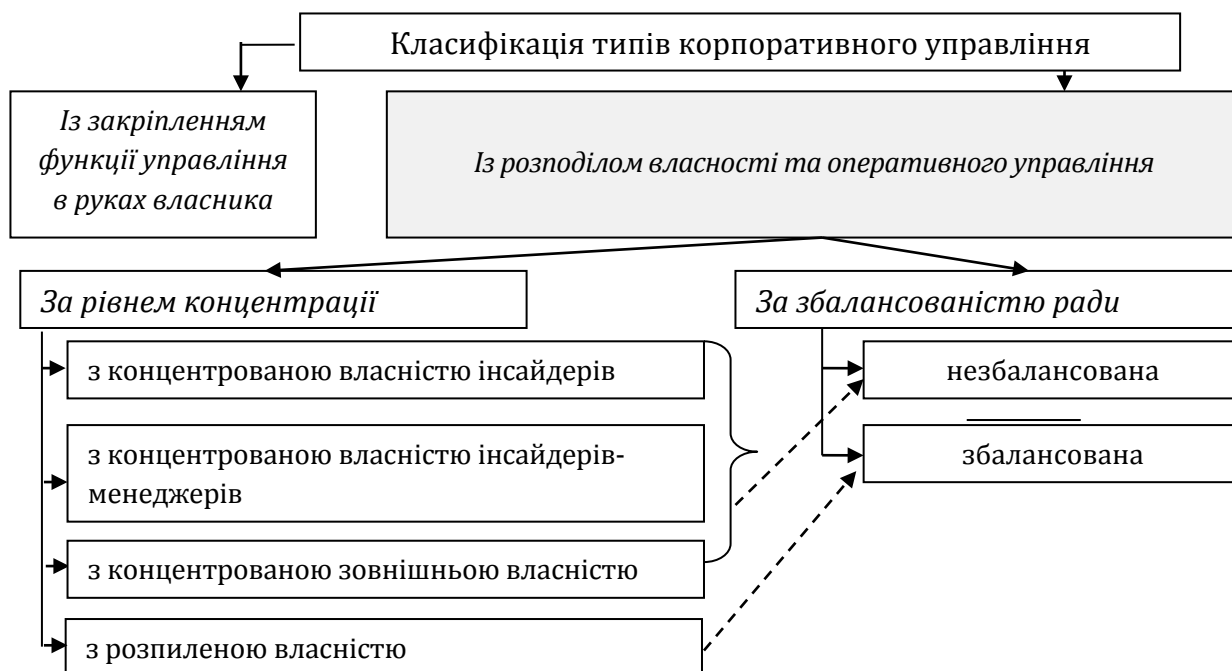


Рис. 1.6. Класифікація типів корпоративного управління
Джерело: побудовано на основі [23; 35; 38; 157].

Стратегічна функція ради директорів проявляється в її участі в процесі розробки корпоративної стратегії. М. Герсію, Д. Джексон, О. Шмідт та інші зазначають, що суттєвий вплив на максимізацію вартості бізнесу мають процедури діяльності ради директорів, що зміщені з питань контролю та підзвітності менеджерів, а також оцінки ефективності вже прийнятих рішень у бік опрацювання механізмів прийняття майбутніх рішень, стратегічних альтернатив та політики компанії [153; 155]. На жаль, цей аспект корпоративного управління відображається лише в інформації для внутрішнього користування та не постає можливим до спостереження.

Отже, погоджуючись із логікою стейкхолдерського підходу, зазначимо, що корпоративне управління виявляється органічно вписаним у межі парадигми агентських конфліктів, що спричиняють появу фінансових обмежень, а тому і на процес визначення вартості фінансових ресурсів. Зазначимо, що згідно з теорією агентських витрат, в умовах відсутності ефективних механізмів корпоративного управління, зовнішній борг може використовуватися власниками як дисциплінуючий інструмент для менеджменту [45, с. 201].

Третя складова фінансової архітектури суб'єкта господарювання, що характеризує форму організації та ведення бізнесу, не завжди виокремлюється в межах тематичних досліджень. Хоча серед факторів фінансових обмежень, що досліджуються багатьма авторами, значне місце посідають такі кон'юнктурні пара-

метри компанії: розмір (вартість сукупних активів), організаційно-правова форма (акціонерна чи неакціонерна), а також відношення до інтегрованих структур (насамперед, холдингових). Необхідність та науково-практична цінність узагальнення визначених параметрів та включення їх до складу елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання обумовлені особливостями функціонування фінансового ринку України з присутніми на ньому кількісними та якісними обмеженнями у фінансуванні. Так, в умовах неефективних фінансових ринків такі характеристики суб'єктів господарювання, як розмір сукупних активів, організаційно-правова форма та відношення до фінансово-промислових груп, виявляються одними з визначальних факторів доступу до капіталу.

Відповідно до класичного підходу, крупні компанії, які найчастіше організовані у вигляді акціонерних товариств, мають більш відкритий доступ до ринків капіталу за рахунок того, що вони, як правило, є інформаційно-прозорими, мають менший ступінь волатильності активів, є більш диверсифікованими та випускають значні обсяги цінних паперів. Такі особливості забезпечують крупним компаніям більший ступінь довіри з боку кредиторів та інвесторів. До того ж, акціонерні компанії мають відносно легкий доступ до альтернативних зовнішніх джерел довгострокового фінансування, наприклад, додаткова емісія цінних паперів [45].

Водночас компанії з невеликим обсягом сукупних активів виявляються більш фінансово обмеженими при залученні додаткового капіталу, що обумовлюється таким набором факторів:

- високий рівень інформаційної асиметрії, що пов'язаний із відсутністю відкритої, достовірної інформації щодо фінансового стану фірми, відсутністю даних про її кредитну історію;
- ризик дефолту компанії, що зазвичай цілком лежить на її власнику, оскільки для малих підприємств не є характерним диверсифікація прав власності;
- менша цінність наявного закладного майна компанії, значення якого підвищується в процесі прийняття рішень щодо залучення кредитів;
- знижений порівняно з крупними компаніями рівень ліквідності, що пов'язано з вищим ступенем оборотності ресурсів та, як правило, більшою часткою поточних зобов'язань;
- пріоритет у процесі прийняття фінансових рішень, яким не завжди виступає максимізація ринкової вартості бізнесу, а часто лише задоволення особистих потреб його власника [44].

Типологізацію видів та організаційних форм суб'єктів господарювання, що функціонують в Україні, закріплено ст. 63 Господарського кодексу України. Так, залежно від форми власності виділяють: приватні, колективні, комунальні, державні підприємства, а також такі, що засновані на змішаній власності (на базі об'єднання майна різних форм власності). Залежно від способу утворення та формування статутного капіталу діють унітарні підприємства (створюються одним засновником, який виділяє необхідне майно, формує відповідно до закону статутний капітал, затверджує статут, розподіляє доходи, безпосередньо або через керівника, який призначається засновником, наглядовою радою такого підпри-

ємства у разі її утворення, керує підприємством і формує його трудовий колектив на засадах трудового найму, вирішує питання реорганізації та ліквідації підприємства), а також корпоративні (утворюються двома або більше засновниками за їхнім спільним рішенням, діють на основі об'єднання майна та / або підприємницької чи трудової діяльності засновників, їх спільного управління справами, на основі корпоративних прав, у тому числі через органи, що ними створюються, участі засновників у розподілі доходів та ризиків підприємства). Підприємства, засновані на приватній власності двох або більше осіб, створюються у формі господарських товариств, форми яких закріплено ст. 80 Господарського кодексу України, а саме: акціонерні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю, повні та командитні товариства [24].

Тенденція до інтеграції суб'єктів господарювання до фінансово-промислових груп є характерною для сучасного світового економічного середовища та обумовлена зростанням конкурентної боротьби за ресурси та ринки збуту виробленої продукції. На фоні посилення інтеграційних процесів все більше емпіричних досліджень вчених у сфері корпоративних фінансів (Б. Сільвія, Дж. Штайн, Дж. Хьюстон та К. Джеймс, Р. Рейджен) підтверджують гіпотезу наявності позитивного впливу внутрішнього ринку капіталу на ефективність сучасних компаній [176; 179; 182; 183].

Загалом, фінансово-промислова група (ФПГ) являє собою ряд господарюючих суб'єктів виробничого, фінансового, інноваційного та торгового профілю, які формують єдину економічну систему шляхом консолідації активів на акціонерній або договірній основі. ФПГ утворюється з метою забезпечити гарантований доступ учасників до фінансово-кредитних ресурсів, надійно розмістити та консолідувати капітал, отримати вигоди від розширення сфери впливу, економії на транзакціях [30].

Однією з найбільш поширених і розвинених організаційних форм ФПГ є холдинг, що існує поряд із такими моделями інтеграції, як комерційна угода (передбачає відсутність участі в капіталі компанії або обміну акціями та найбільш поширена в країнах з високим економічним ризиком), спільне підприємство (партнерами створюється абсолютно нова організація, що дає можливість розділити витрати та знизити ризик), пряма купівля, часто із зовнішнім фінансуванням, перехресне володіння акціями за допомогою їх обміну, злиття, у тому числі у формі фінансово-промислових груп тощо [97].

За визначенням А. Загороднього, холдинг – це об'єднання юридичних осіб, що складається з основної і дочірніх компаній, які здійснюють спільну виробничу, торгову, фінансову і комерційну діяльність, пов'язаних між собою системою участі (як майнового, так і немайнового характеру), що надає основній компанії право визначати найважливіші управлінські та господарські питання діяльності дочірніх компаній [100]. Для інтегрованих структур характерним є наявність внутрішнього ринку капіталу. А. Кулемін зазначає, що внутрішній ринок капіталу – це система руху довгострокових фінансових ресурсів між бізнес-одинацями, а також між бізнес-одинацями та головною компанією холдингу з метою здійснення інвестиційних операцій [58, с. 7]. В. Бузанов вважає, що сутність

внутрішніх ринків капіталу не обмежується лише перерозподілом довгострокового капіталу, та визначає внутрішній ринок капіталу як механізм, що забезпечує переміщення фінансових ресурсів: капіталу та грошових коштів для досягнення як довгострокових, так і короткострокових фінансових цілей [17, с. 47]. Роль внутрішніх ринків капіталу значною мірою посилюється в умовах недостатньо розвинутих зовнішніх ринків капіталу, недосконалого правового середовища, низького рівня транспарентності фінансової інформації, що є особливо актуальними для України факторами.

Отже, з одного боку, суб'єкти господарювання, що входять до фінансово-промислових груп, визнаються менше фінансово обмеженими, оскільки вони насамперед володіють доступом до внутрішнього ринку капіталу, мають можливість швидше коригувати структуру фінансового капіталу та підвищувати власну ліквідність за рахунок надання корпоративної допомоги, а також трансфертних та фідучіарних (довірчих) кредитів один одному за вартістю нижче ринкової.

З іншого боку, як зазначає А. Бені Ерріфін, малазійський вчений-аналітик, для компаній, що входять до ФПГ, насамперед пірамідальних холдингів, характерним є агентський конфлікт, пов'язаний із невідповідністю прав власності та прав корпоративного контролю та управління [117]. Власники, що знаходяться на вершині пірамідальної структури мають адекватне співвідношення прав власності та корпоративного управління лише на верхньому рівні піраміди, тобто у безпосередньо підпорядкованій компанії. На наступних, нижчих рівнях має місце експропріація початковим власником міноритаріїв, у тому числі менеджерів компаній, шляхом вилучення прибутку, втягнення компаній у ризикові проекти, відповідальність за збитки за якими несуть безпосередні управлінці, та інших неправомірних дій, що мають місце в цілях підвищення добробуту початкового власника та максимізації вартості лише тієї компанії, що знаходиться на верхівці пірамідальної холдингової структури. В межах корпоративної піраміди збільшення заборгованості одного зі структурних елементів не має супроводжуватися обмеженням експропріації з боку контролюючого акціонера, тому що борги можуть бути перенесені по групі, трансформовані у зовнішні позики, узяті під гарантію іншими філіями тощо. Навіть дефолт однієї філії не пошкодить репутації холдингу. У будь-якому випадку відповідальність за збиток може бути покладена на акціонерів. Отже, навіть за критично високого рівня зобов'язань філії, для великого акціонера це може не бути проблемою. Навпаки, така ситуація може сприяти експропріації філії, даючи змогу головному акціонеру контролювати більше ресурсів без розбавлення його контрольного пакета акцій. Саме тому питання експропріації може стосуватися не тільки міноритарних акціонерів, але і кредиторів.

Отже, розглядаючи компанії різного розміру, різних організаційних форм та різних за відношенням до фінансово-промислових груп, вважаємо доцільним об'єднати зазначені параметри в окрему структурну характеристику суб'єкта господарювання, що визначається як форма організації та ведення бізнесу (рис. 1.7).

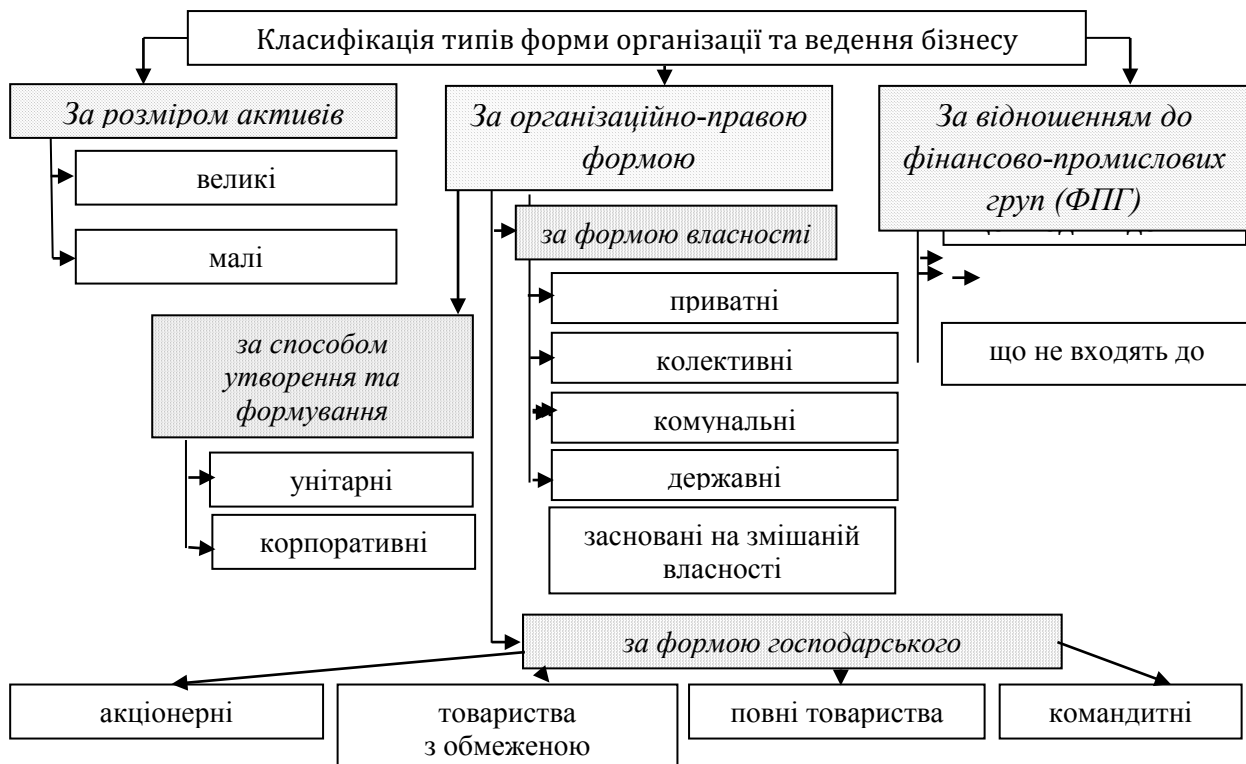


Рис. 1.7. Класифікація типів форми організації та ведення бізнесу
Джерело: побудовано на основі [11; 24; 30; 39; 120].

Вивчення особливостей різних типів структури власності, корпоративного управління, а також форми організації та ведення бізнесу дало змогу встановити закономірності їх впливу на структуру фінансування суб'єктів господарювання, що в результаті формує унікальну фінансову архітектуру бізнесу:

- висока концентрація власності акціонерів-мажоритаріїв обумовлює утримання компанії від запозичень у разі необхідності залучення додаткового капіталу, а отже, підтримання низького рівня боргу. Причиною тому є наявність ризиків для крупних акціонерів, а саме ризики втрати контролю, зниження курсу акцій компанії, підвищення адаптаційних витрат у разі коригування фінансового левериджу;
- висока частка інсайдерської власності часто може супроводжуватися опортуністичною поведінкою менеджерів-власників, для якої характерне надмірне зменшення боргового навантаження, всупереч політиці максимізації вартості компанії з причини ризику недоотримання управлінням власного доходу;
- розділення відношень власності та контролю, формування збалансованого складу ради директорів, у т. ч. наявність у ньому незалежних членів, підвищує об'єктивність прийняття управлінських рішень компанії та стимулює залучення боргового фінансування в разі необхідності за умов адекватності його ціни;
- крупні акціонерні компанії, зважаючи на меншу фінансову обмеженість, мають змогу безперешкодно залучати позиковий капітал на вигідніших умовах, ніж малі компанії;

– акціонерні компанії мають змогу проводити додаткові емісії цінних паперів, що може як підвищувати їх фінансовий леверидж (у разі випуску боргових цінних паперів), так і знижувати (у разі додаткової емісії акцій);

– входження до інтегрованих структур надає змогу користуватися більш дешевими внутрішніми позиками (довірчі кредити, корпоративна допомога). Тож, гіпотетично, рівень фінансового левериджу буде вищим у компаній, які входять до ФПГ;

– компанії з низьким фінансовим левериджем повільніше коригують співвідношення між позиковим та власним капіталом, оскільки вони, як правило, зацікавлені у збереженні запасу боргового навантаження з метою протистояння можливим фінансовим потрясінням та зменшенні фінансових обмежень.

Отже, структура фінансування суб'єктів господарювання – це структура основних джерел їх фінансових коштів, тобто співвідношення власних та позикових (довгострокових та короткострокових) фінансових ресурсів [93].

Класифікувати типи структури фінансування суб'єктів господарювання у загальному вигляді можна за такими ключовими ознаками: рівень фінансового левериджу, тип власного капіталу та тип позикового капіталу (рис. 1.8).



Рис. 1.8. Класифікація типів структури фінансування суб'єктів господарювання
Джерело: побудовано на основі [19; 21; 23; 42; 47; 151; 160; 171].

Отже, дослідженню формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання присвячена велика кількість робіт іноземних та вітчизняних вчених галузі корпоративних фінансів. Обґрунтовані компоненти фінансової архітектури (структура власності, корпоративне управління, форма організації та ведення бізнесу, а також структура фінансування) мають багатосторонній вплив один на інший, формуючи унікальну фінансову архітектуру суб'єктів господарювання. З одного боку, фінансова архітектура суб'єктів господарювання завдає механізми та процедури прийняття рішень, що визначає характер розподілу вільних грошових потоків компаній, а з іншого – є ключовим внутрішнім фактором доступу до капіталу, його вартості, а отже, і ринкової вартості бізнесу. В умовах недосконалих та неефективних фінансових ринків вплив внутрішніх характеристик бізнесу на вартість капіталу значною мірою посилюється, що робить дослідження елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні особливо цінним.

1.2. Чинники впливу циклічного розвитку економіки на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання

Нездатність суб'єктів реального та фінансового секторів економіки України повною мірою протистояти негативним тенденціям макроекономічного та ділового циклу виявила необхідність застосування динамічного підходу в процесі дослідження концепту фінансової архітектури суб'єктів господарювання, що побудований із врахуванням фактора циклічності розвитку економічної системи. З огляду на безперервність змін економічної кон'юнктури, а також прискорення та ускладнення протікання бізнес-процесів, спостерігається, що фінансова архітектура суб'єктів господарювання визначається не лише системою складових характеристик самих суб'єктів, але й певною фазою макроекономічного циклу.

Згідно з П. Бардовським, макроекономічний цикл – це певний тип періодичних коливань економічної активності, який складається із розширення та стиснення економічної системи, що супроводжується коливаннями рівня ділової активності, виробництва, зайнятості, рівня цін та інших макроекономічних показників [4].

Б. Райзберг зазначає, що економічний цикл – це підйоми та спади в економіці, що постійно повторюються з періодичністю протягом ряду років. Економічний цикл складається з кількох фаз: підйом, криза, депресія та пожвавлення [93, с. 466].

Більш узагальненим є визначення О. Єрохіної: економічний цикл – це процес переходу економічної системи від однієї стадії свого розвитку або функціонування до іншої, в ході якого має місце часткова зворотність, що проявляється у проходженні економікою подібних фаз з більш або менш постійним інтервалом [31].

На думку О. Беляєва, циклічність в економіці – це закономірний рух від одного стану макроекономічної рівноваги до іншого в межах економічної системи [8].

Макроекономічні цикли розрізняються за часовою ознакою як довгострокові, середньострокові та короткострокові. Регулярні середньострокові коливання, що визначають суттєві зміни найважливіших показників економічної системи

(рівень виробництва, доходів та інвестицій) та визначаються рівнем ділової активності платників податків, називаються діловими циклами.

Феномен ділового циклу було виявлено наприкінці XIX ст., проте й на сьогодні він продовжує залишатися предметом інтересу дослідників. Найбільш загальноприйнятим є визначення ділового циклу, надане А. Бернсом та У. Мітчеллом, американськими науковцями-інституціоналістами. Згідно з авторами, ділові цикли (бізнес-цикли) – це тип коливань у сукупній економічній активності країн, діяльність яких організована переважно у формі приватного підприємництва, що складається з періоду спаду (скорочення економіки з наступним пожвавленням) та підйому, які спостерігаються одночасно в різних сферах економічної діяльності; тривалість ділових циклів коливається від одного року до 10–12 років, при цьому не можна виділити більш короткі цикли схожого типу та аналогічної амплітуди [121].

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

Інший підхід був запропонований норвезьким економістом Р. Фіршем та отримав назву імпульсно-розповсюдженого. Згідно з ним, цикли розглядаються як наслідок випадкових впливів на економічну систему – імпульсів, або шоків, характер яких з часом послаблюється. Імпульси диференціюють на три типи: шоки пропозиції, що впливають на виробничу сферу економічної системи; політичні шоки, що є наслідком рішень органів регулювання економіки та шоки в приватному секторі, що пов'язані зі споживчими та інвестиційними коливаннями домогосподарств [144].

Компромісною точкою зору, з якою погоджуються дослідники О. Бланшард [15], І. Зикунова [39], І. Івашковська [46] та інші, ми вважаємо дескриптивну модель ділового циклу, як таку, що передбачає врахування різного роду кількісних та якісних факторів впливу, випадковості розвитку економічної системи, нелінійності протікання бізнес-процесів. Дескриптивна модель ділового циклу описує середньострокові коливання, які виникають як в результаті постійних факторів, так і випадкових шоків. Лінія тренду при цьому виявляється нестійкою (стахостичною) (рис. 1.9).

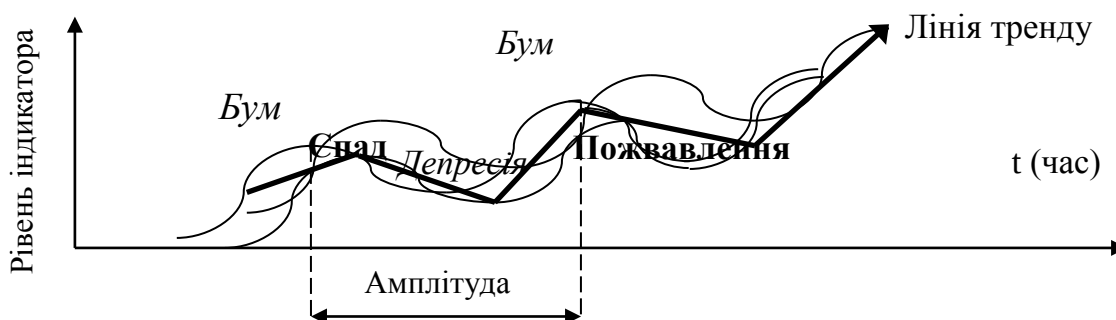


Рис. 1.9. Дескриптивна модель ділового циклу
Джерело: побудовано на основі [15; 39; 46].

Період (амплітуду) ділового циклу прийнято вимірювати як інтервал часу від перебування економічної системи в екстремальній точці одного бізнес-циклу до досягнення нею аналогічної екстремальної точки наступного циклу.

На сьогодні науково доведеним економічними школами є факт тісного зв'язку та взаємовпливу коливань ділового циклу та кон'юнктури фінансового ринку макросистеми. Характер та природа таких зв'язків активно досліджувалися науковцями протягом останніх десятиліть у межах теорії кредитного циклу, основна ідея якої полягає у тому, що причиною циклічності ділової активності є коливання обсягів кредитування. Згідно з таким підходом, однією з найважливіших причин настання та поглиблення кризових явищ в економіці є згортання процесів кредитування, що неминуче обмежує зростання ділової активності економічних агентів, їх інвестиційну діяльність та сукупний попит. Так, протягом ХХ ст. Р. Левін, Т. Бек, А. Демиргуч–Кунт, Р. Раджан визнали та довели, що рівень розвитку фінансового ринку Великобританії, США, Японії та інших ринково-орієнтованих країн став каталізатором їхнього стрімкого економічного зростання. Хоча і досі залишаються дискусійними питання, що стосуються чіткого встановлення характеру такого взаємозв'язку (його лінійності та синхронності). Отже, зважаючи на безумовну цінність ідеї кредитного циклу, як такої, що втілює взаємозв'язок між діловим циклом, кон'юнктурою фінансового ринку та особливостями фінансування суб'єктів господарювання, вважаємо доцільним розглянути різні підходи (парадигми) вчених щодо розуміння природи кредитних циклів (Додаток Б, табл. Б.1).

Узагальнення взаємозв'язку ділового та кредитного циклу можна знайти у гіпотезі «фінансової крихкості» Х. Мінські [167, с. 58–61]. Згідно з нею криза настає в результаті поступового нарощування проблем суб'єктів ринка стосовно обслуговування свого боргу:

- на стадії економічного пожвавлення фірми активно реалізують інвестиційні проекти, фінансуючи їх за рахунок власного капіталу або за рахунок кредитів, при чому обсяги їхньої виручки перевищують відсотки за позиками та погашення тіла кредиту;

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

- у результаті настає стадія, коли інвестиційна активність фірм зупиняється, а обслуговування боргу за рахунок виручки стає для фірм неможливим, що змушує їх вдаватися до рефінансування кредитів за рахунок отримання нових. На цій стадії закономірною реакцією кредиторів (насамперед банків) стає встановлення кількісних фінансових обмежень (за ціною) та якісних (нецінових бар'єрів фінансування).

До того ж такий механізм зв'язку фінансового та реального секторів економіки, що отримав назву «фінансовий акселератор» (за Б. Бернанке), з настанням стадії спаду та кризи посилюється механізмом трансмісії шоків недоскональності та фрікційності фінансового ринку. Фрікційність фінансового ринку означає

наявність на ньому інформаційної асиметрії, агентських конфліктів, транзакційних витрат, морального ризику тощо, які зі свого боку трансформуються у витрати фінансування та впливають на ступінь прийнятності для компаній з точки зору залучення додаткового капіталу (рис. 1.10).



Рис. 1.10. Механізм зв'язку фінансового та реального секторів з точки зору кредитного циклу з врахуванням недосконалості фінансового ринку
Джерело: складено на основі [73; 91; 121; 152].

Так, проблема інформаційної асиметрії виникає внаслідок обмеженої інформації про компанію і перспективи її розвитку та передбачає застосування інвесторами та кредиторами певної премії за ризик (премії зовнішнього фінансування). Негативні наслідки від існування інформаційної асиметрії бувають двох видів – ефекти, що є *ex ante*, їх прийнято називати несприятливим відбором (*adverse selection*), та ефекти, що є *ex post*, які називають моральним ризиком (*moral hazard*). У цьому випадку проблема несприятливого відбору проявляється у вигляді повного або часткового витіснення раціональних проектів, зокрема, фінансово-інвестиційних рішень, нераціональними внаслідок наростання інформаційної асиметрії. Проблема «морального ризику» виникає у разі наявності конфлікту інтересів між менеджерами компанії та її власниками, що спричиняє таку поведінку менеджерів, коли ними навмисно не проявляється ініціатива залучення позикового капіталу (оскільки його обслуговування скорочує обсяг грошового потоку компанії та не допускає можливості опортуністичної поведінки). Агентські конфлікти виникають між акціонерами та менеджерами, компанією та кредиторами, мажоритарними та міноритарними акціонерами внаслідок незбалансованості дій агентів, що має місце через протилежність особистих інтересів, цілей, різне сприйняття ризику, неефективне використання агентами активів тощо. Проблема транзакційних витрат проявляється у виникненні високих накладних витрат під час залучення додаткового капіталу компанією [129]. Високий рівень фінансових витрат у період спаду ділової активності спричиняє низький попит на зовнішній капітал та у такий спосіб провокує ще більше зниження ліквідності

фінансового ринку та поглиблює кризові процеси. Розширення ж пропозиції з боку фінансових ринків у періоди поживавлення стимулює попит та сприяє запуску фінансово-інвестиційної діяльності та економічному підйому макросистеми.

Отже, на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання впливають чинники реалізації фінансового або кредитного циклу на макрорівні, основними з яких є: висока волатильність цін на кредитні ресурси із загальною тенденцією до їх подорожчання, зменшення пропозиції кредитів з боку банків, звуження обсягів фондового ринку, зниження ліквідності та платоспроможності контрагентів у періоди економічного спаду. Закономірною є реакція суб'єктів господарювання на циклічні зрушення в економіці, яка найчастіше є екстреною відповіддю на зміни, аніж цілеспрямованою та завчасно спланованою протидією, що дає можливість знижувати шоківі впливи ззовні на фінансову діяльність та адаптуватися до проходження ділового циклу з найменшими витратами. Потенціал такої контрциклічної адаптації несе в собі фінансова архітектура суб'єктів господарювання як сукупність взаємопов'язаних характеристик, що консолідовано впливають на рівень фінансових обмежень бізнесу.

Зазначене обумовлює необхідність аналізу чинників економічної циклічності саме на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання України (табл. 1.2).

Аналіз вартості позикових фінансових ресурсів, що прямо впливає на формування фінансової архітектури через здатність залучати їх до структури фінансування, здійснюємо на основі вартості банківських кредитів. Загальний рівень здатності суб'єктів господарювання залучати позикові джерела найбільш повно відображає відсоткова ставка за кредитами: чим вищою вона є, тим нижчим є попит на позикове фінансування з боку суб'єктів господарювання. Так, з настанням фінансово-економічної кризи у другій половині 2008 р., що спровокувала падіння ВВП на 15 %, відсоткова ставка за кредитами в національній валюті сягнула 25,6 % та досягла свого піку у 2009 р., склавши 27,7 %. Разом із падінням ліквідності фінансового ринку на 5 % це суттєво знизило попит на кредити. Завдяки стабілізаційній політиці НБУ та з відновленням зростання в економіці відсоткова ставка зазнала зниження до 13,5 % у 2011 р. Із початком нового економічного спаду 2014–2015 рр., коли ВВП знизився понад 17 %, кредитна ставка знову відзначилася зростанням та досягла майже 25 % у середині 2015 р. Як бачимо, динаміка кредитної ставки в іноземній валюті (дол. США та євро) демонструє меншу волатильність.

Позитивна та помірна динаміка зростання грошових агрегатів, грошової маси та грошової бази упродовж усього циклу у сукупності із надмірною вартістю та волатильністю цін на кредитні ресурси свідчить про суттєві диспропорції у ліквідності банківської системи України (рис. 1.11). На фоні мінімального співвідношення депозитів та кредитів, виданих суб'єктам господарювання (0,05–0,06), має місце обмеженість у кредитуванні одних суб'єктів та майже повній безперешкодності доступу до нього в інших. Така ситуація виявляє гостру необхідність в адаптаційних змінах на рівні фінансової архітектури бізнесу з метою розширення можливостей доступу до додаткового капіталу.

Таблиця 1.2
Чинники впливу економічної циклічності на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання

Показники	Значення показників											
	Фактичні значення показників											
	фаза циклу	криза→реcesія	пожвавлення	бум	криза→реcesія	пожвавлення	бум	криза→реcesія	пожвавлення	бум	криза→реcesія	пожвавлення
	опт. знач.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.	2018 р.
Ліквідність фінансового ринку												
Облікова ставка НБУ (станом на 31.12), %	–	12,0	10,25	7,75	7,75	7,5	6,5	14,0	22,0	14,0	14,5	14,5
Процентні ставки за кредитами в національній валюті (станом на 31.12), %	–	19,2	16,6	12,5	14,2	18,7	18,4	20,5	20,7	17,7	17,1	17,1
Процентні ставки за кредитами в доларах США (станом на 31.12), %	–	13,6	11,0	6,4	10,7	11,3	7,9	11,1	14,9	9,7	7,3	7,3
Обсяг виданих довгострокових кредитів, млрд грн	–	253,4	262,9	292,8	324,6	308,9	333,1	439,2	399,9	516,1	474,9	474,9
Обсяг виданих короткострокових кредитів, млрд грн	–	190,3	199,3	208,2	251,3	296,5	358,3	339,6	387,9	306,0	355,0	355,0
Співвідношення депозитів та кредитів, наданих суб'єктам економіки в національній валюті	0,5–0,6	0,35	0,22	0,26	0,27	0,29	0,30	0,33	0,5	0,46	0,46	0,46
Співвідношення депозитів та кредитів, наданих суб'єктам економіки в іноземній валюті	0,5–0,6	0,19	0,19	0,19	0,25	0,29	0,24	0,22	0,21	0,29	0,35	0,35
Співвідношення довгострокових депозитів та кредитів, наданих суб'єктам економіки	0,5–0,6	0,12	0,06	0,06	0,07	0,09	0,10	0,06	0,03	0,02	0,07	0,07
Співвідношення строкових депозитів та кредитів, наданих суб'єктам економіки	0,5–0,6	0,47	0,39	0,48	0,52	0,49	0,45	0,57	0,65	0,98	0,87	0,87

Показники	Значення показників											
	Фактичні значення показників											
	фаза циклу опт. знач.	криза→рецесія	пожвавлення→бум	криза→рецесія	пожвавлення→бум	криза→рецесія	пожвавлення→бум	криза→рецесія	пожвавлення→бум	криза→рецесія	пожвавлення→бум	криза→рецесія
	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.		
Темпи зростання грошових агрегатів, %:												
• M0	–	139,4	101,5	116,5	105,3	139,4	112,8	117,6	103,9	111,2	105,8	
• M1	–	123,9	103,8	124,0	107,3	123,9	105,5	117,0	99,9	112,2	113,5	
• M2	–	130,9	109,5	123,1	114,2	130,9	103,9	118,8	108,4	110,9	109,6	
• M3	–	130,2	94,5	122,5	114,7	130,2	113,1	117,5	104,0	110,9	109,6	
Чисте залучення коштів банками за кордоном, млн дол. США	–	27007	20573	19359	16808	23654	20838	19574	18854	15099	13962	
Загальний обсяг торгів цінними паперами, млрд грн		883,4	1067,3	1537,8	2171,1	2530,9	1677,0	2331,9	2172,7	2127,6	3536,8	
Частка біржового ринку в загальному обсязі торгів, %		5,5	4,5	10,7	13,2	12,6	27,7	26,59	13,6	11,2	15,9	
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд грн		46,1	101,1	40,6	58,2	15,8	64,2	144,4	122,3	199,4	324,8	
Загальна кількість акцій, що перебувають в обігу на фондових біржах станом на 31.12, од.		756	790	799	1242	1338	1499	1466	1166	958	1076	
Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, %		9	12,6	15,9	13,7	19,7	21,4	29,2	3,2	0,8	2,3	
Обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств, млрд грн		31,4	10,1	9,5	35,9	51,4	42,5	29,0	11,4	5,5	8,3	
Загальна кількість облігацій підприємств, що перебувають в обігу на фондових біржах станом на 31.12, од.		418	436	396	463	572	548	537	389	458	572	

Показники	Значення показників										
	Фактичні значення показників										
	фаза циклу	криза→реcesія	пожвавлення→бум	криза→реcesія	пожвав—лення						
	опт. знач.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.
Співвідношення обсягів, випущених суб'єктами господарювання довгострокових цінних паперів та залучених ними довгострокових кредитів, %		80,1	1,2	55,1	74,1	66,6	55,3	65,6	26,1	2,8	4,7
Дохідність діяльності суб'єктів господарювання (розраховано станом на 31.12 кожного року)											
Рентабельність операційної діяльності	→ max	0,04	0,03	0,04	0,06	0,05	0,04	-0,04	-0,01	0,07	0,01
Рентабельність всієї діяльності	→ max	0,27	-1,22	1,44	2,71	0,01	-0,01	-2,13	-0,07	0,05	0,05
Темп зростання чистого прибутку, %	-	-97,15	-90,51	137,5	487,5	51,7	-62,28	-258,5	-63,3	-112,6	105,3
Ліквідність активів суб'єктів господарювання											
Коефіцієнт абсолютного покриття	0,2-0,25	0,16	0,11	0,16	0,17	0,15	0,18	0,16	0,13	0,09	0,09
Коефіцієнт проміжного покриття	0,7-0,8	0,87	0,81	0,88	0,86	0,91	0,89	0,82	0,79	0,76	0,74
Коефіцієнт загального покриття	1,5-2	1,11	0,81	0,88	0,86	1,18	1,14	1,03	1,00	0,99	0,96
Показники структури капіталу суб'єктів господарювання											
1. Темп зростання загальної суми капіталу, %	-	127,0	114,2	110,0	115,9	116,6	106,6	112,2	133,2	126,4	104,8
у т. ч. власного капіталу:	-	107,9	110,1	113,9	111,2	115,8	101,9	83,0	126,4	104,3	103,0
- зареєстрований капітал	-	120,9	108,9	108,7	111,3	108,0	126,4	115,5	123,7	105,5	-
- додатковий капітал	-	124,4	117,8	123,8	105,7	126,4	86,2	129,7	158,5	104,0	-
- резервний капітал	-	149,8	101,3	110,9	110,6	107,9	110,6	117,0	112,1	113,9	-
- нерозподілений прибуток	-	38,9	22,5	-158,7	-90,9	73,5	22,7	-686,2	-191,1	-106,5	-
у т. ч. позикового капіталу:	-	97,63	116,0	107,8	118,5	117,9	103,3	136,3	136,1	135,8	105,6
- довгострокові забор'язання	-	109,9	129,2	108,6	117,2	118,0	107,9	143,1	127,2	103,5	96,1
- поточні забор'язання	-	94,15	119,2	107,6	119,0	117,9	101,9	133,6	140,1	149,3	109,3

Показники	Значення показників												
	Фактичні значення показників												
	фаза циклу опт. знач.	криза→реcesія			пожвавлення→бум			криза→реcesія			пожвавлення		
		2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.
2. Питома вага капіталу, %		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
у т. ч. власного капіталу	≥ 50 %	37,24	34,53	33,92	34,00	35,15	34,14	27,70	28,35	24,48	30,1	30,1	30,1
у т. ч. позикового капіталу:	< 50 %	62,76	65,74	66,08	66,00	64,85	65,86	72,3	71,65	75,52	69,9	69,9	69,9
- довгострокові кредити банків та інші фінансові забор'язання	-	18,10	19,35	19,92	19,31	19,22	16,60	20,98	20,93	17,0	17,6	17,6	17,6
- короткострокові кредити банків та інші фінансові забор'язання	-	7,02	6,10	5,51	5,89	5,85	6,51	7,14	5,64	5,94	-	-	-
- кредиторська заборгованість та інші поточні нефінансові забор'язання	-	37,64	40,29	40,65	40,80	39,78	39,75	44,18	45,08	52,58	-	-	-

Джерело: складено за даними [28; 85; 87].

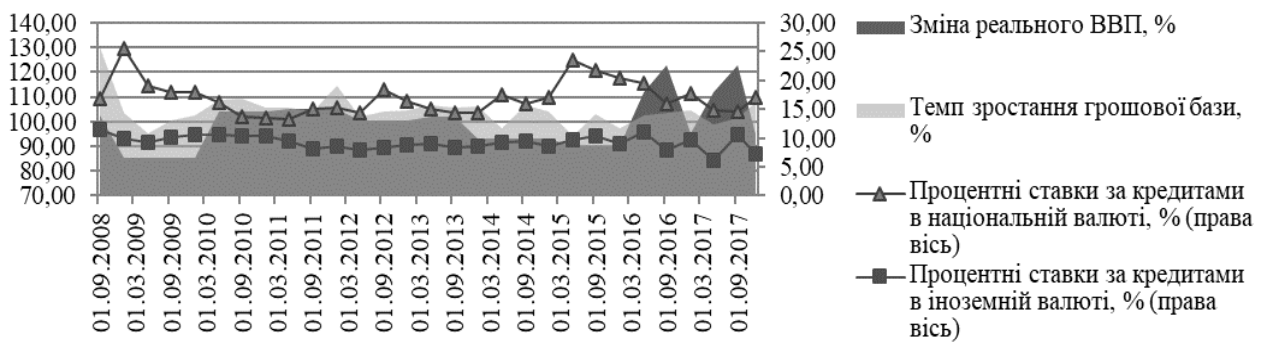


Рис. 1.11. Динаміка індикаторів ліквідності фінансового ринку України у 2008–2017 рр.

Джерело: складено за даними [28; 87].

На формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання, разом із чинниками циклічного розвитку ринку банківського кредитування, впливають чинники циклічних коливань фондового ринку (як частини фінансового ринку, де інструментами інвестування виступають дольові та боргові цінні папери). Вплив таких чинників прямо позначається на формуванні і структури власності, і структури фінансування суб'єктів господарювання через процеси перерозподілу корпоративних прав. Характерною проблемою сформованої на сьогодні моделі фондового ринку України є його слабкий розвиток та невідповідність інтересам потенційних учасників, що призводить до втрати джерел додаткового капіталу суб'єктами господарювання. Статистика даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку вказує на циклічний характер розвитку та ліквідності фондового ринку України, про що свідчить зниження показників обсягу торгів цінними паперами із розгортанням кризових процесів в економіці (табл. 1.2). З огляду на характер сформованого інституційного середовища зі слабким захистом прав інвесторів та ускладненим доступом до біржової торгівлі, в періоди економічного спаду спостерігається збільшення частки неорганізованого сегмента фондового ринку, що сприяє ще більшій економічній та правовій неузгодженості між учасниками ринку.

Обсяг торгів акціями займає 22,68 % у структурі фондового ринку, обсяг їх зареєстрованих випусків щорічно зростає, водночас кількість випусків демонструє виражену проциклічну динаміку, що свідчить про вибірккову можливість залучення капіталу шляхом емісії акцій суб'єктами господарювання. Підтверджує це також істотне скорочення кількості компаній, що входять до лістингових списків фондових бірж з огляду на посилення вимог останніх. Так, якщо у 2014 р. співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП України складало 29,21 %, то у 2016 р. – лише 0,82 %.

Торгівля облігаціями підприємств складає 2,61 % від загального обсягу торгів на фондовому ринку України. Динаміка обсягів та частоти випусків облігацій підприємств відбувається проциклічно: із настанням економічного спаду щорічний обсяг зареєстрованих облігацій знизився з 29 млрд грн у 2013 р. до 11,4 млрд грн у 2013 р. та ще до 5,5 млрд грн у 2015 р. На пріоритетність

довгострокового банківського кредитування як джерела позикового капіталу порівняно з облігаціями підприємств вказує співвідношення останніх: у 2013 р. обсяги довгострокових кредитів переважали над облігаціями у 2 рази, а з 2015 р. – більше, ніж у 4 рази.

Тенденції формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання в частині залучення зовнішнього фінансування, окрім показників ліквідності з боку фінансового ринку, визначається і ліквідністю активів самих суб'єктів, яка також демонструє циклічний характер. З цього приводу, згідно з опитуваннями представників бізнесу, підтримання короткострокової та потенціалу довгострокової ліквідності в передкризові періоди дає можливість уникати відмови у наданні кредитних коштів банками в період кризи, а отже, сформувати певний резерв адаптивності. Доведено, що позитивний зв'язок між інвестиціями та борговим навантаженням (у т. ч. у вигляді кредитних ліній) можливий виключно у разі наявності високого рівня накоплених грошових резервів [184]. Як показав макроекономічний огляд, в Україні через невиконання саме цієї умови має місце висока частка збиткових підприємств та інвестиційних проектів, а також падіння ринкової вартості бізнесу, особливо у кризові та посткризові періоди. Динаміку частки грошових резервів (у тому числі короткострокових фінансових інвестицій) в оборотних активах суб'єктів господарювання продемонстровано в табл. 1.3.

Таблиця 1.3

Частка грошових резервів в оборотних активах суб'єктів господарювання, %

31.12. 2008 р.	31.12. 2009 р.	31.12. 2010 р.	31.12. 2011 р.	31.12. 2012 р.	31.12. 2013 р.	31.12. 2014 р.	31.12. 2015 р.	31.12. 2016 р.
7,29	6,60	7,19	7,91	8,27	8,13	8,32	6,53	9,07

Джерело: складено за даними [87].

Тож, формування грошових резервів українськими суб'єктами господарювання відбувається виражено проциклічно: у періоди шоків ліквідності, які припадають на загострення криз, спостерігається найбільша нестача наявних грошових коштів. Так, рівень покриття поточної заборгованості підприємств активами найбільш ліквідної групи – грошовими коштами – залишається істотно низьким – 13 % у 2015 р.

Крім того, суттєвим фазовим чинником ділового циклу, що справляє вплив на фінансову архітектуру суб'єктів господарювання, є прибутковість їхньої діяльності. Чим вищим є прибуток та регулярність його отримання компанією, тим: а) ширшим є доступ до кредитних ресурсів та капіталу потенційних акціонерів за адекватною ціною (премією за ризик); б) більше можливостей адаптації фінансової архітектури до нових умов за рахунок коригування структури фінансування в бік пріоритетного джерела (залежно від вартості використання в поточний період), розширення кола інвесторів, посилення стандартів збалансованості корпоративного управління, нарощення вартості активів, приєднання до фінансово-промислової групи тощо.

Водночас, за умови регулярного отримання компанією прибутку в стабільні часи та періоди низьких фінансових обмежень, суб'єкти господарювання не усвідомлюють потреби в адаптації до циклічності кон'юнктури ринку, що несе в собі загрозу фінансових шоків у випадку раптової втрати прибутку. Так, з 2010 по 2012 рр. фінансовий результат діяльності суб'єктів господарювання України характеризувався прибутковістю та помірною позитивною динамікою, проте знизився у 2013 р. з 35067,3 млн грн до збиткового рівня – 22839,7 млн грн, або на 62,28 %. У 2014 р. накопичені дисбаланси вже в кризовій економіці відобразилися в збитках у підприємницькому секторі, що зросли в 25 разів та досягли зниження у 2015 р. лише в 1,5 рази. Водночас, з 2010 по 2015 рік включно має місце загальна тенденція зменшення частки збиткових підприємств: у 2015 р. порівняно з 2014 р. їх частка знизилася лише на 8 %. Поряд із надмірними обсягам збитків в економіці це пояснюється поширеною ліквідацією бізнесу. Так, у 2014 р. кількість підприємств в економіці країни знизилася на 52326 одиниць, а у 2015 р. – зросла лише на 2439 одиниць. Зважаючи на істотні збитки бізнесу, у 2014 р. вперше за весь період набула від'ємних значень рентабельність усієї діяльності суб'єктів господарювання (рис. 1.12).

Зазначені тенденції циклічного фінансово-економічного розвитку України та його впливу на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання підтверджує й динаміка Індексу Глобальної конкурентоспроможності (ІГК). Такий індекс щорічно розраховується Всесвітнім економічним форумом (ВЕФ) для оцінки рівня конкурентоспроможності країн у глобальному середовищі. ІГК представляє собою комплексний інструмент оцінки мікро- та макроекономічних показників національної економіки, який формується із 113 індикаторів, що поділені на 12 субіндексів [30].

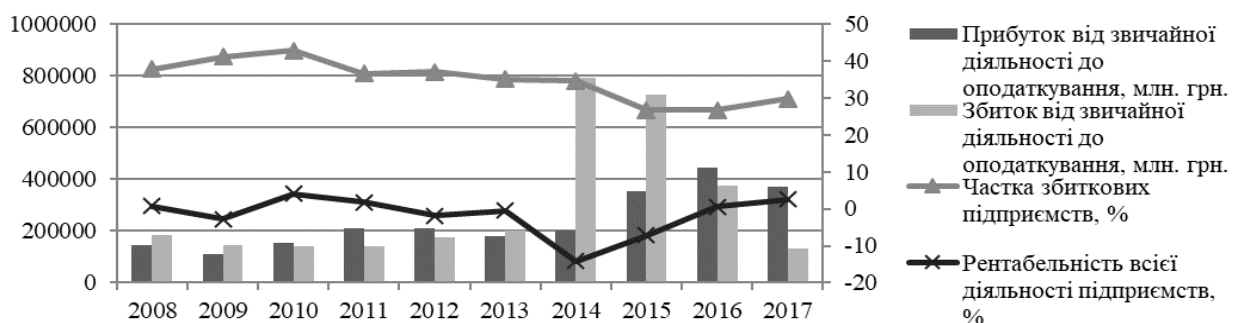


Рис. 1.12. Результати діяльності суб'єктів господарювання України у 2008–2017 рр.

Джерело: складено за даними [28].

Тож, у 2012–2013 рр. ВЕФ вперше оцінив економіку Україну як таку, що орієнтована на ефективність, яка відповідає другій групі. В цей період Україна посіла рекордне за останні роки 73 місце серед 144 країн світу. Хоча досягти максимуму 2005 р. (64 місце) українській економіці не вдалося, однак вона вийшла на докризовий рівень 2008 р. (72 місце). У 2016 р. рейтинг України знизився до 85 місця, а у 2017 р. – піднявся на 4 позиції до 81 місця (рис. 1.13). Чинниками слабого економічного розвитку країни, згідно з методикою розрахунку Індексу,

визначено макроекономічне середовище, рівень розвитку фінансового ринку, якість інститутів, інфраструктуру та ефективність ринку товарів.



Рис. 1.13. Динаміка Індексу Глобальної конкурентоспроможності (ІГК) України у 2008–2017 рр.
Джерело: складено за даними [30].

З вищевикладеного витікає необхідність характеристики тенденцій формування фінансової архітектури національних суб'єктів господарювання, що відбувається під впливом чинників фінансового циклу макросистеми. Треба зазначити, що чим більший розрив у співвідношення власного та позикового капіталу компанії, тим вищими є її фінансова стійкість, кредитний рейтинг, а отже, і швидкість залучення позикових ресурсів у разі виникнення потреби в них (нижча фінансова обмеженість).

Загальна сума капіталу суб'єктів господарювання України має стабільну тенденцію до збільшення упродовж усього ділового циклу (2008–2017 рр.). Водночас мали місце структурні зміни на рівні співвідношення позикового та власного капіталу компаній. Так, питома вага власного капіталу впродовж ділового циклу, не досягаючи рекомендованого для зростаючих економік рівня 50 %, знизилася з 37,24 % у 2008 р. до 28,35 % у 2015 р., що негативно відобразилося на показниках фінансового стану національних підприємств. Пропорційно відбулося зростання частки позикового капіталу в структурі фінансування суб'єктів господарювання на 9 % до рівня 71,65 % у 2015 р., що вказує на зростання залежності бізнесу від зовнішнього фінансування. Така тенденція свідчить про падіння рівня кредитоспроможності українських підприємств, що виступає фактором фінансових обмежень та відображає зниження можливостей, швидкості та обсягів залучення додаткового фінансування. Що стосується структури позикового капіталу суб'єктів господарювання, протягом усього періоду короткостроковий капітал (фінансовий та нефінансовий) переважав над довгостроковим. Напередодні кризи у 2013 р. частка довгострокового позикового капіталу складала лише 16,6 % від сукупного капіталу суб'єктів господарювання, у 2015 р. її рівень збільшився до 20,93 %, що в умовах низької питомої ваги власних ресурсів характеризує незадовільний рівень використання довгострокових інструментів фінансування.

У структурі короткострокового позикового капіталу суб'єктів господарювання має місце надмірно висока концентрація кредиторської заборгованості та

низька частка короткострокових кредитів. Так, обсяг отриманих короткострокових кредитів у періоди відносної стабільності залишався на рівні 5,5–5,9 % та збільшився до 7,14 % з розгортанням кризових процесів у 2014 р. Кредиторська заборгованість має виражену контрциклічну динаміку: у 2013 р. вона складала 39,75 %, у 2015 р. – зросла до 45,08 % від обсягу сукупного капіталу. З одного боку, кредиторська заборгованість грає позитивну роль безвідсоткового кредиту, що надається суб'єктами господарювання один одному. З іншого – у разі перевищення встановлених строків оплати постачальники можуть застосовувати штрафи або відмовляти у знижці за ранню оплату, що значно здорожує вартість користування кредиторською заборгованістю. Тож, кредиторська заборгованість виконує функцію джерела фінансування операційної діяльності, відображає обсяги майбутніх розрахунків за забор'язаннями (з покупцями та постачальниками, бюджетними організаціями, співробітниками тощо) та меншою мірою забезпечує реальний попит у фінансових ресурсах у періоди зростання інвестиційної потреби. Водночас з огляду на майже 50-відсоткову її вагу в балансі суб'єктів господарювання, кредиторська заборгованість заслуговує на врахування при оцінці структури фінансування саме з позиції впливу на сукупну вартість фінансових ресурсів та не може бути проігнорована.

Водночас частка фінансового капіталу (довгострокових та короткострокових кредитів банків та інших фінансових забор'язань, зокрема, виданих векселей) залишається на рівні 23–25 % у стабільні періоди та 26,5–28 % у рецесійні.

Тенденції у структурі фінансування національних суб'єктів господарювання впродовж ділового циклу продемонстровані на рис. 1.14.

Для дослідження структури фінансування суб'єктів господарювання використовується показник фінансового левериджу, який набуває сенсу за появи у структурі фінансування позикового капіталу. В зарубіжній літературі можна зустріти визначення фінансового левериджу, в чисельнику якого можуть бути як довгострокові, так і сукупні забор'язання компанії, а в знаменнику – як виключно власний капітал, так і сукупні джерела фінансування. Немає також визначеної позиції з приводу того, яку оцінку вартості капіталу використовувати при розрахунку фінансового левериджу: балансову чи ринкову.

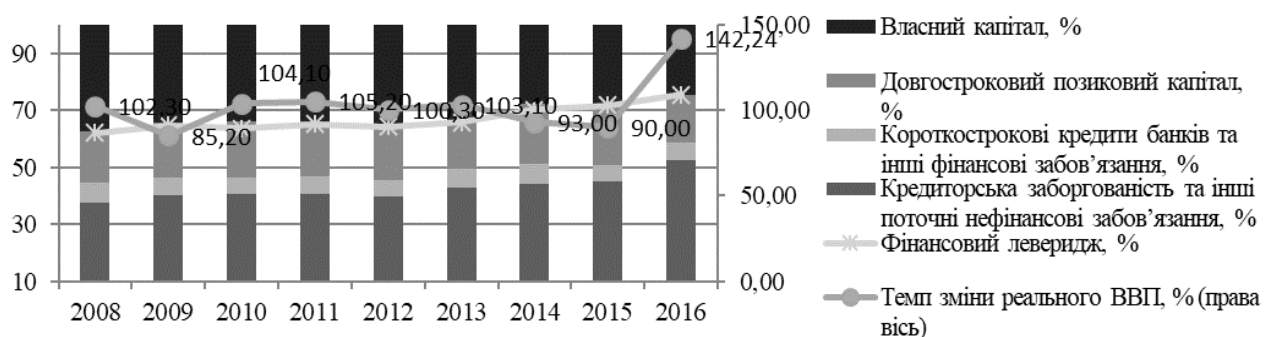


Рис. 1.14. Тенденції у структурі фінансування суб'єктів господарювання в Україні у 2008–2016 рр.

Джерело: складено за даними [28].

І. Бланк надає визначення фінансового левєриджу як співвідношення загальної суми позикових коштів до загальної суми власного капіталу [14, с. 251]. Така точка зору обумовлена тим, що автор розглядає сутність фінансового левєриджу компаній у більш широкому сенсі, пов'язуючи формування їх капіталу з використанням активів, до яких він інвестується.

Деякі автори вважають, що переважним при визначенні фінансового левєриджу є відношення довгострокових фінансових зобов'язань до власного капіталу, оскільки для фінансового стану фірми істотними є ті рішення, що мають перспективний характер [132].

Під час вибору підходу оцінки вартості капіталу при визначенні фінансового левєриджу Є. Фама та К. Френч вважають доцільним використовувати балансову оцінку, оскільки в момент залучення капіталу його вартість відображається саме в балансі [138]. Інші автори стверджують, що ринкова оцінка вартості капіталу порівняно з балансовою є переважною, оскільки вона враховує очікування та є більш точним орієнтиром у процесі прийняття фінансових рішень [155; 166]. Водночас адекватний моніторинг ринкової вартості капіталу можливий лише при наявності розширеної інформації про результати торгів акціями компаній, що стає можливим тільки в умовах розвинутого фондового ринку, що не виконується в економічних реаліях України. Отже, у подальшому дослідженні при визначенні фінансового левєриджу національних суб'єктів господарювання доцільно враховувати його сукупний позиковий капітал стосовно валюти балансу (сукупного розміру капіталу).

Питання залежності фінансового левєриджу від фаз макроекономічного та ділового циклу є важливим з погляду управління структурою капіталу суб'єктів господарювання, оскільки дає можливість оцінити можливість та швидкість її пристосування з метою максимізації вигід від боргового навантаження в стабільні періоди та мінімізації витрат у кризові (динамічна теорія компромісу).

Українські дослідники С. Комарінець, В. Глущенко, Г. Швиданенко, Н. Шевчук вказують на проциклічний характер фінансового левєриджу, тобто зазначають, що в період економічної рецесії та кризи бізнес має знижувати обсяги позикового капіталу, оскільки в цей період значно зростають витрати на його обслуговування та підвищується ризиковість використання позик. У період зростання авторами рекомендується збільшувати боргове навантаження з метою підвищення рентабельності капіталу та використання економії від податкового щита [23; 54].

Сучасні американські дослідники М. Халлінг та Дж. Йу довели, що ринковий рівень левєриджу є контрциклічною величиною, тобто в період рецесії рівень фінансового левєриджу за ринковою оцінкою вартості капіталу підвищується [152]. Насамперед це стосується нестійких компаній, що коригують балансовий рівень боргу залежно від періоду експансії чи рецесії.

Такі висновки є актуальними для сучасного підприємницького середовища як на світовому рівні, так і вітчизняному. Приймаючи рівень ВВП як індикатор стадій економічного циклу, можна помітити, що зміна рівня фінансового левєриджу українських суб'єктів господарювання за 2008–2017 рр. має переважно зворотну динаміку зміни ВВП тенденцію (контрциклічний характер). Також, за

даними Державної служби статистики, в останні роки спостерігається особливо низький рівень рентабельності власного капіталу українських компаній, що свідчить про те, що зростання частки позикового капіталу в структурі фінансування ніяк не впливає на підвищення прибутковості бізнесу. Критичними у цьому плані виявилися 2014–2015 рр., які відзначилися зростанням фінансового левериджу та досягнення екстремально низьких від’ємних значень рентабельності власного капіталу суб’єктів господарювання (рис. 1.15). Отже, в умовах рецесійних фаз ділового циклу економіки України характерним є зворотний левериджу ефект, що має назву делевериджу. Делеверидж підсилює збільшення збитків компанії пропорційно до зростання частки позикових джерел у структурі її капіталу переважно в періоди спаду та кризи.

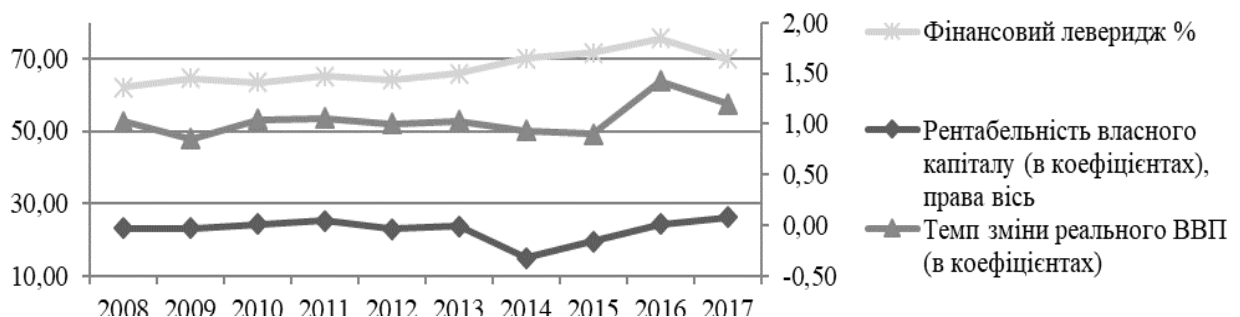


Рис. 1.15. Фінансовий леверидж та рентабельності власного капіталу суб’єктів господарювання щодо динаміки ВВП України в 2008–2017 рр.

Джерело: складено за даними [28].

Щодо структури власного капіталу суб’єктів господарювання (рис. 1.16), спостерігається щорічний приріст обсягів зареєстрованого (статутного) капіталу діючих компаній, який помітно збільшується з настанням спаду (контрциклічна динаміка). Водночас у країнах з більш розвиненими ринками акціонерного капіталу в періоди спаду спостерігається скорочення обсягів зареєстрованого капіталу [135]. Така відмінність пояснюється високою концентрацією власності у вітчизняних компаніях та «вливаннями» акціонерного капіталу мажоритарними власниками в періоди, коли премія за ризик досягає максимуму з метою підтримання фінансової стійкості. Аналогічну динаміку демонструє і залучення додаткового капіталу. Це вказує на збільшення дооцінки активів у періоди спаду, а також частоту «безоплатного» отримання необоротних активів від пов’язаних осіб у відповідні періоди. Так, збитковість діяльності підштовхує суб’єктів господарювання ширше використовувати механізм дооцінки основних засобів, що пов’язано із законодавчим регулюванням діяльності на основі порівняння чистих активів і статутного капіталу. Звідси можна судити про посилення контролю з боку крупних акціонерів у періоди економічного спаду, що зі свого боку сигналізує про вищу ймовірність зниження концентрації власності українських компаній у періоди зростання.

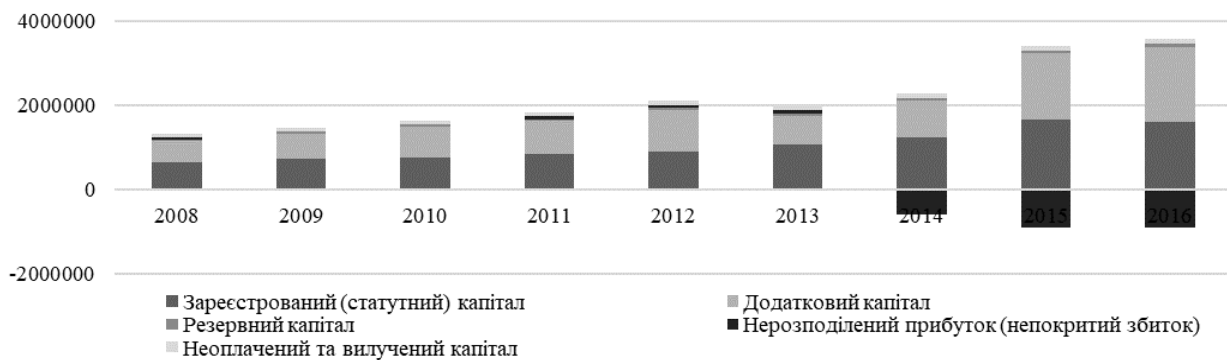


Рис. 1.16. Тенденції у структурі власного капіталу суб'єктів господарювання в Україні у 2008–2016 рр.

Джерело: складено за даними [28].

Отже, усі вищезазначені фактори впливу макроекономічного циклу на діяльність суб'єктів господарювання висувають на пріоритетний план необхідність в адаптації їх фінансової архітектури до циклічних коливань з метою полегшення подолання шоків ліквідності та зменшення вартості фінансових ресурсів у періоди рецесії та набуття можливостей фінансувати інвестиційні проекти, залучаючи для цього додатковий капітал у необхідному обсязі та за адекватною ціною. Насамперед така адаптація має стосуватися своєчасного коригування пропорції, в якій використовуються різні джерела фінансування із врахуванням цільового (субоптимального) значення в різні фази циклу. По-друге, вона націлена на розширення можливостей фінансування за рахунок залучення нових інвесторів. По-третє, передбачає зниження впливу інформаційної асиметрії та агентських конфліктів на вартість фінансових ресурсів. Схематичне зображення взаємозв'язку ділового циклу на фінансову архітектуру суб'єктів господарювання із врахуванням впливу фінансових обмежень (ФО) наведено на рис. 1.17.

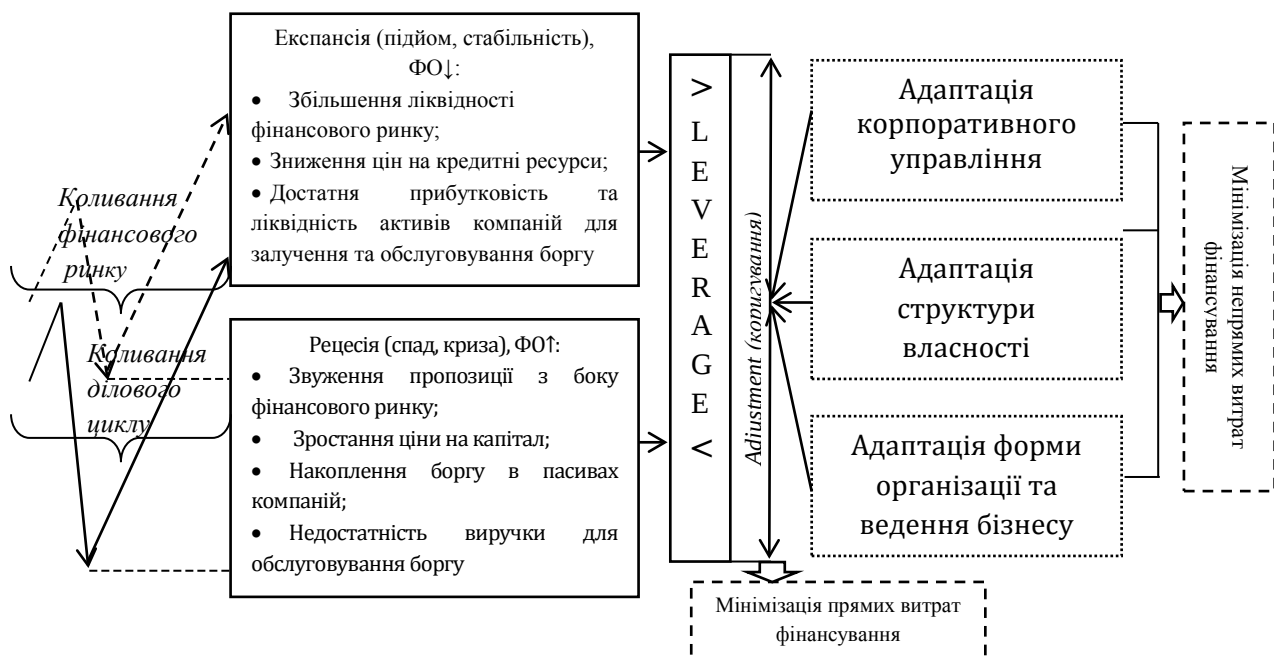


Рис. 1.17. Вплив циклічності на фінансову архітектуру суб'єкта господарювання

Отже, враховуючи припущення про різний рівень фінансових обмежень для компаній із різними особливостями фінансової архітектури, а також не завжди раціональну реакцію з боку суб'єктів бізнесу на зміни у діловому середовищі, доцільно визначити, яким чином може відбуватися адаптація фінансової архітектури компанії на рівні окремих її складових елементів, а також зрозуміти, які з них є більш адаптивними, а які – більш стійкими (інертними).

Так, у розрізі центрального елемента фінансової архітектури компанії – структури фінансування – адаптація має відбуватися на постійній основі через механізми коригування обсягів джерел фінансування відповідно до їхньої вартості та інвестиційних потреб. Зазначене можливе за рахунок застосування альтернативних інструментів або їхнього поєднання: 1) формування резерву надлишкової боргової спроможності та залучення додаткового позикового фінансування в періоди появи інвестиційної потреби; 2) формування резервів ліквідних активів та їх використання в періоди виникнення шоків ліквідності. Зауважимо, що саме перший інструмент у низці наукових робіт ототожнюється із фінансовою гнучкістю [59; 62]. Важливим є також те, що в умовах недосконалих фінансових ринків саме компліментарність (взаємне доповнення) інструментів є найвищою цінністю з погляду адаптації структури фінансування до циклічних змін в економіці.

Адаптація на рівні усіх інших елементів фінансової архітектури має більш ускладнений характер, оскільки не може відбуватися перманентно та виступає реакцією на найбільш суттєві потрясіння та зміни макроекономічного середовища. Найбільш зручною з погляду мінімуму витрат пристосування та структурних потрясінь видається адаптація корпоративного управління, що знаходить своє відображення у посиленні підтримки прав акціонерів, коригуванні стратегічних напрямів діяльності компанії, посиленні корпоративного контролю тощо з метою кон'юнктурного вирішення агентських проблем, що склалися, мінімізації пов'язаних із ними витрат та сприяння реалізації більш серйозних змін. Адаптація в розрізі структури власності компанії виступає реакцією на прояв або загрозу більш глибоких конфліктів інтересів економічних агентів, що несуть у собі істотно високі непрямі фінансові витрати та перешкоджають стратегічним цілям компанії. Адаптація в цьому випадку націлена на максимізацію та недопущення втрати вартості бізнесу та реалізується шляхом коригування рівня концентрації прав власності певних груп принципалів (наприклад, збільшення питомої ваги домінуючого акціонера, продаж контрольного пакету акцій та розпилення власності, перерозподіл власності між інсайдерами на користь інституціональних інвесторів, видача компенсаційних пакетів менеджерам компанії з метою зниження агентської проблеми тощо). Переважно з найглибшими структурними змінами пов'язана адаптація в межах організаційної форми ведення бізнесу, що охоплює коригування масштабу компанії (продаж або придбання активів), зміну організаційно-правової форми (з метою досягнення економії в частині оподаткування, фонду оплати праці тощо), вертикальну або горизонтальну інтеграцію до фінансово-промислових (холдингових, конгломератних) груп (Додаток Б, рис. Б.2).

Отже, цикли економічної активності в Україні характеризуються гострими кризовими процесами та довготривалими періодами відновлення. З'ясовано, що зовнішні чинники економічних циклів поряд із внутрішніми мотивами суб'єктів господарювання справляють неабиякий вплив на формування фінансової архітектури останніх. Із настанням спаду спостерігається прискорене накопичення боргу в структурі фінансування суб'єктів господарювання, зниження частки власних джерел, ускладненість у залучення зовнішнього інвестиційного капіталу. Такий взаємозв'язок реального та фінансового секторів економіки, а також істотний вплив циклічності на обидва сектори вказує на необхідність постановки та вирішення завдання з адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання відповідно до змін макроекономічної кон'юнктури з метою зниження впливу фінансових обмежень та використання можливостей залучення додаткового зовнішнього капіталу за адекватною ціною та в необхідних обсягах у поточному та перспективних періодах.

1.3. Об'єктивна необхідність адаптації фінансової архітектури та методичні підходи до її забезпечення в умовах циклічності розвитку економіки

Загальною рисою більшості суб'єктів реального сектору української економіки є низька здатність оперативно та з мінімальними витратами пристосовуватися до коливань ділового циклу, зберігаючи фінансову стійкість. Водночас на практиці найбільшу стратегічну ефективність демонструють компанії, що володіють достатнім потенціалом для трансформації традиційних схем функціонування в більш адаптивні моделі.

Здатність до адаптаційної поведінки суб'єктів господарювання, з одного боку, забезпечує оперативне кон'юнктурне пристосування до потоку циклічних змін у бізнес-середовищі, а з іншого – створює умови для подальшого розвитку внутрішніх можливостей проактивного реагування на майбутні виклики та загрози ззовні. Звідси необхідність з'ясування змісту поняття «адаптація» через розглядання різних підходів до його визначення та сфери використання.

Поняття «адаптація» являє собою широку міждисциплінарну категорію, яка походить зі сфери знань медицини та біології, де визначається як пристосування будови та функцій організму до умов середовища [100]. З середини ХХ ст., на фоні прискорення інформаційних, глобалізаційних та бізнес-процесів, а також підвищення частоти настання кризових явищ, посилився загальнонауковий інтерес до адаптації як принципово важливої властивості будь-якої системи, що забезпечує її виживання, самозбереження та стійке функціонування навіть за умови високої невизначеності. З цієї точки зору В. ДаниловДанильян та О. Чухнов визначають адаптацію як *«здатність системи цілеспрямовано набувати пристосування у складних середовищах, а також сам процес такого пристосування»*.

сування» [110]. При цьому уточнюються деякі загальні з погляду філософії характеристики адаптації:

- адаптація до середовища, яке характеризується високою невизначеністю, дає змогу системі забезпечувати досягнення суттєвих цілей в умовах недостатньої апіорної інформації щодо середовища;
- у процесі пристосування можуть змінюватися кількісні та якісні характеристики системи, а також її структура;
- чим суттєвішими є зміни середовища, тим глибші перетворення структури системи, що призводять до адаптації в нових умовах;
- різноманіття умов, до яких може адаптуватися система, вимірює ступінь її адаптивності.

Сукупність теоретичних підходів щодо визначення поняття «адаптація» в загальнонауковому та загальноекономічному аспектах наведено в Додатку В, табл. В.1. Зауважимо, що більшість авторів розглядають адаптацію з погляду процесу [18] або особливої здатності (властивості) системи [70]. Водночас окремі науковці під адаптацією розуміють ресурс системи (запас стійкості) [21], а також результат (новий стан системи, отриманий у результаті проведення комплексу заходів) [28]. Характеристика таких підходів дала змогу визначити авторське уявлення щодо категорії «адаптація» як здатності (властивості) системи переналаштовувати свої параметри у відповідь на зміни зовнішнього середовища.

Дослідженням окремих питань адаптації на мікроекономічному рівні в умовах циклічності бізнес-середовища займалися іноземні та вітчизняні науковці, серед яких М. Деркач [133], М. Дезі [130], В. Данг [129], К. Кейсі [158], У. Дробец [135], Р. Корайчик та А. Леві [160], Л. Марковська [71], С. Глаголев [147], І. Гурков [39], Т. Долгопятова [29], У. Марчук [72] та інші. В роботах вчених досліджуються різні форми та механізми адаптації суб'єктів корпоративного сектору до умов ринкового середовища, вплив макроекономічних змін на рівень ефективності діяльності суб'єктів господарювання, обґрунтовується необхідність переналаштування окремих структурних параметрів суб'єктів господарювання під дією зовнішніх та внутрішніх чинників з метою забезпечення стійкого функціонування та розвитку бізнесу в наступних періодах. Так, І. Гурков зазначає, що адаптація – це збереження підприємства в умовах мінливості зовнішнього середовища в результаті зміни характеру відносин із зовнішнім середовищем та трансформації внутрішньої організації підприємства. Дж. Джозеф під стратегічною адаптацією розуміє сукупність коригувань та зрушень як на корпоративному рівні, так і на рівні бізнес-одиниці. За такої умови адаптивна поведінка передбачає не тільки втілення інноваційних ідей бізнесу, але й пристосування до реальних проблем та викликів, що виникають на ринку.

Особливу цінність у контексті дослідження фінансової архітектури мають результати досліджень питань фінансової гнучкості суб'єктів господарювання, яким присвячені роботи Дж. Грехема, А. Гамба, С. Бьюна, М. Фауклендена, Г. Де Анжело, М. Фланері, С. Комаринець, О. Лактіонової, І. Чишко. В цьому контексті поняття «гнучкість» співвідноситься із поняттям «адаптація» як більш вузьке та розглядається як необхідна властивість суб'єктів господарювання для

ефективної адаптації суб'єкта поряд із такими властивостями, як швидкість (оперативність), економічність, інерційність та ін. [63, с. 42].

Узагальнення точок зору щодо сутності поняття «фінансова гнучкість» суб'єкта господарювання дало можливість визначати її як здатність ефективно адаптуватися в умовах зниження операційних грошових потоків, появі інвестиційних альтернатив, зміни кон'юнктури фінансового ринку на основі формування пасивного фінансового потенціалу, реалізація якого здійснюється в обмежені строки з мінімальним зростанням вартості капіталу або втратою вартості активів підчас їх перетворення в ліквідну форму [59; 61]. Тут під «формуванням пасивного фінансового потенціалу» в найбільш загальному сенсі розуміють підтримання запасу боргового навантаження шляхом динамічного коригування структури фінансування у кожному періоді, за допомогою чого з'являється можливість уникнення дисбалансу в період кризи та фінансування інвестицій у періоди поживлення ділової активності.

Відаючи належне внеску науковців у дослідження сутності поняття адаптація як об'єктивного процесу розвитку суб'єктів господарювання в умовах циклічних змін зовнішнього середовища, що охоплює різні сторони фінансово-господарської діяльності, треба зазначити, що залишається не розкритим повною мірою питання коадаптації (взаємної адаптації частин всередині системи), що має особливу цінність у дослідженні фінансової архітектури суб'єктів господарювання. До того ж, потребує поглиблення дослідження адаптації суб'єктів господарювання в умовах повної амплітуди ділового циклу (криза, рецесія, поживлення, бум), тоді як більшість авторів дотримуються виключно антикризового підходу. Тож під час дослідження необхідно враховувати, що адаптація – це динамічний процес, що має відбуватися системно та на постійній основі за допомогою повного набору інструментів забезпечення, що відповідають різним фазам ділового циклу. Не вирішеним також залишається питання пошуку критеріїв ефективності проходження адаптаційного процесу.

Синтез понять «адаптація», «фінансова архітектура суб'єктів господарювання» та «циклічність» надає можливість сформулювати авторську точку зору щодо наступного визначення: адаптація фінансової архітектури суб'єкта господарювання в умовах циклічного розвитку економіки – це поступовий процес трансформації структурних характеристик суб'єкта господарювання, що визначаються елементами його фінансової архітектури, у відповідь на прояв фінансових обмежень внаслідок недосконалості фінансового ринку, та несе в собі потенціал нарощення ринкової вартості бізнесу завдяки досягненню фінансової спроможності оперативного реагування на циклічні негативні та позитивні шоківі впливи зміни грошових потоків або інвестиційних можливостей.

Як витікає із логіки визначення поняття, не завжди коригування на рівні окремих елементів фінансової архітектури позитивно впливають на ефективність діяльності суб'єкта господарювання в довгостроковій перспективі (стратегічну ефективність), а можуть нести в собі лише тимчасовий позитивний ефект, який з часом змінюється на негативний. Звідси важливим є визначення та систематизація методичних підходів до забезпечення адаптації фінансової архітектури

суб'єктів господарювання до умов циклічності розвитку економіки в системі вартісно-орієнтованого управління.

Мета адаптації фінансової архітектури суб'єкта господарювання повинна бути нерозривно пов'язана з головними цілями корпоративного фінансового менеджменту, а саме: збільшення ринкової вартості бізнесу, зниження витрат на фінансові ресурси, максимізація грошового потоку, прибутковості та підвищення фінансової стійкості суб'єкта господарювання. В умовах слабкої оціночної функції фондових ринків діючим критерієм виміру ефективності капіталовкладень у суб'єкт господарювання, а отже, і його ринкової вартості з позиції акціонерів (стейкхолдерський підхід), визнається показник економічної доданої вартості (EVA) в абсолютних значеннях [38; 52; 95; 98; 166]. Тож, метою забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єкта господарювання має бути нарощення його ринкової вартості в умовах циклічних змін економічного середовища, а критерієм досягнення мети – збільшення показника економічної доданої вартості у часі, що досягається за рахунок збільшення чистого грошового потоку, з одного боку, та зниженням витрат на капітал – з іншого.

Наявні методичні підходи забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки поєднують науково-обґрунтовані та узагальнюючі практичний досвід, погляди на задачі, принципи, а також шляхи зниження внутрішніх фінансових обмежень суб'єктів господарювання та вартості капіталу на мікрорівні за рахунок трансформації внутрішніх характеристик суб'єктів господарювання. Основоположними, вихідними принципами такого забезпечення визначено такі:

- *врахування вартості капіталу* – полягає у визначенні витрат залучення та обслуговування власного і позикового капіталу, а також передбачає вибір найбільш вигідних джерел фінансування операційної та інвестиційної діяльності з точки зору вартості альтернативних видів капіталу. Першочергова важливість цього принципу полягає у тому, що структура фінансування є центральним елементом фінансової архітектури суб'єкта господарювання, а рівень вартості його капіталу одночасно є мірою прибутковості операційної діяльності та одним із критеріальних показників у процесі реального та фінансового інвестування, а також вимірником ринкової вартості бізнесу;

- *взаємозв'язок між елементами фінансової архітектури* – передбачає врахування взаємних прямих і непрямих впливів, які можуть виникати внаслідок адаптації окремих елементів фінансової архітектури на інші елементи та визначають процес «коадаптації» (взаємної адаптації елементів у межах цілісності);

- *взаємозв'язок фінансових та інвестиційних рішень* – полягає в агрегуванні інформації про результати прийняття рішень у сфері фінансування та інвестування (дохідності, рівня інвестиційного ризику, вартості необоротних активів, перспективах зростання тощо);

- *динамічне коригування структури фінансування* – враховує зміни зовнішнього середовища та ринкової ситуації, що впливають на зміну вартості фінансування та, відповідно, визначає необхідність коригування фінансового левериджу суб'єктів господарювання. Існування витрат такої реакції передбачає визначення меж допустимих відхилень від цільової структури фінансування,

наближення до яких служитиме сигналом суб'єкту господарювання до динамічного коригування;

- *підтримання фінансової гнучкості* – враховує цінність володіння різними альтернативними можливостями та інструментами коригування структури фінансування, що дає змогу знизити витрати такого коригування та пристосування операційної та фінансової діяльності до змін;

- *врахування зміни ступеня корпоративного контролю* – передбачає, що корпоративне управління (як системи стимулів для акціонерів та менеджерів) має відповідати структурі власності суб'єктів господарювання та враховувати можливі її зміни (наприклад, у разі додаткової емісії / викупу акцій, конвертації боргу в капітал, зміни в складі акціонерів тощо) з метою забезпечення належної довготривалої підтримки прав акціонерів та запобігання опортуністичної поведінки менеджерів;

- *необхідність кількісного виміру адаптації фінансової архітектури* – полягає у достовірній оцінці проходження суб'єктом господарювання адаптаційного процесу з позицій швидкості, вартості та ефективності, що дає змогу обґрунтувати вибір фінансової архітектури не тільки із врахуванням позитивного впливу на ринкову вартість бізнесу, але й пов'язаних із процесом адаптації часових та фінансових витрат;

- *врахування протиріч інтересів різних груп учасників*, що проявляються в різного роду агентських конфліктах, які спричиняють збільшення прямих та непрямих витрат фінансування, а також скорочення грошових потоків та в результаті призводять до зниження ринкової вартості суб'єктів господарювання;

- *врахування явних та неявних витрат фінансування* – позначає врахування не тільки витрат у вигляді фінансових платежів, але й таких, що збільшують норму дохідності на інвестований капітал, та в результаті знижують ринкову вартість суб'єктів господарювання. Це підкреслює необхідність виявлення ознак агентських проблем (інформаційної асиметрії та агентських конфліктів), що спричиняють відповідні неявні витрати;

- *врахування фінансових обмежень* – передбачає необхідність прийняття до уваги перевищення вартості залучення зовнішніх фінансових ресурсів, включаючи банківські кредити, над використанням внутрішніх джерел, що є характерним для зростаючих ринків капіталу через їхню слабку ефективність та фрікційність;

- *врахування циклічності розвитку національної економіки* – поряд із внутрішніми факторами на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання впливають зовнішні чинники економічного та фінансового циклу. Серед таких чинників – висока волатильність цін на кредитні ресурси із загальною тенденцією до їх подорожчання, зменшення пропозиції кредитів з боку банків, звуження обсягів фондового ринку, зниження ліквідності та платоспроможності контрагентів у періоди економічного спаду. Звідси цінність такої оптимізації фінансової архітектури суб'єктів господарювання щодо стадій циклу, що дає змогу мінімізувати його негативний вплив.

Отже, зазначені принципи забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки, з одного боку, відповідають загальноприйнятим принципам корпоративного фінансового

менеджменту та створюють цілісну систему управління стійким розвитком суб'єктів господарювання, а з іншого – дають змогу приймати управлінські рішення з оптимізації внутрішніх параметрів суб'єктів господарювання із врахуванням стадії циклу з метою зниження фінансових обмежень та вартості капіталу.

Досягнення вищезазначеної мети обумовлює вирішення таких завдань:

- контрциклічне скорочення частки позикового фінансування, що не задовольняє суб'єкт господарювання за критерієм вартості або ефективності використання;
- розширення кола інвесторів позикового та зовнішнього власного капіталу;
- зниження інформаційної асиметрії та витрат агентських конфліктів;
- зміна ступеня корпоративного контролю суб'єкта господарювання;
- оптимізація циклу управління відносно стадій макроекономічного ділового циклу.

Виконання завдань вимагає визначення пріоритетних напрямів забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки. Водночас під забезпеченням адаптації фінансової архітектури треба розуміти сукупність інструментів, методів і шляхів формування та використання адаптаційних можливостей компаній в умовах циклічності розвитку економіки.

Для зниження негативного впливу економічних циклів та використання їх сприятливих можливостей можна запропонувати модель оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку, що включає оптимізацію циклу управління щодо стадій макроекономічного ділового циклу. Така модель ґрунтується на контрциклічному скороченні частки позикового капіталу, що не задовольняє потреби за критерієм вартості або ефективності використання та проциклічному залученні інвесторів додаткового позикового та власного капіталу з одночасним забезпеченням балансу їхніх інтересів у системі корпоративного управління. На етапі кризи першочерговим є недопущення шоків ліквідності (відновлення фінансування), на етапі рецесії – реструктуризація фінансування, на етапі зростання – його розширення. Такий управлінський вплив спрямований на зниження витрат фінансової діяльності за рахунок вибору збалансованої структури джерел фінансування у кожному періоді, зниження агентських конфліктів між власниками фінансових ресурсів та агентами, а також рівня інформаційної асиметрії між суб'єктом господарювання та інвесторами, що в результаті знижує внутрішні фінансові обмеження та максимізує ринкову вартість бізнесу.

З огляду на високу волатильність ринкових цін на фінансові ресурси, нелінійність впливу макроекономічних циклів на суб'єкти господарювання та трансформацію принципів їх фінансово-господарської діяльності, що є характерним для економік країн, які розвиваються, вищезазначену оптимізаційну модель необхідно будувати на основі аналітичного блоку, що включає:

- 1) оцінку стану фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі методу кластеризації, що дає змогу виявити її домінуючий тип та особливості фінансових диспропорцій у корпоративному секторі країни;

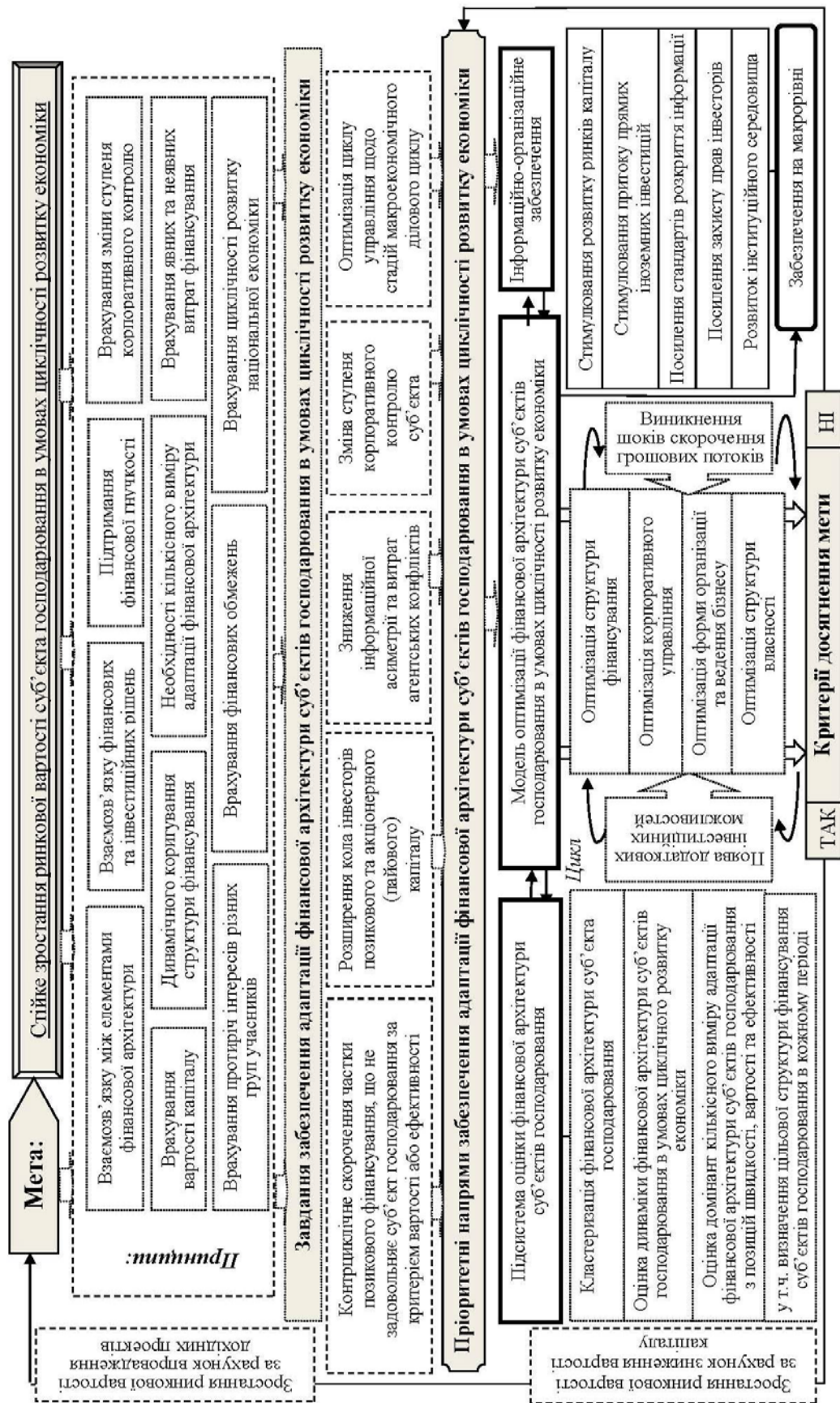


Рис. 1.18. Концептуальна схема забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки

2) оцінку динаміки фінансової архітектури суб'єктів господарювання відносно стадій циклу з урахуванням зміни вартості фінансових ресурсів, що дає можливість проаналізувати їх реакцію на кризові шоки та появи сприятливих інвестиційних можливостей, спроможність залучати додаткові фінансові ресурси за їх джерелами – отже, оцінити можливості адаптації суб'єктів господарювання до циклічних змін;

3) оцінку домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позицій швидкості, вартості та ефективності. Такий методичний підхід дає можливість одночасно оцінити вплив адаптації фінансової архітектури за стадіями циклу на ринкову вартість бізнесу, а також часові та фінансові витрати такої адаптації. На основі результатів комплексної оцінки видається можливим визначити сприятливі періоди циклу для реалізації певних заходів з оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання. В цьому напрямі важливим є визначення цільової (субоптимальної) структури фінансування в кожному періоді на основі внутрішньої інформації, з урахуванням ефектів податкових щитів та втрат від фінансової нестійкості. Це дає можливість встановити напрям коригування структури фінансування в кожному періоді, орієнтуючись на цільові значення фінансового левериджу, та оцінити швидкість такого коригування до цільових значень.

Сформовані фінансові диспропорції на рівні суб'єктів корпоративного сектору України, такі, як надмірно висока концентрація власності та високий рівень накопиченого боргового навантаження, є наслідком слабкої адаптації фінансової архітектури та виступають суттєвими обмеженнями доступу до фінансових ресурсів. До того ж, такі диспропорції є чинниками, що перешкоджають розвитку фінансового ринку. Зважаючи на це, в широкому розумінні, забезпечення адаптації фінансової архітектури на рівні прийняття управлінських рішень самими суб'єктами господарювання має супроводжуватися підтримкою останніх з боку держави шляхом посилення інституційної підтримки фінансового ринку з позиції забезпечення балансу між доступом до фінансування та захистом прав інвесторів. Серед ключових точок росту для України в цьому напрямі є лібералізація та диверсифікація біржової торгівлі, стимуляція виходу на ринок капіталів нових гравців, покращення правового та інформаційного забезпечення інвестиційних контрактів, забезпечення права конвертації зобов'язань у статутний капітал, підвищення обґрунтованості прийняття рішень щодо кредитування та посилення обміну кредитною інформацією.

Відтак, систематизація методичних підходів забезпечення адаптації фінансової архітектури в умовах циклічності розвитку економіки дала можливість сформулювати мету, принципи, завдання та пріоритетні напрями забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Останні включають оптимізацію елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки, оцінку стану фінансової архітектури, покращення умов адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з боку держави та вдосконалення організаційно-інформаційного забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання.

РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА СУЧАСНОГО СТАНУ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

2.1. Аналіз стану фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі методу кластеризації

Сформована фінансова архітектура діючих суб'єктів господарювання є накопиченим результатом усвідомлених рішень бізнесу, прийнятих в умовах різного роду обмежень, що має на меті спрощення взаємовідносин між учасниками бізнесу, а також зниження як прямих витрат від основної діяльності, так і непрямих (транзакційних). Так, тенденція підвищення концентрації прав власності мажоритарними акціонерами бізнесу в Україні пов'язана із зниженням впливу агентських конфліктів між власниками, які в умовах нерозвинутого фондового ринку завдають додаткові витрати фінансування, розосереджують прибуток та не забезпечують прямого позитивного ефекту. Групування підприємств у горизонтальні або вертикальні фінансово-промислові об'єднання дає змогу досягти синергійної дії від консолідації ресурсного та інвестиційного потенціалу учасників груп, зокрема створювати внутрішні ринки капіталів, що задовольняють потребу у фінансуванні швидше та з меншими накладними видатками. Водночас характер впливу адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання на їхню стратегічну ефективність, що вимірюється через системну вартість бізнесу та, тим більше, на фінансово-економічний розвиток країни, залишається неоднозначним. З огляду на це, набуває інтересу виявлення типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання, зокрема найпоширеніших на українському ринку.

Переважає більшість сучасних досліджень ефективності компаній базується на побудові лінійних регресійних зв'язків. Водночас суперечливість висновків таких досліджень досі є головним недоліком регресійного аналізу. На сьогодні кластерний аналіз є відносно новим методом дослідження фінансових рішень фірм і роботи з його застосуванням тільки починають з'являтися у науковій літературі [45]. Незалежно від сфери застосування кластерного аналізу, ця техніка спрощує типологізацію даних, а також забезпечує розбиття об'єкту дослідження на групи, що дає можливість виявити відмінності між ними та встановити статистичну значимість відмінностей. Кластеризація дає можливість не тільки уникнути проблем регресійного аналізу, але й врахувати розроблену С. Майерсом [172] концепцію фінансової архітектури через утворення матриці кластерів на основі поєднання різних кількісних та якісних характеристик архітектури компаній. У межах цього дослідження кластерний аналіз дає можливість виявити усі можливі типи фінансової архітектури українських компаній та визначити найрозповсюдженіших із них на основі панельних даних 100 суб'єктів бізнесу.

Агрегування типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання наведено у вигляді матриці, що демонструє різні варіанти комбінування її складових з використанням найінформативніших кількісних та якісних параметрів (рис. 2.1).

Так, горизонтальна вісь матриці відображає фінансовий леверидж (низький чи високий), як кількісний показник структури капіталу, а вертикальна – рівень концентрації власності (низький чи високий), як кількісний показник структури

власності. Крім того, кожна з областей, що утворилися таким чином, поділена за видом ефективності корпоративного управління (ефективне чи неефективне) – за горизонталлю, а також за розміром активів компаній, що відображає особливості організаційної форми бізнесу (великий чи невеликий) – за вертикаллю.

Структура власності	+	Організація (розмір)	+	СО _{кл}	СО _{Кл}	СО _{кЛ}	СО _{КЛ}		
			—	Со _{кл}	Со _{Кл}	Со _{кЛ}	Со _{КЛ}		
		Організація (розмір)	+	сО _{кл}	сО _{Кл}	сО _{кЛ}	сО _{КЛ}		
			—	со _{кл}	со _{Кл}	со _{кЛ}	со _{КЛ}		
					— Корпоративне управління	+	— Корпоративне управління	+	
					—				+
					Фінансовий леверидж				

Рис. 2.1. Матриця кластерів (типів) фінансової архітектури суб'єктів господарювання

Джерело: складено на основі [104].

Отже, кожна із сформованих зон характеризує певний агрегований тип фінансової архітектури суб'єктів господарювання (певну конфігурацію фінансової архітектури) та позначається відповідною аббревіатурою. Великі літери за такої умови позначають високий рівень того чи іншого параметру, маленькі – відповідно низький. У таблиці 2.1 надається характеристика отриманих типів (кластерів) фінансової архітектури суб'єктів господарювання, що пояснює мотиви вибору ними структури фінансового капіталу через призму існуючих фінансових обмежень.

Очевидно, що існує досить широкий спектр типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання, виходячи із варіативності їхніх бізнес-характеристик. Обравши найсуттєвіші параметри кожної із чотирьох характеристик конструкції, що кількісно та якісно відображають структуру власності компаній, корпоративне управління, форму організації та ведення бізнесу, а також структуру фінансового капіталу, ми визначили шістнадцять основних типів (кластерів) фінансової архітектури суб'єктів господарювання, що функціонують як в сучасному вітчизняному економічному просторі (в умовах зростаючих ринків), так і в економіці розвинутих країн. Відповідно до кожного виявленого кластеру обґрунтовано передбачуваний вплив індивідуальної конфігурації елементів на

ринкову вартість бізнесу через наявність можливих фінансових обмежень та здатність ефективно залучати додатковий зовнішній капітал.

Таблиця 2.1

Характеристика кластерів фінансової архітектури суб'єктів господарювання

№	Тип	Тлумачення	Характеристика
1.	<i>сокл</i>	Низька концентрація власності, невеликий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Характеризує невеликі кооперативні товариства, засновані на пайовій власності. Такі компанії зазвичай локалізовані на певній території, не є акціонерними та не входять до інтегрованих структур. Управління здійснюється засновниками або невеликою групою менеджерів, як правило, без створення спеціального органу управління. Вплив такої сукупності внутрішніх характеристик на ринкову вартість бізнесу є негативним через збереження широкого кола фінансових обмежень
2.	<i>соКл</i>	Низька концентрація власності, невеликий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Відповідає попередньому типу фінансової архітектури, поширюючись на вдосконалене корпоративне управління, що досягається створенням ради директорів або іншого органу, який балансує інтереси різних агентських груп (дрібних акціонерів, менеджменту), знижуючи ризик конфлікту, пов'язані із ним агентські та трансакційні витрати, підвищує інформаційну відкритість такої фірми. Унаслідок вартість фінансування є нижчою, а більша чисельність управлінського контингенту розширює коло можливостей доступу до джерел додаткового фінансування (зниження фінансових обмежень)
3.	<i>соклЛ</i>	Низька концентрація власності, невеликий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Відповідає першому типу, проте відрізняється високим рівнем боргового навантаження. Високий рівень наявних фінансових зобов'язань може бути пов'язаний із відсутністю чистого грошового потоку та резервів ліквідності, що зі свого боку свідчить про високу фінансову обмеженість, неефективне залучення позикового капіталу (як правило, за завищеною ціною) та негативний вплив на вартість бізнесу
4.	<i>соКЛ</i>	Низька концентрація власності, невеликий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Поєднує в собі другий та третій типи фінансової архітектури, тобто характеризується ефективним корпоративним управлінням та високим рівнем боргового навантаження. Такий тип фінансової архітектури через прийняття якісніших управлінських рішень здатний знижувати рівень фінансових обмежень, коригувати фінансовий леверидж та максимізувати вартість бізнесу

№	Тип	Тлумачення	Характеристика
5.	<i>сОкл</i>	Низька концентрація власності, великий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Характеризує постприватизаційні типи підприємств, що досі знаходяться у власності профспілок, або інших дрібних акціонерів. Такі компанії з великим обсягом активів, запасом боргового навантаження проте відсутністю дієвих механізмів управління та захисту інтересів власників з істотною ймовірністю зазнають загрози з боку ворожих поглинань бізнесу. Отже, вплив на ринкову вартість бізнесу з позиції стейкхолдерського підходу (збільшення добробуту власників) є негативним
6.	<i>сОКл</i>	Низька концентрація власності, великий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Цьому типу теоретично притаманний низький рівень фінансових обмежень та висока фінансова гнучкість. Розпилена структура власності вказує на можливість розміщення акцій на фондовому ринку, або присутність інституційних інвесторів, що забезпечується збалансованістю інтересів сторін та ефективним корпоративним управлінням, мінімізацією трансакційних витрат. Низький рівень боргового навантаження створює запас фінансової гнучкості, що також позитивно впливає на ринкову вартість компанії
7.	<i>сОкЛ</i>	Низька концентрація власності, великий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Відповідає п'ятому типу, проте рівень фінансової обмеженості такого типу компаній є вищим через високе боргове навантаження, що створює додаткові ризики з погляду експропріації міноритарних акціонерів та захоплення контролю через викуп боргу. Крім того, наявність ділового та кредитного ризику відображається у збільшенні премії за ризик, що збільшує виплати на акцію та процентні платежі, а отже здорожує сукупний капітал
8.	<i>сОКЛ</i>	Низька концентрація власності, великий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Характеризує високий потенціал зниження вартості фінансових ресурсів та зростання вартості бізнесу. Наявність можливостей як розміщення акцій, так і залучення боргового фінансування знижує витрати упущеної вигоди, при чому інвестиційна потреба задовольняється максимально. Водночас високий рівень боргового навантаження може спричинити падіння сукупної вартості бізнесу у випадку, якщо прямі та непрямі витрати фінансової нестійкості перевищуватимуть податкові ефекти боргу. Остаточна оцінка впливу на вартість капіталу можлива у динаміці

№	Тип	Тлумачення	Характеристика
9.	<i>Сокл</i>	Висока концентрація власності, невеликий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Характеризує невеликі фірми, що працюють на приватному капіталі (товариств з обмеженою відповідальністю). З огляду на високу вартість позикового (кредитного) фінансування обирають консервативну фінансову політику, зберігаючи частку боргового капіталу істотно низькою. У цьому випадку це забезпечує їм більшу фінансову стійкість та перспективи зростання
10.	<i>СоКл</i>	Висока концентрація власності, невеликий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Відрізняється ефективною системою корпоративного управління, ілюструє модель організації західно-орієнтованого малого та середнього бізнесу інноваційного типу. Функціонує переважно на приватному капіталі. Рівень фінансових обмежень залишається досить високим, компанії схильні орієнтуватися на внутрішні фінансові ресурси
11.	<i>СокЛ</i>	Висока концентрація власності, невеликий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Повторює дев'ятий тип фінансової архітектури, проте відрізняється високою часткою позикового капіталу, вартість якого в цих умовах ймовірно є завищеною ринком. Звідси, високий ризик зростання фінансової нестійкості у випадку втрати чистого грошового потоку з будь-яких причин, а отже й ризик банкрутства. Рівень фінансових обмежень компаній за цих умов максимально високий, вплив фінансової архітектури на вартість бізнесу – негативний
12.	<i>СоКЛ</i>	Висока концентрація власності, невеликий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Відповідає одинадцятому типу фінансової архітектури, проте відрізняється системою ефективного корпоративного управління, що вказує на можливість зниження витрат конфлікту між акціонерами та кредиторами в умовах високого фінансового левериджу. В умовах нерозвинутих ринків капіталу та слабого правового захисту акціонерів, висока концентрація власності дає змогу протистояти втраті вартості бізнесу шляхом експропріації, а ефективне корпоративне управління забезпечуватиме вирішення конфліктів на внутрішньому рівні. Високе боргове навантаження знижує фінансову стійкість, проте негативний вплив на вартість бізнесу може бути знижений за умови його часткового коригування
13.	<i>СОкл</i>	Висока концентрація власності, великий розмір компанії, неефективне корпоративне управління,	Є типовим для більшості вітчизняних промислових підприємств, що функціонують з радянських часів без суттєвих структурних змін. Може характеризувати також державні компанії пострадянського простору з негнучкою системою

№	Тип	Тлумачення	Характеристика
		низький фінансовий леверидж	управління, що функціонують за рахунок дотаційних ресурсів та в умовах високих фінансових обмежень
14.	СОК _Л	Висока концентрація власності, великий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Характеризує крупні суб'єкти сучасного корпоративного сектору, насамперед ті, що входять до інтегрованих структур та мають доступ до альтернативних кредитуванню джерелам додаткового фінансування. Під характеристики цього типу підпадають компанії з високим чистим грошовим потоком, де не має місце вилучення приватних вигід контролю з боку акціонерів та опортунізму менеджерів, а нерозподілений прибуток є джерелом фінансування інвестицій
15.	СОК _Л	Висока концентрація власності, великий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Тип фінансової архітектури, характерний для вітчизняних компаній пострадянського типу, зокрема державної форми власності, де високий фінансовий леверидж на ряду із незбалансованим управлінням може свідчити про наявність приватних вигід від надмірного боргового навантаження. Реальний рівень фінансових обмежень залишається високим
16.	СОК _Л	Висока концентрація власності, великий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Завдяки поєднанню високих показників усіх параметрів забезпечується низький рівень фінансових обмежень та досягається позитивний вплив на вартість бізнесу. Такий тип притаманний сучасним крупним суб'єктам інтегрованих корпоративних структур зі збалансованою системою управління, що користуються адекватними за ціною кредитними ресурсами, корелюють рівень боргового навантаження та забезпечують ефективну адаптацію бізнесу до нових умов

З огляду на це, досліджено 100 українських компаній на предмет приналежності їх до того чи іншого кластеру фінансової архітектури. Вибірка компаній, що наведена у додатку Г, табл. Г.1, ранжирована за розміром активів за допомогою медіани (перший стовбець – більш крупні компанії, другий – менші). Задача кластеризації полягає в оцінці сучасного стану фінансової архітектури українських суб'єктів господарювання та визначенні домінуючого її типу на основі порівняння масштабів кожного кластеру.

Зважаючи на такі особливості бізнес-середовища України, як висока концентрація власності інвесторами, високий рівень накопиченого боргу в пасивах компаній, присутність інформаційної асиметрії (низька транспарентність бізнесу) та агентських конфліктів в корпоративному середовищі, виберемо такі граничні значення показників компонентів фінансової архітектури суб'єктів господарювання:

1. Структура власності: 51 % та більше акціонерного капіталу у власності одного мажоритарія свідчить про високу концентрацію власності (С), менше 51 % – низьку (с);

2. Розмір (балансова вартість) активів компанії: розбивка на більш та менш крупні компанії відбувається за допомогою медіани, значення якої для цієї вибірки на кінець 2015 фінансового року склало 2056680 тис. грн. Отже, компанії, що володіють активами вартістю 2 056 680 тис. грн та більше вважаємо більш крупними (О), та менш крупними (о), якщо розмір активів менше цього значення;

3. Корпоративне управління: критерієм ефективного корпоративного управління прийнято вважати наявність, як мінімум, збалансованої ради директорів (або наглядової ради), до складу якої входять виконавчі та невиконавчі директори – представники різних агентських груп (крупних та дрібних акціонерів, менеджерів, держави), або, як максимум, – присутність незалежних (не афілійованих) членів-експертів (К). Відповідно, на неефективність корпоративного управління вказує відсутність спеціального органу балансування інтересів сторін, або його фіктивність – присутність лише агентів певної групи (наприклад, тільки представників акціонерів) (к).

4. Структура фінансування: кількісний параметр – фінансовий леверидж компанії (показник відношення сукупних зобов'язань компанії перед її кредиторами та сукупного розміру капіталу). Високим вважається фінансовий леверидж при значенні 0,5 або вище (Л), низьким – при значенні менше 0,5 (л).

У процесі кластеризації кожен зі ста зазначених суб'єктів господарювання ми віднесли до одного з шістнадцяти кластерів матриці (Додаток Г, рис. Г.2.). Унаслідок цього виявлено, що архітектура вітчизняних компаній, які функціонують у різних галузях реальної економіки та суттєво розрізняються за розміром активів, у 2015 р. характеризується певними узагальненими особливостями:

– компанії функціонують переважно з високим борговим навантаженням: 60 зі 100 суб'єктів вибірки демонструють високий фінансовий леверидж. Високий рівень боргу за такої умови спостерігається з рівномірною частотою незалежно від розміру сукупних активів суб'єктів господарювання. Водночас 40 із 60 суб'єктів із високим фінансовим левериджем мають високу концентрацію власності, тоді коли тільки 20 – низьку. Усього 19 із 60 компаній з високим рівнем боргу функціонують з ознаками ефективного корпоративного управління, а 41 – в умовах незбалансованих агентських відносин;

– висока концентрація власності в руках мажоритарного акціонера: 66 зі 100 суб'єктів вибірки, 40 із яких належать до більш крупних за розміром компаній. Закономірно, більшість компаній з високою концентрацією прав власності (37 з 66) відрізняють ознаки неефективного корпоративного управління: (відсутність органу збалансування та дотримання інтересів агентських груп, висока залежність прийняття управлінських рішень від вигід бенефіціарів, відсутність розширеної фінансової інформації в публічному доступі). Водночас сформовано кластери компаній, які попри висококонцентровану структуру власності створили збалансовані органи з корпоративного управління, зокрема, із залученням

незалежних членів, та надають розширену публічну інформацію про стан бізнесу, забезпечуючи конструктивність відносин з кредиторами та інвесторами на постійній основі;

– загальний невисокий рівень впровадження ефективних систем корпоративного управління – 30 % вибірки (16 % серед відносно крупних суб'єктів, 14 % – менших за розміром).

Показові приклади належності суб'єктів господарювання до кластерів фінансової архітектури за ключовими характеристиками їхнього бізнесу продемонстровано в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

Суб'єкти господарювання України в розрізі кластерів фінансової архітектури

№ з/п у вибірці	Назва компанії	Ключові характеристики	Тип ФА
1.	ДП «Національна атомна енергогенеруюча компанія «Енергоатом»	Висока концентрація власності: 100 % акцій належить державі Україна в особі Міністерства енергетики та вугільної промисловості. Управління компанією здійснюють члени міністерства та виконавчі директори компанії, що також є представниками держави. Великий розмір компанії. Низький фінансовий леверидж (0,23)	СОкл
6.	ПАТ «Арселор-міттал Кривий Ріг»	Висока концентрація власності: 95,13 % акцій належить Arcelor Mita IDisburg (Німеччина). Корпоративне управління представлене радою директорів, що складається з 9 членів, 3 з яких є незалежними експертами, 5 – вищими менеджерами та 1 – представник з боку власників. Великий розмір компанії. Низький фінансовий леверидж (0,26)	СОкл
7.	ПАТ «Миронівський Хлібопродукт»	Висока концентрація власності: 95 % акцій належить юридичній особі Raftan Holding Limited (Кіпр). Корпоративне управління представлено радою директорів з 6 осіб, до якої входять 3 виконавчих та 6 невиконавчих членів-директорів. Великий розмір активів. Високий фінансовий леверидж (0,96)	сОкл
15.	ПАТ «Мотор Січ»	Низька концентрація власності: 17,31 % акцій належить Business; 10,66 % та 14,98 % – фізичним особам (Україна). Корпоративне управління здійснюється Правлінням з 9 членів-директорів. Великий розмір компанії. Низький фінансовий леверидж (0,31)	сОкл

№ з/п у вибірці	Назва компанії	Ключові характеристики	Тип ФА
27.	ПАТ «Транснаціональна фінансово-промислова нафтова компанія «Укрнафта»	Відносно низька концентрація власності: 49,9 % акцій належить ПАТ «Нафтогаз України». Корпоративне управління представлене незбалансованою наглядовою радою, що складається з 11 членів-акціонерів, всі з яких є представниками держaparату. Великий розмір компанії. Високий фінансовий леверидж (0,73)	сОкЛ
31.	ПАТ «Холдингова компанія «Київміськбуд»	Висока концентрація власності: 80 % акцій належить Міській громаді м. Київ. Корпоративне управління здійснюється наглядовою радою, компетенцією якої є захист прав акціонерів, та складається виключно з членів-представників юридичної особи-акціонера. Великий розмір компанії. Високий фінансовий леверидж (0,77)	СОкЛ
52.	ПАТ «Азов-загальмаш»	Висока концентрація власності: 70,75 % акцій належить корпорації «Азовмашінвест Холдинг». Корпоративне управління представлене Загальними зборами акціонерів. Відносно невеликий розмір активів. Високий фінансовий леверидж (5,61)	СокЛ
66.	ПАТ «Сільсько-господарська виробнича фірма «Агротон»	Висока концентрація власності: 55,4 % акцій належить ТОВ «Лівінг» (Україна). Спеціально створений орган з корпоративного управління не функціонує – його роль виконує Правління. Невеликий розмір компанії. Низький фінансовий леверидж (0,07)	Сокл
69.	ПАТ «Артемівськ Вайнери»	Низька концентрація власності: 38,5 % акцій належить ТОВ «Фірма «ЮГ» (Україна); 19,42 % – ArtvinHolding (Нідерланди); 19,42 % – фізична особа (Україна); 16,42 % – ТОВ «ДеметраКомпані» (Україна). Корпоративне управління представлене радою директорів, що складається з 5 членів: 4 представників акціонерів та 1 виконавчого директора. Невеликий розмір компанії. Високий фінансовий леверидж (0,58)	соКЛ
71.	ПАТ «Дніпрометиз»	Висока концентрація власності: 98,66 % належить групі компаній «Северсталь-Метиз». Корпоративне управління представлено збалансованою радою директорів, 2 з яких представляють акціонерів та 3 – управлінський склад. Невеликий розмір активів. Високий фінансовий леверидж (0,83)	СоКЛ
76.	ПАТ «Коблево»	Низька концентрація власності: 32,29 % належить ТОВ «Баядера Холдинг», 24,31 % – ТОВ «ДІККСОН» та 43,4 % – поділено між 590 фізичними особами. Корпоративне управління	сокЛ

№ з/п у вибірці	Назва компанії	Ключові характеристики	Тип ФА
		представлене 5 членами, афілійованими із юридичними особами – акціонерами. Невеликий розмір активів. Високий фінансовий леверидж (0,59)	
89.	ПАТ «Новокаховський завод «Укргідромех»	Низька концентрація власності: 100 % акцій розпилено між 6 учасниками – юридичними особами (Україна) та 417 учасниками – фізичними особами (Україна). Корпоративне управління представлено збалансованою радою директорів з 5 членів. Невеликий розмір активів. Низький фінансовий леверидж (0,04)	соКл
96.	ПАТ «Вінниця-фармація»	Низька концентрація власності: 34,99 % належить територіальним громадам сіл, селищ та міст Вінницької області, 25,88 %, 12,94 %, 12,94 % та 12,94 % – фізичним особам (Україна) відповідно. Корпоративне управління представлено наглядовою радою акціонерів складом із 5 осіб. Невеликий розмір активів. Низький фінансовий леверидж (0,21)	сокл

Джерело: складено на основі [104]

Отже, за допомогою методу кластеризації та, спираючись на теоретичні основи концепту фінансової архітектури, проаналізовано сучасний стан фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні. Для цього виділено агреговані типи архітектури суб'єктів сучасного бізнесу, що відрізняються розміром активів, рівнем концентрації власності, станом корпоративного управління та структурою фінансування. Обґрунтовано вплив кожного з типів фінансової архітектури на ринкову вартість бізнесу через утворення можливих фінансових обмежень у доступі до капіталу. У процесі накладання вибірки зі ста вітчизняних компаній на матрицю кластерів, виявлено найпоширеніші типи фінансової архітектури, що проявляються в умовах сучасного бізнес-середовища України. Так, окремі кластери формують компанії з висококонцентрованою власністю, ефективним корпоративним управлінням, що балансує інтереси акціонерів, менеджменту та інших агентських груп, надаючи простір для прийняття незалежних від приватних інтересів рішень. Фінансовий леверидж за такої умови коригується з високих значень до субоптимальних, що вказує на можливість залучення додаткового фінансування в необхідних обсягах та за адекватною ціною впродовж усього ділового циклу, а також на здатність компаній своєчасно розраховуватися за зобов'язаннями. Зазначається, що всі компанії такого типу (зокрема ТОВ «Метінвест Холдинг», ТОВ «ДТЕК», ПАТ «Агрохолдинг Авангард», ПАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат», ПАТ «Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод», ПАТ «Дружківський машинобудівний завод» тощо) входять до фінансово-промислових груп. Тож, «СОКЛ», «СоКЛ» – кластери фінансової архітектури, що несе в собі доступ до ринків

капіталу, високу інвестиційну спроможність та потенціал стійкого функціонування та розвитку.

Водночас більшість великих і менших за розміром суб'єктів українського бізнесу відрізняє висока концентрація власності та неефективне корпоративне управління (частка боргу в структурі фінансування за таких умов, як правило, або суттєво підвищена, або мінімальна) – «СОкл», «Сокл», «СОкЛ» та «СокЛ». Окремий кластер формується з невеликих за розміром компаній, власність яких розподілена між кількома акціонерами-засновниками, що не створюють спеціальний, балансуючий агентські відносини, орган та фінансують діяльність коштом власних джерел та поточної кредиторської заборгованості з огляду на складність раціонального залучення кредитних ресурсів – («сокл»). Такі комбінації структурних характеристик самі по собі виявляються для компаній внутрішніми факторами фінансових обмежень, тобто ускладнюють і без того обмежений ринком доступ до додаткового, адекватного за вартістю капіталу.

2.2. Оцінка динаміки процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання

У процесі проходження макросистемою циклів економічного розвитку, що зазначаються коливаннями ділової активності та структурними зрушеннями на фінансовому ринку, зокрема ринку капіталів, функціонуючі суб'єкти господарювання зазнають динамічних змін та набувають таких нових архітектурних ознак, які дають можливість їм, щонайменше, адаптуватися до трендів бізнес-середовища з мінімальними втратами, а щонайбільше – забезпечувати зростання ринкової вартості впродовж циклу, справляючи протидію негативним наслідкам кризових явищ.

Динамічна теорія компромісу наголошує на коригуванні структури капіталу суб'єктів господарювання, виходячи із балансу між граничними вигодами боргового фінансування та граничними видатками від невиконання боргових зобов'язань. Так, згідно з С. Майєрсом, реальна вартість суб'єкта господарювання визначається його вартістю без боргу та приведеною вартістю податкових щитів. Водночас залучення великого обсягу боргового капіталу в певний момент часу призводить до зниження такого ефекту та підвищенню ризику банкрутства. С. Каплан виявив, що у разі неповернення до «безпечного» рівня боргу, витрати порушення фінансової стійкості становлять 10–20 % вартості суб'єкта господарювання.

Х. Де Анжело, М. Кампелло, К. Баум, Дробец, Д. Мауер та А. Тріантіс, М. Фаулкендер, М. Фланнері, Т. Чен, В. Данг, І. Івашковська, М. Кокорева та інші підкреслюють необхідність коригування структури фінансування компаній відповідно до динаміки змін ділового циклу: підтримання субоптимального рівня боргового навантаження в звичайні періоди з метою формування проактивної (випереджальної) реакції під час появи інвестиційних можливостей, що прояв-

ляється у можливості (опціону) залучення позикового капіталу у необхідному для інвестування обсязі та за адекватною ціною. Така поведінка визнається ознакою фінансової гнучкості суб'єкта господарювання та є умовою його ефективної адаптації до циклічності зовнішнього середовища з позиції збільшення ринкової вартості.

Водночас, зважаючи на комплексний вплив усіх внутрішніх архітектурних ознак суб'єкта господарювання на рівень фінансових обмежень, та відповідно, мотиви фінансової поведінки, важливо враховувати, що зміни на рівні структури власності, корпоративного управління, розміру активів тощо здатні розширювати (або звужувати) спроможність доступу суб'єктів господарювання до фінансових ресурсів, відображаючись на швидкості коригування фінансового левериджу. Водночас адаптаційні процеси фінансової архітектури найчастіше пов'язані із видатками пристосування, які можуть знижувати їхній позитивний вплив на ринкову вартість бізнесу (рис. 2.2). Загалом такі положення надають підставу для дослідження та оцінки динамічних характеристик фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позиції їхньої адаптації до циклічних змін в економічному середовищі.

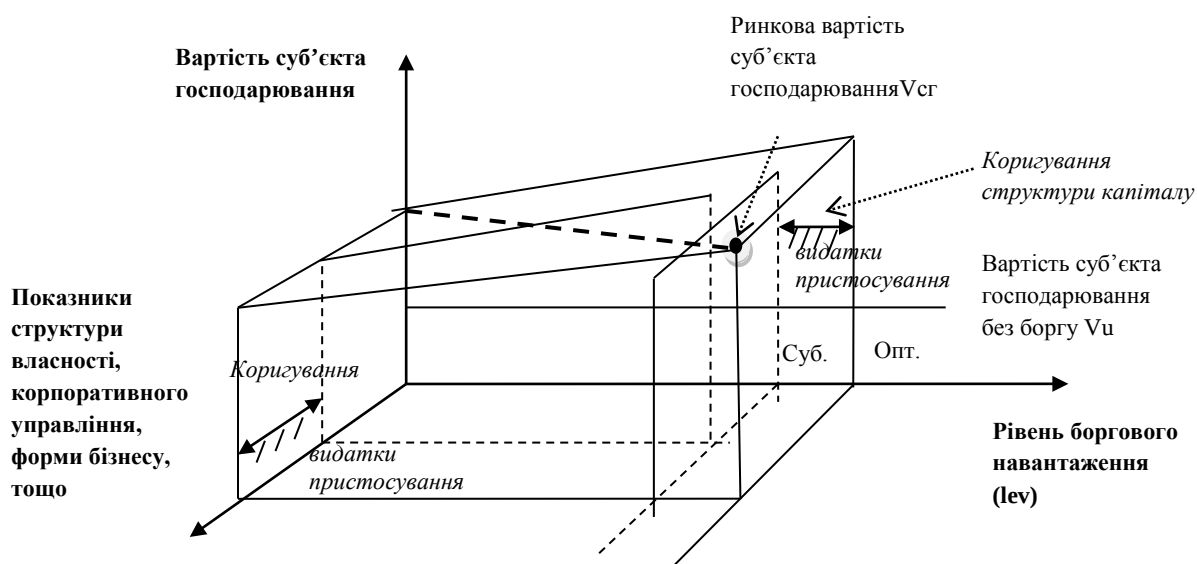


Рис. 2.2. Вплив коригування фінансової архітектури на ринкову вартість суб'єкта господарювання

Джерело: складено автором.

Як зазначалося, зміни на рівні окремих елементів фінансової архітектури можуть по-різному впливати на фінансово-інвестиційну діяльність суб'єктів господарювання. Систематизуючи результати авторських досліджень, можна визначити певні закономірності динамічних змін фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позиції підвищення стратегічної ефективності відповідно до коливань ділового циклу (табл. 2.3).

**Вектори динаміки формування фінансової архітектури
в умовах бізнес-циклів**

№	Автори	Фаза циклу	Вектор зміни фінансової архітектури
1.	І. Івашковська, М. Кокорева, А. Степанова	Зростання	Зниження концентрації власності, підвищення інформаційної прозорості та розширення доступу до джерел додаткового зовнішнього фінансування
2.	І. Івашковська, М. Кокорева, А. Степанова	Спад	Збільшення кількості незалежних членів ради директорів задля мінімізації агентських витрат та максимальної збалансованості вирішення корпоративних питань
3.	М. Баркарт, Д. Громб	Спад	Укрупнення пакетів акцій в руках ключових акціонерів з метою введення додаткового контролю над менеджментом та мінімізації втрат від їхньої опортуністичної поведінки.
4.	Ю. Мак, Ю. Куснаді	Зростання	Скорочення кількості членів ради директорів у зв'язку із пом'якшенням корпоративного конфлікту та з метою додаткової економії на оплаті праці (теорія «перенаселення»)
5.	Ю. Мак, Ю. Куснаді	Спад	Збільшення членів ради директорів з метою розширення зв'язків та можливостей пошуку потенційних учасників у капіталі (теорія залежності ресурсів)
6.	Pinkowitz L. [175]; А. Шлейфер	Спад	Зниження частки державної власності в корпоративному середовищі шляхом викупу акцій приватними акціонерами з метою більш гнучкого управління капіталом
7.	Х. Де Анжело, Л. Де Анжело, С. Бьоун, М. Фаулкендер, М. Фланнері	Зростання	Зниження рівня боргового навантаження до субоптимального з метою забезпечення майбутніх можливостей залучати додаткове позичкове фінансування та протистояти негативному впливу екзогенних факторів у період кризи

Джерело: складено на основі [45; 120; 122; 130; 142; 163; 175; 177].

Орієнтуючись на вищезазначені передумови, проаналізуємо динаміку процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні та оцінимо її взаємозв'язок з інвестиційною активністю суб'єктів.

До статистичної вибірки було включено панельні дані 100 українських компаній, поділених за розміром сукупних активів на великі та невеликі, а також кластеризованих за типом фінансової архітектури. Період дослідження охоплює повну амплітуду ділового циклу (2008–2015 рр.). Результати обробки даних вказують на проциклічну динаміку зміни фінансового левериджу крупних українських компаній, що відбувається здебільшого завдяки позиковому капіталу. Максимальний середній геп показника фінансового левериджу у часі складає 10 %, що свідчить про певний сформований діапазон рівня боргового наванта-

ження (40–50 %), який дає змогу забезпечувати відносно стійкий розвиток суб'єктів господарювання впродовж ділового циклу (рис. 2.3).

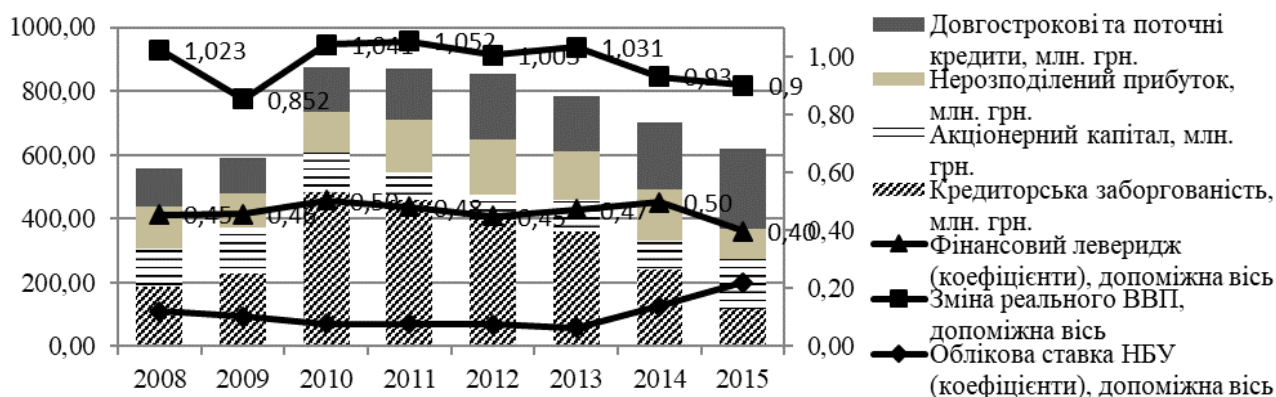


Рис. 2.3 Динаміка структури капіталу крупних суб'єктів господарювання відносно динаміки реального ВВП та облікової ставки НБУ у 2008–2015 рр.

Джерело: складено за даними [28; 87; 104].

Так, для крупних суб'єктів господарювання характерне зниження обсягів боргового навантаження у періоди рецесії (2008–2009 рр. та 2014–2015 рр.) та нарощення в «стабільні» (2010–2013 рр.). Водночас в структурі зобов'язань відбуваються такі зміни:

1) збільшення удвічі або й більше обсягів поточної кредиторської заборгованості з настанням підйому в економіці у 2010 р., що свідчить про розширення ділової активності компаній та відповідне поступове звуження під час спаду;

2) зростання обсягів фінансових зобов'язань у пасивах компанії на 22 % з настанням підйому у 2010 р. та подальше поступове їхнє нарощення ще на 56 % до 2015 р. (навіть за умови різко зростаючої облікової ставки НБУ – з 6,5 % у 2013 р. до 14 % у 2014 р. та 30 % у 2015 р. та, відповідно, ринкового здороження кредитних ресурсів). Тож, очевидно, що завдяки зниженню обсягів поточної кредиторської заборгованості компанії формують певний запас «недопозичання», що дає можливість їм залучати додаткові обсяги кредитних ресурсів. Крім того, підтримання стабільних обсягів нерозподіленого прибутку, а, отже, і грошового потоку, також виступає джерелом фінансової гнучкості крупних фірм, формуючи резерв забезпечення позик (значимість cash flow оцінюється іноземними вченими О. Арсланом [114], Ю. Ченом [126], Д. Денісом [132] на рівні 40–70 % у процесі формування фінансової гнучкості суб'єктів господарювання). Суттєве збільшення обсягів позикового фінансування у рецесійні 2014 та 2015 рр. (на 20,45 % та 19,88 % відповідно) на фоні загальної тенденції до зниження обсягів кредитування банками нефінансових установ у цей період може свідчити про використання альтернативних каналів доступу крупного бізнесу до позикового фінансування – внутрішніх ринків капіталу та довірчого кредитування, вартість якого, як правило, істотно нижче ринкової.

Фінансовий результат крупних суб'єктів господарювання водночас зберігає позитивне значення впродовж ділового циклу, тісно корелюючи з динамікою реального ВВП (значною мірою формуючи його коштом крупних компаній): найвищі показники чистого прибутку мали місце у 2011–2012 рр. (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Чистий прибуток (збиток) суб'єктів господарювання за розміром активів у 2008–2015 рр.

Роки	Фінансовий результат, млн грн	
	Великі суб'єкти господарювання	Невеликі суб'єкти господарювання
2008	130,13	0,00
2009	104,75	–1,23
2010	127,88	–1,69
2011	165,57	–0,34
2012	172,97	1,19
2013	153,98	1,61
2014	159,74	–1,74
2015	93,75	–6,45

Джерело: розраховано за даними [104].

Динаміка частки боргового фінансування у структурі капіталу відносно невеликих за розміром активів суб'єктів господарювання демонструє навпаки, здебільшого контрциклічний характер. Водночас у структурі позикового капіталу відбувалися такі зміни:

1) стрибкоподібні коливання обсягів поточної кредиторської заборгованості впродовж циклу: різке зростання у 2011 р. (через довший період відтворення ділової активності невеликих компаній після кризи 2008–2009 рр.), аналогічне її зниження у 2012 р. та наступне різке зростання у 2014 р., як відповідь на настання «кризи неплатежів»;

2) зниження обсягів фінансового позикового капіталу на 13 % з підйомом в економіці та істотне підвищення із початком кризових явищ у 2014–2015 рр. (на 81,43 % та 45,29 % відповідно). Також, за винятком 2012–2013 рр. невеликі суб'єкти господарювання не генерували власних джерел фінансування, отримуючи непокритий збиток. Загалом це вказує на більш ситуативний характер залучення ними позикового капіталу, як правило, у відповідь на економічні «шоки». Унаслідок було сформовано загальний тренд зростання фінансового левериджу з 2008 р. по 2015 р. на 31 % (з 51 % до 82 %) та, відповідно, зниження фінансової стійкості та накопичення ризиків ймовірних банкрутств (рис. 2.4).

Завершення фінансової кризи 2008–2009 рр. в Україні відзначилося відновленням процесів консолідації та реприватизації власності вітчизняних компаній, що почалася після визнання неспроможності моделі розпиленої структури власності підприємств, акції яких планувалося розподілити між широким колом осіб та котирувати на біржі. Так, з 2008 по 2012 р. рівень концентрації власності мажоритарних акціонерів крупного бізнесу збільшився з 69,80 % до 75,75 %. На

2015 р. її середній рівень складає 75,08 %, що оцінюється як надконцентрований (рис. 2.5). Як бачимо, динаміка підвищення концентрації власності крупних компаній в Україні до 2014 р. корелює з динамікою збільшення розміру їхніх активів та, значною мірою, з фінансовим результатом.

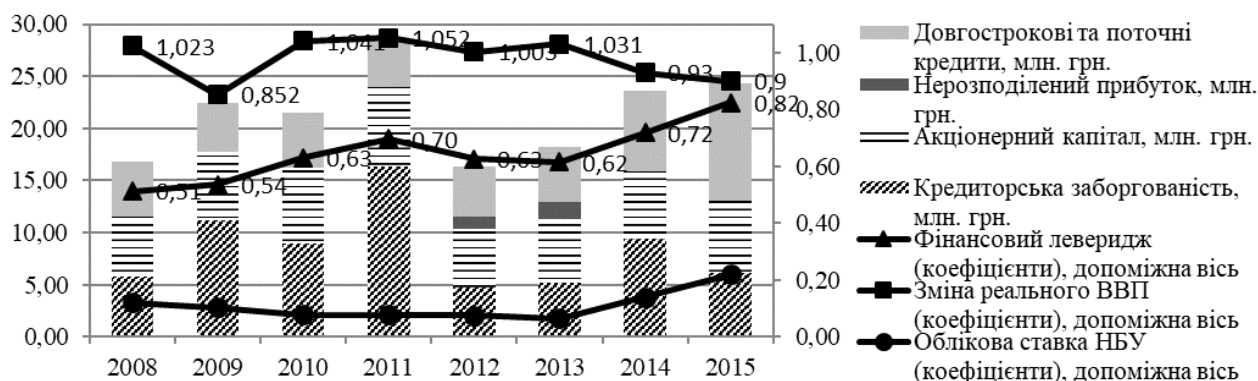


Рис. 2.4. Динаміка структури капіталу невеликих суб'єктів господарювання відносно динаміки реального ВВП та облікової ставки НБУ у 2008–2015 рр.

Джерело: складено за даними [28; 87; 104].

У сучасних умовах економік країн що розвиваються та недостатньої функціональності фондових ринків, висококонцентрована власність забезпечує зменшення ланок корпоративних конфліктів в компаніях, полегшує реалізацію інвестиційних проектів з довготривалим терміном окупності через лояльність домінуючого акціонера до довірених (пов'язаних) осіб, виступає інструментом захисту бізнесу від ворожих поглинань та сприяє формуванню потужних бізнес-груп. Об'єднання суб'єктів господарювання у фінансово-промислові групи зі свого боку дає можливість сконцентрувати ресурси, необхідні для реалізації інвестиційних проектів, знизити операційні ризики (у вертикальних об'єднаннях), та розширити ринковий сегмент. По-друге, це дає можливість знизити витрати фінансування завдяки можливостям внутрішніх ринків капіталу та фідучіарного кредитування (кредитування між учасниками групи за ціною нижче ринкової). Унаслідок це істотно знижує внутрішні фінансові обмеження суб'єктів господарювання, дає можливість покращити фінансовий результат та ефективніше протистояти негативним тенденціям в економіці.

Розповсюдженим способом перерозподілу контролю є випуск акцій кількох класів, при тому, що група інсайдерів володіє класом акцій з особливими правами голосу [169]. У деяких інсайдерських системах для встановлення корпоративного контролю використовується перехресне володіння акціями, перехресні гарантії та акціонерні угоди зі зниження впливу інвесторів, що не мають контрольного пакету (експропріація мажоритаріями міноритарних акціонерів). Найбільш знакові угоди зі злиття та поглинання бізнесу були характерні для підприємств групи СКМ (ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча» – з 50 % до 74,72 % у 2010 р.), Корум Груп (ПАТ «Дружківський машинобудівний завод» – з 65,26 % до 87,01 % у 2011 р.), ПАТ «АПК Інвест» – з 75 % у

2008 р. до 98 % у 2011 р., ПАТ «Київстар» – з 56,52 % у 2008 р. до 73,72 % у 2011 р.



Рис. 2.5 Динаміка концентрації власності та розміру активів крупних суб'єктів господарювання в Україні в 2008–2015 рр.
Джерело: складено за даними [104].

Середній рівень концентрації власності стосовно менших за розміром активів суб'єктів господарювання виявився нижчим за крупні компанії (61,74 %), проте також відзначився зростаючим трендом консолідації власності та його більш стрімкими темпами (рис. 2.6).



Рис. 2.6. Динаміка концентрації власності та розміру активів невеликих за розміром суб'єктів господарювання в Україні в 2008–2015 рр.
Джерело: складено за даними [104]

Більш прискорений темп консолідації власності компаній, менших за розміром активів, пояснюється, окрім об'єднання в бізнес-групи, наявністю інших мотивів, пов'язаних зі зниженням вигод володіння дрібними пакетами акцій. З огляду на незахищеність прав інвесторів, з одного боку, та падіння фінансового результату до збиткового рівня, з іншого, деякі приватні міноритарії вимушені переуступати свою частку власності у бізнесу ключовим акціонерам. Балансова вартість активів таких суб'єктів господарювання водночас не зазнає суттєвих коливань.

Також в обох підвибірках суб'єктів господарювання спостерігається припинення зростаючого тренду концентрації власності в період кризи 2014–2015 рр., що свідчить про зменшення кількості угод з консолідації та укрупнення бізнесу.

Така закономірність підтверджується в роботі Є. Кочеткова та П. Русакова в частині впливу процесів злиття, поглинання та об'єднання: зазначається, що динаміка угод із злиття та поглинання («М&А»), а також входження у фінансово-промислові групи відповідає циклічному розвитку економіки та знижується в період кризи на 30 % [55].

За даними статистичної звітності, та з огляду на посилення норм Закону України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514 VI (Ч. 1, ст. 51), усі суб'єкти акціонерного типу (незалежно від розміру активів) здійснюють корпоративне управління через спеціально створений орган – наглядову раду (або раду директорів). Водночас у більшості випадках такі управлінські органи представлені одним, або кількома членами – представниками однієї агентської групи (як правило, власників), що не націлено на прийняття відкритих управлінських рішень, вирішення корпоративних конфліктів та зниження пов'язаних витрат. Лише 30 % компаній із загальної вибірки (переважно великих за розміром) демонструють наявність збалансованої ради директорів, тобто такої, що включає представників різних агентських груп. Послугами незалежних директорів користується ще менше компаній – 8,7 % вибірки, серед яких тільки крупні суб'єкти. Тож, структуру показників корпоративного управління відображає таблиця (2.5).

Таблиця 2.5

Показники стану корпоративного управління суб'єктів господарювання в Україні в 2008–2015 рр.

№	Показник	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Великі суб'єкти господарювання									
1.	Середня чисельність членів ради директорів, осіб	5,89	6,00	6,29	6,38	6,25	6,13	6,11	5,5
2.	Частка компаній, що мають незалежних директорів, %	15,04	11,54	14,53	8,15	10,15	10,86	14,15	22,67
3.	Частка представників менеджменту, %	14,13	15,07	12,98	12,72	12,68	12,31	10,98	9,68
4.	Частка представників держави, %	20,07	19,49	17,54	18,73	19,37	18,66	18,56	22,18
5.	Частка представників крупних акціонерів, %	31,23	31,99	30,88	31,8	27,11	25,37	25,76	22,58
6.	Частка представників дрібних зовнішніх акціонерів, %	15,04	11,54	14,53	8,15	10,15	10,86	14,15	22,67
Невеликі суб'єкти господарювання									
1.	Середня чисельність членів ради директорів, осіб	4,27	4,29	4,38	4,54	4,37	4,29	4,14	3,78
2.	Частка компаній, що мають незалежних директорів, %	24,74	23,38	31,94	40,27	37,23	34,26	34,86	42,39
3.	Частка представників менеджменту, %	1,69	4,95	1,08	1,06	4,17	4,28	5,35	5,43

№	Показник	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
4.	Частка представників держави, %	26,55	24,73	23,12	22,75	20,31	19,79	24,6	19,03
5.	Частка представників крупних акціонерів, %	42,94	42,86	39,78	31,75	31,77	35,29	31,02	33,15
6.	Частка представників дрібних зовнішніх акціонерів, %	24,74	23,38	31,94	40,27	37,23	34,26	34,86	42,39

Джерело: складено на основі [104].

Середньооблікова чисельність ради директорів в крупних компаніях дещо зросла за період з 2008 по 2011 рр. та знову знизилася до початку нової кризи 2014–2015 рр., становлячи 5,5 осіб. У невеликих компаніях цей показник майже не змінювався, залишаючись на рівні 3–4 особи. Серед крупних корпоративних підприємств спостерігається зниження частки дрібних акціонерів з правом прийняття управлінських рішень майже на 10 % за весь період дослідження. Аналогічним чином збільшилося представництво вищого менеджменту (виконавчих директорів) у спеціальних органах корпоративного управління – з 34,57 % у 2008 р. до 45,56 % у 2015 р. Частка прямих представників крупних власників майже не змінювалася, залишаючись на позначці 20 %. Рівень державного інтересу в крупному бізнесі поступово знизився з 14 % до 9 % відповідно.

Корпоративне управління невеликих суб'єктів здебільшого представлене топ-менеджерами з компенсаційними пакетами акцій та міноритарними акціонерами, які формують одну групу агентів з істотною вагою близько 75 %. Прямі крупні акціонери складають 19–20 % членів органів управління, представники держави – близько 5 %.

Очевидним є тісний зв'язок змін у корпоративному управлінні компаній із тенденціями перерозподілу прав власності. Формально, представництво різних агентських груп у системах корпоративного управління має бути націлено на вирішення агентських проблем. Проте, навіть за умови домінування виконавчих членів у складі ради директорів, ключовою її функцією, закріпленою на законодавчому рівні, залишається забезпечення захисту прав акціонерів, що підкреслює домінування інтересів ключових держателів акцій.

Загалом наявні зміни на рівні фінансової архітектури національних суб'єктів господарювання впродовж ділового циклу визначають наявність динамічних характеристик та адаптаційних можливостей фінансової архітектури як структурної цілісності бізнесу. Те, наскільки ефективною була адаптація з погляду зниження рівня фінансових обмежень суб'єктів господарювання, можливо оцінити за фактом контрциклічності чистого грошового потоку та чистих інвестицій. Зниження чистого грошового потоку призводить до дефіциту ліквідності, а отже, обумовлює необхідність залучення позичкових коштів, у процесі чого суб'єкти зустрічаються з фінансовими обмеженнями. На ефективність адаптаційних змін фінансової архітектури компаній вказує можливість збільшувати обсяги інвестицій в періоди зниження чистого грошового потоку, фінансуючи їх або за рахунок залучення вигідних, більш дешевих позик, або завдяки нереалізованому

(накопиченому) фінансовому потенціалу. Чистий грошовий потік водночас формується за методологією НП(С)БО з нерозподіленого прибутку (непокритого видатку), скорегованого на суму амортизаційних відрахувань [86].

Отже, одним із достатніх індикаторів раціональної адаптації фінансової архітектури на конкретний момент часу є мінімальне від'ємне значення відношення зміни чистого операційного грошового потоку та зміни чистих інвестицій за умови зниження чистого операційного грошового потоку. Оцінити ступінь раціональності адаптації впродовж усього ділового циклу (семи років) дає можливість кумулятивне від'ємне значення вищезазначеного співвідношення за умови зниження чистого операційного грошового потоку при збільшенні чистих інвестицій за семирічний період, тобто:

$$IA_{FA} = \begin{cases} \frac{\sum_t(-\Delta\text{ЧОГП})}{\sum_t(+\Delta\text{ЧІ})} \rightarrow \min, \\ \Delta\text{ЧОГП} < 0 \end{cases} \quad (2.1)$$

де: IA_{FA} – індикатор ефективності адаптації фінансової архітектури;
 $-\Delta\text{ЧОГП}$ – сума зменшення чистого операційного грошового потоку;
 $+\text{ЧІ}$ – сума збільшення чистих інвестицій.

За результатами розрахунку кумулятивних співвідношень змін ЧГП та ЧІ з основної статистичної вибірки зі 100 суб'єктів господарювання за весь період з 2008 по 2015 рр. було сформовано підгрупу з 50 як великих (28) так і менших за розміром компаній (22) переважно металургії, енергетики, машинобудування та сільського господарства, які продемонстрували від'ємне кумулятивне значення. Інакше кажучи, ці суб'єкти господарювання в умовах скорочення власних ресурсів та за наявності таких умов інвестиційної потреби, володіли та користувалися реальною можливістю залучати позикові ресурси в необхідному для інвестування обсязі та за прийнятною ціною. Як наслідок – зростання обсягів чистих інвестицій у відповідні роки. У тому числі, в кризові роки таке від'ємне співвідношення показали 15 із зазначених 50 компаній – у 2009 р. та 35 у 2014 р., що свідчить про змогу зниження фінансових обмежень окремих суб'єктів впродовж економічного циклу.

На рисунку 2.7. продемонстровано розподіл виявлених суб'єктів господарювання за кластерами фінансової архітектури, який підтверджує найменшу обмеженість на фінансовому ринку в Україні суб'єктів господарювання акціонерного типу з висококонцентрованою структурою власності, які входять до фінансово-промислових груп та переважно підпорядковуються управлінським компаніям. Водночас ефективність корпоративного управління з погляду збалансованості ради директорів самих суб'єктів господарювання не демонструє істотного значення. Значимим фактором виявляється фінансовий леверидж: більшість обраних компаній зберігають низький фінансовий леверидж (до 50 %) у докризовому періоді, що підтверджує цінність підтримання запасу боргового навантаження. Розмір активів компаній водночас не демонструє істотного значення.

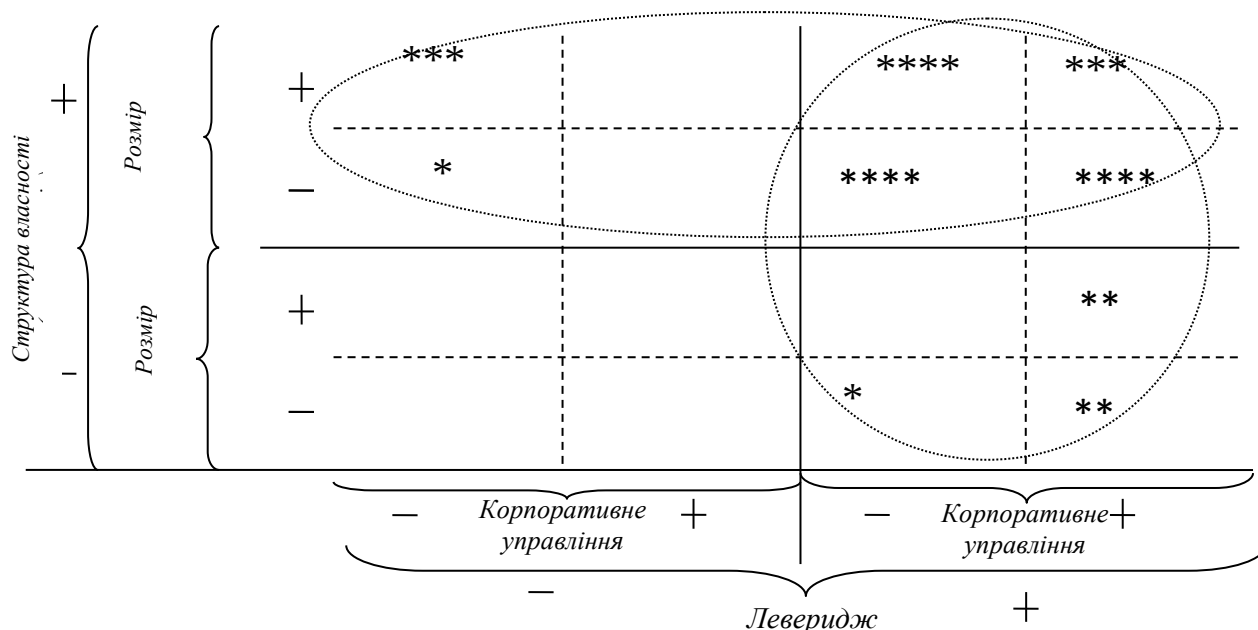


Рис. 2.7. Розподіл суб'єктів господарювання з ознаками раціональної адаптації фінансової архітектури до умов ділового циклу за кластерами фінансової архітектури
Джерело: складено автором.

Частка компаній, що продемонстрували від'ємне кумулятивне співвідношення $-\Delta\text{ЧОГП}/\Delta\text{ЧІ}$ в обох кризових роках є істотно низькою – 9 зі 100 компаній вибірки. Водночас саме такі ознаки фінансово-інвестиційної діяльності дають можливість судити про найбільш раціональну адаптацію фінансової архітектури впродовж економічного циклу як головного чинника зниження фінансових обмежень (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Щорічне та кумулятивне співвідношення змін чистого грошового потоку та чистих інвестицій суб'єктів господарювання України за умови зниження чистого грошового потоку за 2008–2015 рр.

Назва суб'єкта господарювання	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Кум. знач.
ПАТ «Миронівський Хлібопродукт»	-0,81	–	–	–	-1,51	-1,18	-7,18	-10,68
ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»	-1,22	–	–	-0,75	-8,56	-21,4	–	-31,9
ПАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь»	-1,07	-5,28	–	–	-17,53	-159,46	–	-183,34
ПАТ «Агрохолдинг Авангард»	-3,07	–	–	–	–	-0,50	–	-3,57
ПАТ «ДТЕК Павлоградвугілля»	-61,94	–	–	-23,84	–	-16,92	–	-102,69

Назва суб'єкта господарювання	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Кум. знач.
ПАТ «ДТЕК Дніпро-енерго»	-0,37	–	-2,23	-27,92	-16,86	-4,11	-139,16	-190,65
ПАТ «Шахтоуправління «Покровське»	-2,46	–	–	–	–	-11,01	–	-13,47
ПАТ «ДТЕК ПЕМ–Енерговугілля»	-0,01	-4,26	–	-0,56	–	-138,62	-385,20	-528,65
ПАТ «Дніпропетровський трубний завод»	-5,43	–	-1,06	–	-0,91	-710,53	–	-717,94

Джерело: розраховано за даними [104].

Тож, з огляду на більш широкий доступ до зовнішнього фінансування окремих суб'єктів вибірки, що проявляється у досягненні інвестиційної незалежності від волатильності власних грошових потоків, доцільно оцінити, які напрями адаптаційних змін на рівні фінансової архітектури сприяли зниженню фінансових обмежень. Отже, спільними особливостями адаптаційної поведінки обраних суб'єктів господарювання було визначено:

- зниження фінансового левериджу у 2012–2013 рр. в середньому 56 % до 39 % за рахунок часткового погашення поточних зобов'язань та зниження обсягів кредиторської заборгованості при нарощенні обсягів акціонерного капіталу;

- поступове збільшення концентрації власності бізнесу з 44 % до 63 % впродовж циклу та участь суб'єктів господарювання у фінансово-промислових групах (2/3 суб'єктів підвибірки належать до бізнес-об'єднань). Водночас визначені суб'єкти господарювання залишають відносно низький рівень концентрації власності відносно середнього за вибіркою, що варіюється з 61 до 68 %;

- підвищення якості корпоративного управління: підтримання сталих розмірів ради директорів (4–5 осіб), нарощення кількості незалежних членів-експертів на 1–2 % щороку до 2014 р., підтримання збалансованості ради директорів із одночасним поступовим залученням менеджменту до стратегічного управління. Частка невиконавчих директорів в особі представників крупних акціонерів у складі керуючих органів знижується, а рівень державного контролю в процесі прийняття стратегічних рішень залишається низьким відносно незмінними;

- зростання масштабів бізнесу, що завдає більш вигідне положення компаніям, даючи можливість генерувати більші обсяги грошових потоків, з одного боку, та виходити на ринок зовнішнього фінансування з меншими репутаційними ризиками, з іншого. Помірне збільшення розміру компаній впродовж 2014–2015 рр. вказує на відсутність втрат активів у період економіко-політичної кризи.

Отже, здійснено оцінку процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні впродовж економічного циклу. Виявлені вектори динаміки фінансової архітектури суб'єктів господарювання вказують на їх спроби пристосування до циклічних змін макросистеми. Водночас адаптація окремих елементів фінансової архітектури відзначається як проциклічним, так і контрциклічним або ациклічним характером. Так, було виявлено тен-

денцію нарощення рівня боргового навантаження в структурі капіталу суб'єктів крупного бізнесу в періоди економічної стабільності та повернення до нижчого левериджу в періоди спаду (проциклічність). Менші за розміром активів компанії демонструють переважно протилежну тенденцію, що свідчить про менший запас фінансової гнучкості. В обох випадках було визначено структуру капіталу суб'єктів господарювання як найнестабільніший (адаптивний) елемент фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Відповідно до економічного тренду (проциклічно) змінювався рівень концентрації власності бізнесу: найактивніше викуп крупними акціонерами відбувався у стабільні 2011–2012 рр., поряд із тим, що у рецесійні 2014–2015 рр. мало місце помірне зниження концентрації власності. Крім того, відзначається вищий рівень концентрації власності в крупних компаніях. Розмір компаній, що оцінюється за балансовою вартістю активів, визначається ациклічною величиною. Стан корпоративного управління бізнесом набуває ознак вищої ефективності в стабільні періоди через покращення кількісного та якісного складу управлінських органів.

Водночас динамічні зміни фінансової архітектури не завжди є раціональними для суб'єктів господарювання з погляду зниження фінансових обмежень та розширення доступу до зовнішнього фінансування, здебільшого виявляючись екстреною відповіддю на ринкові шоки та нові інституційні вимоги. Така ситуація викриває проблему недовикористання можливостей адаптаційного потенціалу суб'єктів господарювання в умовах циклічних коливань економіки на рівні фінансової архітектури. Унаслідок аналізу виявлено, що лише третина сукупної вибірки досліджуваних компаній характеризується відносно низьким рівнем фінансових обмежень, на що вказує їх можливість користуватися позиковим капіталом для фінансування інвестицій в умовах зниження чистого грошового потоку. Частка компаній, що мали таку можливість впродовж двох кризових періодів (2008–2009 рр. та 2014–2015 рр.) склала лише 9 %. Отримані висновки обумовлюють необхідність прийняття таких рішень, за допомогою яких представлялася б можливою адаптація фінансової архітектури саме з позиції зниження фінансових обмежень, розширення доступу до капіталу та зниження його вартості для суб'єктів господарювання.

2.3. Характеристика домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання до циклічного розвитку економіки

Аналіз динаміки фінансової архітектури компаній в Україні за останні вісім років виявив загальний вектор її адаптації в умовах існуючих тенденцій укрупнення, монополізації бізнесу, об'єднання компаній у фінансово-промислові групи, незахищеності прав міноритарних акціонерів, підвищення вимог з боку кредиторів, раціонування позик, що особливо проявляється у кризові періоди. Водночас сформовані типи фінансової архітектури продовжують нести в собі

фінансові обмеження та ризики для компаній, що відбивається у надмірно високому рівні накопиченого боргового навантаження, порушенні фінансової стійкості та неможливості переключатися від одного джерела фінансування до іншого відповідно до їх вартості. Як результат – висока залежність інвестиційної діяльності від внутрішніх грошових потоків компанії, як основного джерела власного фінансування та, отже, майже повна відсутність інвестицій в періоди рецесії, коли обсяги грошових потоків скорочуються і компанія зазнає дефіциту ліквідності.

Головною причиною зазначених дисбалансів є сформована ринком надмірно висока вартість зовнішніх фінансових ресурсів, що значно ускладнює їх залучення для суб'єктів господарювання в необхідному для задоволення інвестиційних потреб обсягах та в безпечній з погляду збереження фінансової стійкості пропорції. Зазначимо, що вартість фінансових ресурсів визначається як прямими так і непрямими витратами на капітал. Прямі витрати за таких умов включають процентні платежі за кредитами, премію за ризик інвесторів, витрати банкрутства, а непрямі (трансакційні, агентські) – упущену вигоду від реалізації інвестиційних проектів, витрати конфліктів між групами агентів, витрати пошуку інформації в умовах її асиметрії та непрозорості, витрати нераціональної поведінки контрагентів. Також, чим глибшими є кризові явища в економіці, тим вищим є рівень зазначених витрат.

Як було доведено, елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання виступають внутрішніми факторами вартості фінансових ресурсів, які в залежності від характеристик, здатні знижувати або підвищувати вплив фінансових обмежень з боку ринку. Відповідно, адаптація фінансової архітектури має включати в себе «точки впливу» на зниження витрат фінансування для компанії з метою постійного розширення її інвестиційних можливостей та максимізації вартості бізнесу. Водночас необхідно враховувати, що на практиці будь-які адаптаційні зміни несуть в собі фінансові та часові втрати, які не завжди повністю компенсуються позитивним ефектом. Саме тому забезпечення адаптації фінансової архітектури компаній має бути обґрунтовано із врахуванням показників:

- швидкості адаптації;
- вартості (сукупних витрат адаптації);
- ефективності (впливу на індикатори ринкової вартості).

Як зазначалося, управління структурою капіталу є одним з пріоритетних питань, яке має вирішуватися суб'єктом господарювання в процесі своєї діяльності, оскільки це визначає витрати на капітал та, відповідно, впливає на його ринкову вартість. Вагомий внесок в дослідження питань політики фінансування в умовах неефективних ринків та циклічності розвитку економіки зробили М. Фаулкендер [141], М. Фланері [145], Г. Де Анжело [130] (динамічна теорія структури капіталу), Е. Фама [139] (теорія ієрархії), Ж. Ксу [193] (теорія відстеження ринку), а також такі сучасні науковці, як Д. Ілгас [154], В. Дробец [135], В. Данг [129], І. Івашковська [42], М. Кокорева [53], І. Белозьоров [7] та інші.

Згідно зі статичною теорією компромісу, позитивний вплив від збільшення боргового навантаження залишається поки існують вигоди податкового щиту (можливість включення плати за позиковий капітал в собівартість), проте вище цього рівня спостерігається зворотний (негативний) вплив, оскільки втрати від порушення фінансової стійкості (збільшення процентної ставки, яку вимагають кредитори та витрати від можливого банкрутства) стають вищими за податкові вигоди. Однак, якщо брати до уваги, що оптимальна структура капіталу має забезпечувати максимальну вартість компанії, то фактичне досягнення одно-значно визначеного співвідношення позикового та власного капіталу було б неможливим впродовж усього ділового циклу, що визначає необхідність коригування структури капіталу відповідно до макроекономічних змін.

З цього приводу сучасні представники динамічної компромісної теорії структури капіталу пропонують у кожному новому періоді визначати індивідуальний цільовий рівень фінансового левериджу компанії (частка позикового капіталу в сукупному капіталі), що розраховується на основі системи визначених детермінант за базисний період та відображає максимальний оптимально-допустимий рівень боргового навантаження у поточному періоді.

Необхідність розрахунку цільового фінансового левериджу (таргетування) полягає у такому: за відсутністю значної інвестиційної потреби в періоди рецесії та кризи, коли ціна на капітал та пов'язані з його залученням витрати досягають максимуму, компанія має орієнтуватися на дотримання нижчого рівня боргового навантаження, щоб у разі появи вигідного інвестиційного проекту у період підйому мати змогу залучити додатковий позиковий капітал для його фінансування на максимально сприятливих умовах та за цих обставин не потрапити у боргову залежність.

Згідно з Д. Ілгасом [154], коригуючи структуру капіталу, фірма «створює додаткову вартість» у відповідь на швидкі зміни ринкових умов, тобто використовує «стратегічний фінансовий потенціал». Іншими словами, дотримання такої політики дає можливість компаніям постійно забезпечувати адаптивну до ділових циклів структуру капіталу, що надає можливість оперативного реагування фінансових рішень фірми на зміни ринкових умов без суттєвих втрат вартості бізнесу.

Для дослідження структури капіталу компаній в умовах змін ділового циклу обрано модель часткового пристосування, яка передбачається динамічною теорією компромісу в умовах зростаючих ринків. Згідно обраної моделі, цільове значення структури капіталу, змінюючись до певного рівня у кожному періоді, встановлює лише верхню планку для прийнятного фактичного значення та на практиці завжди може залишатися певний резерв «недопозичання». Як відмічається, фірма може деякий час функціонувати з левериджем нижче цільового – субоптимальним, якщо витрати коригування до цільового рівня перевищують вигоди від його досягнення.

В рамках моделі часткового пристосування Г. Де Анжело, М. Фаулкендер, Раджан, Леммон, В. Дробец, Ниворожкін, І. Івашковська та інші автори досліджують вплив внутрішньофірмових детермінант на структуру капіталу

компаній. Аналіз робіт дав можливість систематизувати фактори впливу та сформулювати рівняння лінійної регресії, яке має нтакий вигляд:

$$L_t = \gamma + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{EBITA}{A}\right)_{t-1} + \beta_3 \ln(A)_{t-1} + \beta_4 \left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + \beta_5 \left(\frac{NOCF}{A}\right)_{t-1} + \beta_6 \left(\frac{NICF}{A}\right)_{t-1} + v_t \quad (2.2)$$

де: L_t – фінансовий леверидж у звітному періоді;

γ – константа;

$\frac{M}{B}$ – відношення ринкової вартості компанії до балансової;

$\frac{EBITA}{A}$ – відношення операційного прибутку до обсягу активів;

$\ln(A)$ – натуральний логарифм від обсягу активів;

$\frac{PPE}{A}$ – відношення вартості необоротних активів до загальної вартості активів;

$\frac{NOCF}{A}$ – відношення чистого грошового потоку від операційної діяльності до активів;

$\frac{NICF}{A}$ – відношення чистого грошового потоку від інвестиційної діяльності до активів.

Так, за допомогою моделі видається можливим визначити ступінь і напрям впливу внутрішніх фінансових показників компаній попереднього року на фінансовий леверидж поточного року, а також шляхом підстановки даних за будь-який попередній період розрахувати цільовий фінансовий леверидж для будь-якого фактичного періоду:

$$L_t^* = \gamma + \beta_{it-1} * X_{it-1}, \quad (2.3)$$

де L_t^* – цільовий фінансовий леверидж компанії у фактичному періоді;

γ – константа;

β_{it-1} – відповідний коефіцієнт регресії за попередній рік;

X_{it-1} – значення відповідного фінансового показника за попередній рік.

Знаючи ряд цільових та фактичних значень фінансового левериджу, можна розрахувати швидкість, з якої фактичне співвідношення боргу та власного капіталу щорічно змінює своє значення відносно цільового співвідношення. Показник швидкості коригування фінансового левериджу (SOA – speed of adjustment) дає можливість визначити, за який час компанія потенційно може оптимізувати структуру капіталу.

Отже, швидкість коригування (пристосування) фінансового левериджу можна знайти за формулою:

$$L_{it} - L_{it-1} = \alpha(L_t^* - L_{it-1}), \quad (2.4)$$

відповідно:

$$\alpha = \frac{L_{it} - L_{it-1}}{L_t^* - L_{it-1}}, \quad (2.5)$$

де: α – швидкість коригування фінансового левериджу;

L_{it} – фактичне значення фінансового левериджу у поточному періоді;

L_{it-1} – фактичне значення фінансового левериджу у попередньому періоді;

L_t^* – цільове значення фінансового левериджу у поточному періоді.

Згідно з теорією компромісу, кожного разу, коли фактичний леверидж компанії значно відхиляється в сторону зростання, він намагається максимально наблизитися до цільового значення у наступному періоді. Е. Фама та К. Френч ставлять під сумнів таке положення теорії компромісу, оскільки, згідно з ним, швидкість коригування фінансового левериджу є занадто високою та не дає можливості компаніям набувати необхідної свободи в отримання позикового капіталу [138].

Сучасні емпіричні дослідження американських авторів підтверджують цей погляд та оцінюють середню швидкість коригування фінансового левериджу на рівні 1/3–1/12 «відстані» до цільового левериджу за кожний рік. Оцінюючи стан сучасного підприємницького середовища України як рецесійний, ми припускаємо, що швидкість коригування фінансового левериджу вітчизняних підприємств буде нижчою, ніж зазначена в іноземних дослідженнях.

Узагальнення результатів емпіричних досліджень факторів формування структури капіталу компаній, що проводилися для зростаючих ринків капіталу в рамках динамічної теорії компромісу, дало можливість виокремити ряд теоретичних передумов щодо впливу внутрішньофірмових детермінант як на рівень фінансового важелю компаній, так і на швидкість його пристосування до цільових значень (таблиця 2.7).

Так, $\frac{M}{B}$ (Q Тобіна) відображає можливості зростання компанії відповідно до того, як вона сприймається ринком через оцінку вартості її акцій. Передбачається, негативний вплив можливостей зростання бізнесу на швидкість коригування структури капіталу незалежно від співвідношення цільового та фактичного рівнів боргу, що пояснюється наявністю «буферу» для зміни структури капіталу у майбутньому [118].

Таблиця 2.7

Фактори, що впливають на фінансовий леверидж компаній та швидкість його коригування (SOA) на зростаючих ринках капіталу

№	Показник	Проксі	Вплив на фінансовий леверидж згідно теоретичних передумов	Вплив на SOA згідно теоретичних передумов
1	Відношення ринкової вартості компанії до балансової (Q Тобіна)	$\frac{M}{B}$	Позитивний	Негативний
2	Дохідність активів	$\frac{EBITA}{A}$	Негативний/ позитивний	Позитивний/ негативний
3	Розмір компанії	$\ln(A)$	Позитивний	Позитивний
4	Частка необоротних активів	$\frac{PPE}{A}$	Позитивний/ негативний	Негативний/ позитивний
5	Відношення чистого грошового потоку від операційної діяльності до активів	$\frac{NOCF}{A}$	Негативний	Позитивний
6	Відношення чистого грошового потоку від інвестиційної діяльності до активів	$\frac{NICF}{A}$	Позитивний	Негативний

Джерело: складено автором на основі [132; 141].

Вищий рівень дохідності активів ($\frac{EBITA}{A}$) свідчить про менший дефіцит внутрішніх ресурсів суб'єкта господарювання та, згідно теорії ієрархії, меншу потребу у залученні позикового фінансування. Підтримання запасу боргової спроможності забезпечує вищу швидкість коригування структури капіталу [118; 171]. З іншого боку, високі значення показника також можуть бути розцінені як фактори, що свідчать про наявність «буферу» для зміни структури капіталу у майбутньому [129].

Показник розміру компанії $\ln(A)$, що дорівнює логарифмічній величині активів, відображає можливість залучати додаткове фінансування. Передбачається, що крупніший суб'єкт господарювання володіє більшими можливостями залучити необхідний обсяг фінансових ресурсів та швидше коригує структуру капіталу через наявність ширшого вибору доступних джерел фінансування.

Частка необоротних активів ($\frac{PPE}{A}$), як передбачається, завдає позитивний вплив на рівень фінансового левериджу: довгострокові матеріальні активи формують базу для застави при здійсненні запозичень. Чим вища вартість цього виду активів, тим більше у компанії можливостей залучити позикові кошти. З іншого боку, вища частка реальних активів у структурі балансу часто сполучена зі зниженим рівнем ліквідності, що знижує спроможність компанії як залучати позикове фінансування, так і коригувати його рівень в структурі капіталу.

Відношення операційного грошового потоку до сукупних активів ($\frac{NOCF}{A}$) визначає здатність суб'єкта господарювання формувати та підтримувати фінансову гнучкість за рахунок внутрішніх джерел. Звідси, позитивним є вплив на швидкість коригування фінансового левериджу [141; 142].

Відношення інвестиційного грошового потоку до сукупних активів ($\frac{NICEF}{A}$) в умовах зростаючих ринків капіталу завдає позитивний вплив на фінансовий важіль [42; 142], що не узгоджується з логікою теорії компромісу, яка передбачає негативний вплив інвестицій як фактору зростання та ступеню ризику компанії.

У таблиці Д.1 додатку Д, наведені результати розрахунку цільового фінансового левериджу за дев'ятьма акціонерними компаніями реального сектору економіки України за 2009–2015 рр., на основі показників фактичного фінансового левериджу за попередні роки, а також значення внутрішніх детермінант впливу на політику фінансування. Крім того, представлені розраховані показники швидкості, з якою фактичний фінансовий леверидж коригує значення відносно цільового.

Результати проведеного регресійного аналізу, які відповідно до отриманих показників описової статистики (R-квадрат) мають достатньо високу достовірність, дали можливість визначити ряд коефіцієнтів регресії, що відповідають напряму та рівню впливу визначених факторів на політику фінансування компаній (табл. 2.7). На узгодженість даних із законом нормального розподілення вказує аналіз відношення стандартного відхилення до середнього за кожним показником, яке знаходиться в інтервалі, що не перевищує граничне значення 33 %. Крім того, відповідно до проведеного кореляційного аналізу, не виявлено ознак автокореляції даних. З метою оцінки того, які фактори формування структури капіталу були найсуттєвішими впродовж ділового циклу, отримані коефіцієнти регресії було нормалізовано відповідно для різних фаз циклу.

Отже, у процесі аналізу було отримано такі результати відносно впливу детермінант на політику фінансування суб'єкта господарювання:

а) рівень дохідності діяльності завдає істотного позитивного впливу на здатність компаній залучати позикове фінансування в періоди відносної стабільності та істотного негативного – у кризові періоди. Так, за умови отримання доходів у періоди економічного спаду та кризи, компанії отримують можливість фінансувати витрати за рахунок власних фінансових ресурсів, що дає можливість знижувати залежність від зовнішнього фінансування, а отже коригувати структуру фінансування.

б) розмір сукупних активів не виявився істотним фактором впливу на політику фінансування компаній. Водночас у кризовому 2014 р. цей показник завдав негативного впливу на рівень боргу, що підтверджує більшу можливість коригування структури капіталу крупними компаніями та уникнення ними критичних рівнів боргу;

в) показник частки необоротних активів протягом усього ділового циклу справляв негативний вплив на можливість залучати позиковий капітал, що може

бути пояснено слабкою інвестиційною потребою компаній з високим рівнем реальних активів та зниженою часткою найліквідніших оборотних засобів;

Таблиця 2.7

Результати регресійного аналізу, що визначає вплив внутрішніх детермінант суб'єктів господарювання на швидкість пристосування структури капіталу до цільових значень

Показники	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	Нормалізовані коефіцієнти		
Множинний R	0,98	0,78	0,93	0,88	0,64	0,87	0,98			
R-квадрат	0,96	0,61	0,87	0,77	0,42	0,75	0,97			
Стандартна помилка	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	Пост-кризовий період	Перед-кризовий період	Період кризи
$\frac{M}{B}$	-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
$\ln(A)$	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

Джерело: розраховано на основі [104]

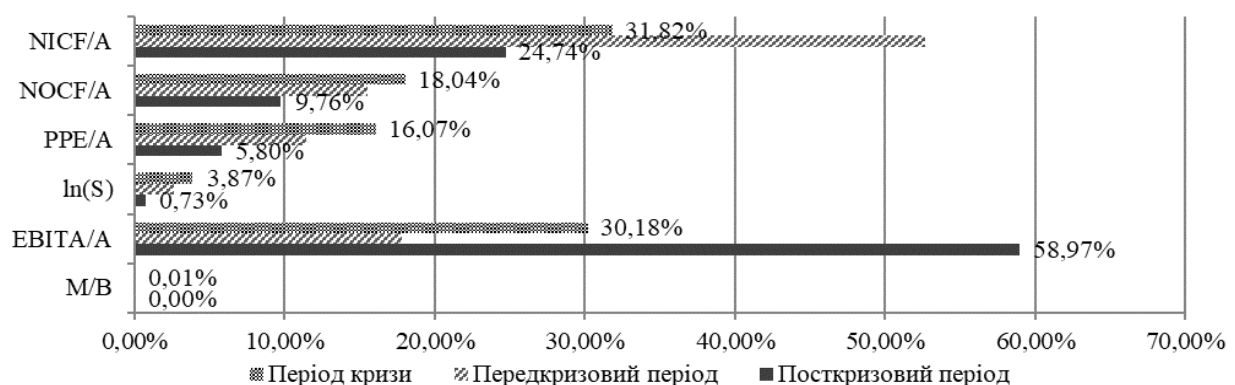


Рис. 2.8. Нормалізовані коефіцієнти регресійної моделі в розрізі факторів впливу на структуру фінансування

Джерело: складено на основі [104; 132; 141].

г) показник чистого грошового потоку від операційної діяльності має посилений негативний вплив на збільшення боргового навантаження, що узгоджується із теорією компромісів. Отже, компанії використовують вільні грошові кошти для зниження боргового навантаження, проте при наявності потреби у фінансуванні оборотного капіталу можуть використовувати боргові джерела. Вплив на швидкість коригування структури капіталу оцінюється як позитивний;

д) вплив показника чистого потоку від інвестиційної діяльності, нормованого на розмір сукупних активів, виявився суттєво значимим та нелінійним: негативним в кризові роки, позитивним – у стабільні. Це дає змогу підтвердити висновок, що залучання позикового капіталу суб'єктами господарювання в Україні для фінансування інвестиційних проектів є обмеженим та відбувається здебільшого в періоди підйому, коли вартість кредитування знижена. В інші періоди інвестиції фінансуються за рахунок власних ресурсів через їх пріоритет суттєво нижчої вартості;

е) показник відношення ринкової вартості до балансової виявився не значимим сигналом у формуванні структури фінансування на всьому періоді дослідження, що свідчить про недостатню інформативність вітчизняного фондового ринку з точки зору моніторингу перспектив зростання суб'єктів господарювання та оцінки їх справедливої ринкової вартості. Відповідно до цього, прийнято рішення не враховувати цей показник як критерій вибору структури капіталу суб'єктів господарювання.

Висока частота змін ділового циклу, а отже висока волатильність показників фактичного фінансового левериджу компаній та показників фінансового стану, що визначають цільовий леверидж, обумовлюють високу частоту зміни швидкості коригування фінансового левериджу, що ускладнює можливість простежити стратегічний підхід в управлінні фінансовими ресурсами українських компаній. На рис. 2.9 укрупнено представлена динаміка фінансового левериджу досліджуваних компаній та швидкість його коригування впродовж ділового циклу.

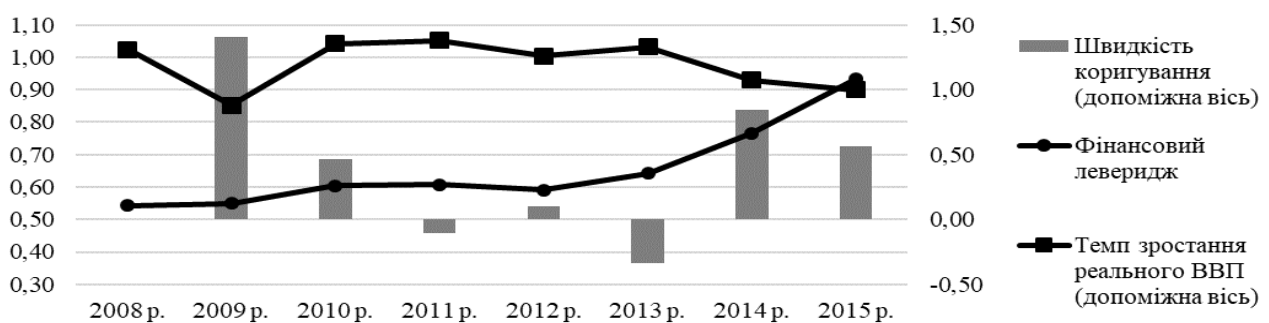


Рис. 2.9. Динаміка фінансового левериджу суб'єктів господарювання та швидкості його коригування в бік цільових значень в Україні у 2008–2015 рр.

Джерело: складено на основі [28; 104; 131].

Від'ємні показники швидкості коригування фінансового левериджу вказують на тенденцію, що відповідає віддаленню фактичного левериджу від цільового. В цілому швидкість, з якою коригується фінансовий леверидж компаній за 2009–2015 рр., має широкий діапазон та варіюється від –34 % до 140 % у середньому за рік. Висока волатильність цього показника в Україні пояснюється диспропорційністю фінансових ринків, що включає в себе як суттєві витрати банкрутства та порушення стійкості при надмірному збільшенні боргового навантаження, що стимулює суб'єкти господарювання коригувати структуру капіталу, так і витрати, пов'язані саме із таким коригуванням, через що відбувається стримуюча дія.

Отже, середні показники швидкості коригування структури капіталу українських компаній в умовах зміни фаз ділового циклу мають такі значення:

- посткризовий період або підйом економіки (2010–2011 рр.): 18 %, що відповідає низькій швидкості пристосування в умовах поживлення ділової активності суб'єктів господарювання, появи інвестиційних потреб та одночасного зниження бар'єрів доступу до кредитних ресурсів;

- передкризовий період або стабільність (2012–2013 рр.): –12 %, що відповідає віддаленню показників фактичної структури капіталу від цільових, чому сприяло збільшення інвестиційної потреби (обсяги інвестиційних вкладень у 2012 р. зросли на 70 % та у 2013 р. – на 35 %) та відповідне зниження обмежень з боку фінансового ринку;

- період кризи (2009 р. та 2014–2015 рр.): 94 %, що засвідчує найвищий рівень рекапіталізації компаній, що може бути пояснено максимально високими видатками від знаходження структури капіталу вище цільових значень та підвищений ризик банкрутства в нестабільні періоди.

Загалом зниження швидкості коригування структури капіталу компаній в бік цільової в періоди стабільності та відповідне підвищення під час кризи не узгоджується з відповідним положенням динамічною теорією компромісу [122]. Водночас автори В. Данг [129] та В. Дробец [135] описують коригування структури капіталу компаній в періоди бумів як більш регулярне та таке, що відбувається меншими кроками, натомість в періоди рецесій – як більш рідке, але здійснюється більш крупними ітераціями.

Поряд із детермінантами фінансової діяльності компаній, яка є головною формою ресурсного забезпечення фінансової політики, в умовах високої циклічності ринкового середовища особливого значення набувають такі внутрішні структурні характеристики суб'єктів господарювання, які безпосередньо визначають систему організації фінансів компанії, що особливо проявляється в періоди кризи, коли знижується ділова активність, скорочуються обсяги власних фінансових ресурсів суб'єктів господарювання та зростає вартість кредитних ресурсів. Відповідно до теорій суперечностей інтересів, сукупність різних форм агентських конфліктів, а також наявних важелів та інструментів їх вирішення прямо та опосередковано впливають на рівень фінансових обмежень компаній.

З цього приводу комплексна оцінка швидкості, з якою відбуваються раціональні (з погляду зниження вартості фінансових ресурсів) зміни в структурі

власності компаній, корпоративному управлінні та організаційній формі бізнесу поряд із швидкістю коригування структури капіталу компаній дає можливість визначити їх спроможність знижувати рівень фінансових обмежень за рахунок внутрішніх характеристик впродовж ділового циклу, іншими словами – визначає швидкість адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки.

Оцінка швидкості адаптації фінансової архітектури компаній загалом, як багатокomпонентної характеристики, потребує застосування інтегрованого підходу до розрахунку, що одночасно враховуватиме показники швидкості зміни усіх складових елементів фінансової архітектури та демонструватиме її адаптаційну динаміку впродовж ділового циклу. У зв'язку з цим показовим є методологічний підхід поліномінальних залежностей у тримірному просторі С. Климчук, яка досліджує фінансову архітектоніку економічних систем в умовах трансформацій [51, с. 56]. Автор просторово представляє область взаємодії трьох фінансових механізмів, визначає її обсяг та оцінює здатність системи до адаптивного розвитку.

Реалізувати розрахунок швидкості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання представляється можливим із використанням індексно-графічної методики, яка передбачає таку послідовність дій:

1) визначаються індекси швидкості зміни кожного елементу фінансової архітектури за суб'єктом господарювання вибірки для кожного року:

$$I_{i(1:5)t} = \frac{x_{it} - x_{it-1}}{x_{it}^*}, \quad (2.6)$$

де: $I_{i(1:5)t}$ – індекс швидкості коригування відповідного показника фінансової архітектури суб'єкта господарювання: I_1 – фінансового левериджу (FL), I_2 – структури власності (OS), I_3 – корпоративного управління (CG), I_4 – відношення до фінансово-промислових груп (Group), I_5 – розміру активів в t-тому періоді (Size);

x_{it} – значення кожного показника у фактичному році;

x_{it-1} – значення кожного показника у попередньому році;

x_{it}^* – значення кожного показника у фактичному році або цільове значення (необхідне для визначення швидкості коригування фінансового левериджу);

2) отримані значення п'яти індексів швидкості зміни елементів фінансової архітектури відкладаються на п'яти осях координат пелюсткової діаграми, які завдяки з'єднувальним лініям утворюють багатокутну фігуру унікальної конфігурації;

3) швидкість адаптації фінансової архітектури компанії як багатомірний показник, розраховується як площа отриманої складної фігури, шляхом поділу її на прості трикутники та сумуванням їхніх площ за модулем:

4)

$$S(AFA)_t = \sum \left| \frac{1}{2} * I_{it-1} * I_{it} * \sin(\pi) * 2N_i \right|, \quad (2.7)$$

де: $S(AFA)_t$ – швидкість адаптації фінансової архітектури у поточному періоді;
 N_i – кількість значень $I_{i(1:5)}$ відмінних від 0 для цієї компанії.

На основі отриманих даних про швидкість адаптації фінансової архітектури компаній представляється можливим розрахувати показник прискорення адаптації, як такий, що вимірює каталізацію архітектурних змін.

$$\Delta S(AFA)_t = S(AFA)_t - S(AFA)_{t-1}, \quad (2.8)$$

де $\Delta S(AFA)_t$ – прискорення швидкості адаптації фінансової архітектури компанії.

Оцінка прискорення адаптації фінансової архітектури в динаміці дає можливість зробити висновки, стосовно того, у які фази ділового циклу, а також у відповідь на які зовнішні фактори (шоки), компанії схильні реагувати зміною архітектури бізнесу. У подальшому отримані висновки дають можливість розрахувати вартісний ефект від адаптації фінансової архітектури, що проявляється через зниження фінансових обмежень на середньозваженій вартості фінансового капіталу (із врахуванням витрат адаптації, які вона в себе включає).

На основі запропонованої методики було розраховано швидкість та прискорення адаптації фінансової архітектури дев'яти крупних українських компаній акціонерного типу сільськогосподарської, металургійної та паливно-енергетичної галузей виробництва. На рис. 2.10 продемонстровано динаміку швидкості адаптації фінансової архітектури ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча», однієї з найвисокотехнологічніших компаній України з повним виробничим циклом, яка з 2010 р. через участь у вертикально інтегрованому гірнично-металургійному холдингу «Метінвест» входить до багатогалузевої фінансово-промислової групи СКМ. Компанія функціонує з високим рівнем концентрації власності: 68,24 % акцій володіє група СКМ.

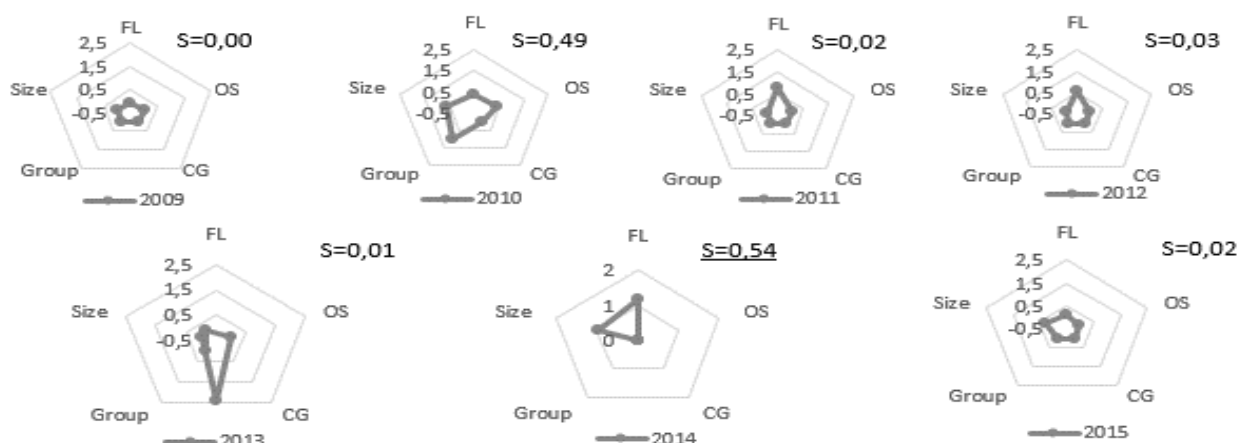


Рис. 2.10. Динаміка швидкості адаптації фінансової архітектури ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча» у 2009–2015 рр.
Джерело: складено на основі [104].

Унаслідок попереднього тестування вибірки компаній на залежність інвестиційної спроможності від обсягів чистого грошового потоку, компанія продемонструвала негативний кумулятивний показник такої залежності, що свідчить про достатньо низький рівень бар'єрів на ринках позикового фінансування та підтверджується зростанням коефіцієнта фінансового левериджу з 0,32 у 2011 р. та 0,50 у 2012 р. Водночас на обґрунтованість фінансовою політикою високої частки позикових ресурсів у структурі капіталу вказує коригування фінансового левериджу до методологічно встановлених цільових значень (швидкість коригування вище нуля).

У процесі аналізу виявлено, що впродовж досліджуваного відрізка часу, фінансова архітектура ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча», як цілісна динамічна характеристика, зазнавала певних адаптаційних змін, які відбувалися з немонотонною швидкістю та за рахунок різних факторів. Найвищі показники швидкості та прискорення адаптації фінансової архітектури (0,54 та 0,53 відповідно) було зафіксовано у фазі загострення економічної кризи 2014 р. – через пасивне коригування структури фінансування (шляхом збільшення акціонерного капіталу на фоні збільшення сукупних зобов'язань) та нарощення балансової вартості активів майже в два рази за рахунок проведення дооцінки основних засобів із врахуванням динаміки цінкових індексів.

Крім того, істотне збільшення швидкості адаптаційних змін (0,49) мало місце у 2010 р., коли завершилася угода про входження компанії до фінансово-промислової групи «Метінвест Холдинг», що відобразилося на збільшенні контрольного пакету прав власності на чверть та відповідному збільшенні частки голосів домінуючого акціонера у вищому органі управління компанією. Як характерна особливість будь-якої угоди зі злиття та поглинання бізнесу, у 2010 р. відбулася фінансова реструктуризація: статутний капітал було збільшено в 3,7 рази (у той час як обсяги позикових ресурсів зросли в 1,6 рази), що виступило джерелом коригування структури фінансування в бік цільової. Для стабільної фази ділового циклу, що відповідає 2011–2013 рр. була характерна майже повна відсутність адаптаційних змін фінансової архітектури компанії, що підтверджує зниження відповідного показника швидкості адаптації до 0,01–0,03.

Результати аналізу швидкості адаптації фінансової архітектури, що було проведено на вибірці із дев'яти суб'єктів господарювання акціонерного типу, виявили певні загальні динамічні закономірності, які відзначилися у трьох «хвилях» активізації адаптаційних змін фінансової архітектури (рис. 2.11).

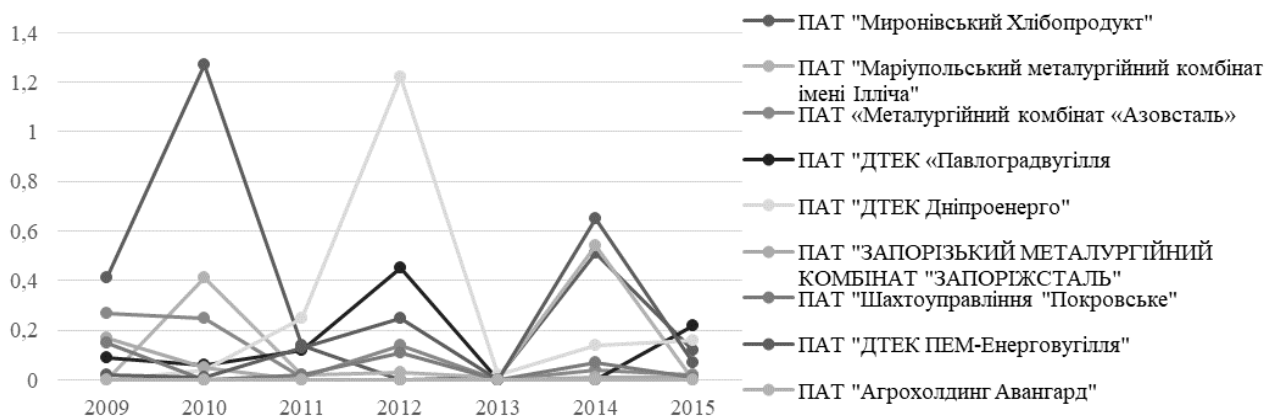


Рис. 2.11. Динаміка швидкості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні у 2009–2015 рр.

Джерело: складено на основі [104].

Отже, найсуттєвіші зміни фінансової архітектури суб'єктів господарювання відзначилися у такі періоди:

- 2010 р.: 0,23 – що пов'язано із поновленням процесів перерозподілу прав власності, укладання угод злиття та поглинання крупними бізнес-групами компаній, що зустрілися із труднощами в період фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. На проциклічність динаміки угод M&A на глобальному ринку вказує аналітика KPMG – у періоди кризи середньорічна чисельність угод із об'єднання бізнесу падає на 30 % [161]. За даними звіту «Aequo» інвестиційного порталу «InVenture», у 2010 р. кількість угод з об'єднання бізнесу в Україні зросла більше ніж удвічі порівняно з 2009 р., досягнувши числа 69 та сумарної вартості угод 3400 млн євро [48]. Як результат перерозподілу власності на користь «сильних гравців» – реструктуризація джерел фінансування через збільшення акціонерного капіталу та погашення фінансових позик із найбільшим рівнем витрат на капітал.

- 2012 р.: 0,26 – процеси з об'єднання та концентрації бізнесу, як форма корпоративної реструктуризації та інструмент розвитку бізнесу, стають масовішими (чисельність угод M&A складає 87, проте їхня сумарна вартість – 750 млн євро) [48]. Причина – зростання інвестиційної потреби в період економічного буму з одного боку, та наявність вільного інвестиційного капіталу, який крупні корпорації та групи компаній готові вкладати в довгострокові проекти. Прискоренню архітектурних змін сприяло також збільшення сукупних обсягів активів компаній шляхом придбання майнових комплексів та розширення виробництва. У структурі фінансування знову відбувається нарощення обсягів позикових ресурсів, вартість яких знижується в умовах макроекономічного зростання;

- 2014 р.: 0,19 – коригування структури фінансування у період кризи здебільшого за рахунок дооцінки фондів власного капіталу на фоні збільшення обсягів сукупних зобов'язань. Відзначимо, що висока швидкість адаптаційних змін суб'єктів господарювання в Україні в період кризи є індикатором значних сукупних витрат від знаходження фінансової архітектури у попередній (незмінений) конфігурації.

Заслужують також на увагу результати оцінки адаптивності (як здатності до адаптації) кожного з компонентів фінансової архітектури. Вище на основі теоретичних передумов та емпіричних оцінок зарубіжних авторів було теоретично передбачено таку градацію залежно від здатності реагування на зміни ділової активності: структура фінансування (в залежності від змін обсягів потреби у фінансових ресурсів, з одного боку, та зміни їх вартості – з іншого) → корпоративне управління (як найменш витратний інструмент вирішення корпоративних конфліктів, що виникають, та пов'язаних із ними витрат) → структура власності (як відповідь на прояв або загрозу небезпечніших агентських конфліктів, що націлена на збільшення або недопущення втрати вартості акціонерного капіталу) → форма організації та ведення бізнесу (пов'язана з найглибшими структурними змінами, що потребують зміни масштабу бізнесу та його юридичної специфікації). Водночас у процесі аналізу показників адаптивності елементів фінансової архітектури по вибірці українських компаній було виявлено дещо інші закономірності (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Показники адаптивності елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні

Елемент фінансової архітектури	Структура фінансування	Корпоративне управління	Форма організації та ведення бізнесу		Структура власності
			Розмір компанії	Приналежність до ФПГ	
Ступінь адаптивності	1	2	3		4
Коефіцієнт адаптивності	0,90	0,17	0,25	0,07	0,07
у т. ч. за фазами ділового циклу:					
Пост-кризовий період	1,41	0,24	0,27	0,10	0,12
Перед кризовий період	0,69	0,26	0,20	0,10	0,07
Період кризи	0,69	0,07	0,25	0,00	0,04

Джерело: складено на основі [104].

Кількісний вимір адаптивності елементів фінансової архітектури передбачає оцінку волатильності їх кількісних характеристик, яка в економетричному аналізі здійснюється шляхом визначення стандартного відхилення. Тож підтверджено, що найадаптивнішим та ендегенним елементом фінансової архітектури компаній є структура фінансування. На другому місці виявився проксі-показник стану корпоративного управління, проте на третьому – показники форми організації та ведення бізнесу (що включає розмір компанії та її приналежність до фінансово-промислових груп), на четвертому – структура власності. Така закономірність може бути пояснена високою волатильністю не тільки цін на

фінансові ресурси, але й матеріальні активи, з одного боку, а також сталою тенденцією збереження високої концентрації власності, з іншого.

Як зазначалося вище, елементи фінансової архітектури компаній є внутрішніми факторами вартості фінансових ресурсів, тож між процесами адаптації фінансової архітектури та вартістю капіталу завжди існує взаємозв'язок. Те, який характер впливу завдає зміна фінансової архітектури компанії на стратегічну ефективність, відбиваючись на ринковій вартості бізнесу, дає змогу оцінити ефективність адаптації фінансової архітектури у кожному періоді. Зазначимо, що будь-які адаптаційні зміни фінансової архітектури компаній окрім ефекту несуть в собі прямі та непрямі витрати, що звужують обсяги чистого грошового потоку та впливають на формування фінансового результату.

Інакше кажучи, адаптація фінансової архітектури не є безкоштовною для суб'єктів господарювання та має вартість, що піддається грошовому виміру за допомогою витратного підходу (з погляду понесених чистих витрат) [75]. Чисті витрати за таких обставин являють собою зміну показників сукупних витрат внаслідок адаптації елементів фінансової архітектури у кожному періоді (рис. 2.12). Водночас позитивні значення показника вказуватимуть на збільшення сукупних витрат компанії внаслідок адаптації фінансової архітектури у звітному періоді, а негативні – на зниження сукупних витрат, а отже прямий позитивний ефект адаптації з погляду чистого грошового потоку.

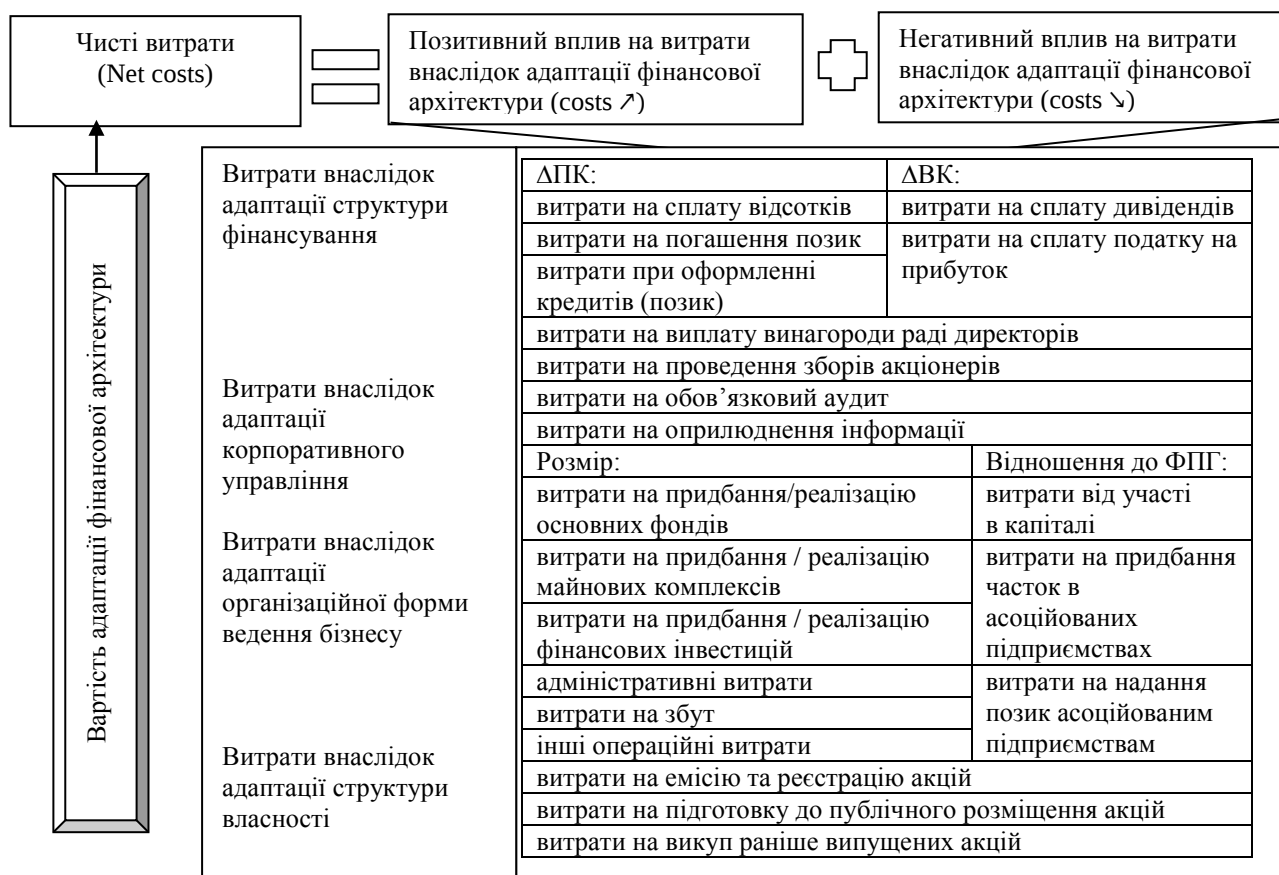


Рис. 2.12. Схема визначення вартості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі витратного підходу

Розрахунок чистих витрат внаслідок адаптації фінансової архітектури, як показника, що повною мірою відображає її вартість, представляється можливим реалізувати на основі «Звіту про фінансові результати» (форма № 2).

Отже, до витрат адаптації структури фінансування треба включати такі, що визначають вартість позикового капіталу – відповідно до НП(С)БО 31 [86]. Саме такі витрати належать до поняття «фінансові витрати» – процентні і всі інші витрати, що виникають внаслідок запозичення (кредитування, фінансової оренди, випуску облігацій, векселів), а також такі що впливають на вартість власного капіталу (дивідендні виплати та витрати з податку на прибуток).

Другий блок включає витрати, що змінюються внаслідок адаптації механізму корпоративного управління, а саме: витрати на виплату винагороди ради директорів, витрати на проведення зборів акціонерів, витрати на обов'язковий аудит, витрати на оприлюднення інформації тощо. Це специфічна група витрат, що збільшують обсяги адміністративних витрат, виокремлення яких доцільно рекомендувати в умовах корпоративної форми організації підприємницької діяльності.

До третього блоку належать витрати, пов'язані зі зміною вартості необоротних активів, а саме, витрати на придбання (реалізацію) основних фондів, майнових комплексів, а також фінансових інвестицій. У випадку, якщо має місце зміна таких витрат, необхідно враховувати зміну витрат обігу, що включає адміністративні витрати, витрати на збут та інші операційні витрати, пов'язані із зміною розміру компанії.

Четверта група витрат враховує такі, що виникають внаслідок перерозподілу прав власності, що впливає на рівень концентрації власності. До таких витрат треба відносити: витрати на емісію та реєстрацію нових акцій, витрати на підготовку до публічного розміщення акцій (у випадку проведення первинного або вторинних публічних розміщень акцій на національному або міжнародних фондових ринках та відповідного зниження концентрації власності), а також витрати на викуп раніше випущених акцій (у випадку зворотного викупу власних акцій, та відповідного підвищення концентрації власності крупними акціонерами), що обліковуються за статтею звіту «інші витрати».

Простежити взаємозв'язок показників вартості та швидкості адаптації фінансової архітектури досліджуваних компаній відповідно до циклічних змін макроекономічного середовища, а також з'ясувати, за яких умов адаптація є найвисоковартіснішою, можливо шляхом нормування обсягів чистих витрат за кожною з компаній на балансову вартість її сукупних активів у кожному періоді:

$$V(AFA)_t = \frac{Net\ costs_t - Net\ costs_{t-1}}{TA_t}, \quad (2.9)$$

де $V(AFA)_t$ – вартість адаптації фінансової архітектури компанії у поточному періоді (нормована на балансову вартість сукупних активів);

$Net\ costs_t$ – обсяг чистих витрат адаптації фінансової архітектури у поточному періоді;

$Net\ costs_{t-1}$ – обсяг чистих витрат адаптації фінансової архітектури у попередньому періоді;

TA_t – балансова вартість сукупних активів компанії у поточному періоді.

Отже, показники вартості адаптації фінансової архітектури компаній із досліджуваної підвибірки за 2009 по 2015 рр. у зіставленні з кількісними характеристиками напряму (вектору) адаптації та її швидкості наведені у таблиці 2.9.

Таблиця 2.9

Кількісні характеристики адаптації фінансової архітектури українських компаній: напрям, швидкість, вартість

Характеристики	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
ПАТ «Миронівський хлібопродукт»							
Вектор адаптації	FL\0,06 (BK\0,46, ПК\0,56); CG\0,25; Size\0,54	FL\0,03 (BK\0,61, ПК\0,43); OS\0,02; Size\0,7	FL\0,09 (BK\0,54, ПК\0,12); OS\0,01; Size\0,24	FL\0,02 (BK\0,33, ПК\0,16); Size\0,28	FL\0,05 (BK\0,03, ПК\0,16); CG\0,25; Size\0,08	FL\0,38 (BK\0,66, ПК\0,22); Size\0,57	FL\0,05 (BK\0,25, ПК\0,29); CG\0,25; Size\0,34
Швидкість адаптації	0,41	1,27	0,14	0,01	0,08	0,51	0,12
Вартість адаптації	-0,08	0,01	0,01	0,01	0,09	0,23	-0,01
Характеристики	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»							
Вектор адаптації	FL 0,00 (BK\0,06, ПК\0,04); OS\0,45; Size\0,01	FL\0,02 (BK\0,48, ПК\0,64); Group\1; Size\0,61	FL\0,53 (BK\0,26, ПК\1,21); OS\0,03; Size\0,07	FL\0,28 (BK\0,29, ПК\0,52); Size\0,10	FL\0,17 (BK\0,16, ПК\0,14); CG\0,25; Size\0,01	FL\0,21 (BK\1,53, ПК\0,55); Size\0,96	FL\0,18 (BK\0,09, ПК\0,32); Size\0,28
Швидкість адаптації	0,01	0,41	0,02	0,03	0,01	0,54	0,02
Вартість адаптації	-0,03	0,01	0,12	-0,14	-0,04	0,04	0,05
ПАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь»							
Вектор адаптації	FL\0,04 (BK\0,50, ПК\0,64); OS\0,05; Size\0,60	FL\0,16 (BK\0,39, ПК\0,78); Size\0,63	FL\0,25 (BK\0,05, ПК\0,39); Size\0,03	FL\0,04 (BK\0,08, ПК\0,04); Size\1,42	FL\0,04 (BK\0,19, ПК\0,07); Size\0,12	FL\0,07 (BK\0,81, ПК\0,54); Size\0,64	FL\0,03 (BK\0,18, ПК\0,25); Size\0,37
Швидкість адаптації	0,27	0,25	0,01	0,14	0,01	0,04	0,02
Вартість адаптації	0,01	0,50	-0,70	-0,03	0,01	0,00	0,11

Характеристики	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
ПАТ «Агрохолдинг Авангард»							
Вектор адаптації	FL\0,11 (BK\0,34, PK\0,39); Size\0,31	FL\0,32 (BK\0,03, PK\0,67); Size\0,52	FL\0,55 (BK\0,73, PK\0,52); CG\0,25; Group\1; Size\0,06	FL\0,54 (BK\1,31, PK\3,27); CG\0,25; Size\1,78	FL\0,30 (BK\0,21, PK\0,85); CG\0,5; Size\0,45	FL\0,27 (BK\0,35, PK\0,10); Size\0,13	FL\0,20 (BK\14,83, PK\26,91); Size\22,2
Швидкість адаптації	0,02	0,08	0,16	0,46	0,06	0,02	2,11
Вартість адаптації	0,03	-0,05	0,00	0,01	0,00	0,18	0,72
ПАТ «ДТЕК «Павлоградвугілля»							
Вектор адаптації	FL\0,09 (BK\0,23, PK\0,55); Size\0,33	FL\0,09 (BK\0,02, PK\0,48); Size\0,03	FL\0,16 (BK\0,90, PK\0,25); Size\0,42	FL\0,18 (BK\0,23, PK\0,22); Size\0,42	FL\0,01 (BK\0,06, PK\0,03); Size\0,04	FL\0,12 (BK\0,51, PK\0,44); Size\0,46	FL\0,25 (BK\1,24, PK\0,21); Size\0,51
Швидкість адаптації	0,09	0,06	0,12	0,45	0,00	0,01	0,22
Вартість адаптації	0,42	0,57	0,05	-1,92	-0,05	0,16	0,23
ПАТ «ДТЕК «Дніпроенерго»							
Вектор адаптації	FL\0,11 (BK\0,10, PK\0,16); Size 0,00	FL\0,05 (BK\0,04, PK\0,31); Size\0,23	FL\0,04 (BK\0,15, PK\0,36); OS\0,17; CG\0,25; Size\0,10	FL\0,84 (BK\1,21); OS\0,64; CG\0,25; Group\1; Size\0,70	FL\0,03 (BK\0,20, PK\0,10); Size\0,17	FL\0,26 (BK\0,14, PK\0,78); OS\0,01; Size\0,32	FL\0,19 (BK\0,06, PK\0,46); Size\0,21
Швидкість адаптації	0,00	0,04	0,23	0,90	0,02	0,16	0,14
Вартість адаптації	0,02	0,04	0,06	-0,05	-0,02	0,12	0,13
ПАТ «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»							
Вектор адаптації	FL\0,04 (BK\0,04, PK\0,18); OS\0,57; Size\0,01	FL\0,11 (BK\0,01, PK\0,18); OS\0,76; Size\0,06	FL\0,15 (PK\0,39); OS\0,13; Group \1; Size\0,09	FL\0,13 (BK\0,06, PK\0,37); CG\0,75; Size\0,02	FL\0,02 (BK\0,01, PK\0,13); Size\0,06	FL\0,02 (BK\0,72, PK\0,47); Size\0,58	FL\0,09 (BK\0,46, PK\0,20); Size\0,31
Швидкість адаптації	0,01	0,04	0,06	0,01	0,00	0,01	0,01
Вартість адаптації	-0,44	0,23	0,21	-0,79	-0,06	0,25	0,52

Характеристики	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
ПАТ «Шахтоуправління «Покровське»							
Вектор адаптації	FL↗0,03 (BK↗0,02, PK↗0,13); Size↗0,09	FL 0,00 (BK↗0,08, PK↗0,17); OS↗0,04; CG↗0,25 Size↗0,06	FL↗0,01 (BK↗0,09, PK↗0,18); Size↗0,15	FL↘0,05 (BK↗0,49, PK↗0,21); Size↗0,27	FL↗0,03 (BK↘0,04, PK↗0,07); Size↗0,03	FL↗0,20 (BK↘0,39, PK↗0,08); Size 0,00	FL↗0,11 (BK↘0,48, PK↗0,16); CG↘0,25; Size↗0,03
Швидкість адаптації	0,15	0,01	0,02	0,11	0,00	0,07	0,01
Вартість адаптації	–0,04	0,05	0,06	–0,03	0,00	0,24	–0,02
ПАТ «ДТЕК ПЕМ–Енерговугілля»							
Вектор адаптації	FL↘0,26 (BK↗0,20, PK↘0,22); Size↗0,01	FL↗0,18 (BK↗0,53, PK↘0,82); Size↗0,04	FL↗0,02 (BK↗1,45, PK↗1,01); Size↗1,38	FL↘0,43 (BK↗0,18, PK↗0,36); OS↗0,11; Size↗0,19	FL↘0,08 (BK↗0,18, PK↘0,22); OS↗0,01; CG↗0,25; Size↗0,12	FL↗0,65 (BK↘0,61, PK↗12,58); OS↗0,01; Size↗0,82	FL↗0,66 (BK↘5,74, PK↗1,22); Size↘0,12
Швидкість адаптації	0,02	0,01	0,13	0,25	0,01	0,25	0,07
Вартість адаптації	0,00	0,03	0,12	–0,11	–0,08	0,44	0,61

Джерело: розраховано на основі [104].

Унаслідок порівняльного аналізу кількісних характеристик адаптації фінансової архітектури було виявлено такі закономірності, що заслуговують на увагу:

1) вартість адаптації фінансової архітектури набуває екстремальних значень в періоди максимального прискорення швидкості адаптаційних змін, водночас динаміка показників не є синхронною: найвитратнішою для компаній адаптація фінансової архітектури виявляється в післякризовий 2010 р., коли сукупні чисті витрати від адаптації складають в середньому 15,4 % від балансової вартості компаній, а також в кризовий 2014 р. – 18,4 %. Найменшою вартістю для компаній відзначилася адаптація фінансової архітектури у 2012 р., коли замість витрат результатом адаптації фінансової архітектури відбулася економія сукупних витрат в середньому на 33,9 %;

2) найпозитивніший вплив з погляду чистих витрат від адаптації фінансової архітектури справляє коригування фінансового левериджу в бік цільових значень: активного (за рахунок зниження обсягів позикового фінансування), пасивного (за рахунок збільшення обсягів акціонерного капіталу), що відбувається як самостійно, так і внаслідок перерозподілу прав власності (що часто супроводжується входженням у фінансово-промислові групи та змінами у корпоративному управлінні). Найнегативнішого впливу, що проявляється у максимальному збільшенні чистих витрат, завдає віддалення фінансового левериджу від цільових значень в періоди скорочення обсягів власних ресурсів та збільшення частки позикових ресурсів, особливо таке, що спричиняє збільшення обсягу сукупних

активів (розміру компанії) – проблема заміщення активів при збільшенні боргового навантаження.

Виходячи з передумови, що система взаємопов'язаних характеристик суб'єкта господарювання, яку являє собою фінансова архітектура, визначає своєрідність реалізації фінансової діяльності з боку обсягів та структури фінансових ресурсів, через призму фінансових обмежень визначає вартість фінансових ресурсів для суб'єкта господарювання та впливає таким чином на його ефективність та ринкову вартість, необхідною представляється оцінка впливу адаптації фінансової архітектури як закономірного процесу в умовах циклічності економічного розвитку на стратегічну ефективність суб'єктів господарювання.

Оцінюючи стратегічну ефективність компанії, необхідно спиратися на розуміння принципів діяльності компанії, що походить з теорії корпоративних фінансів та означає аналіз результатів у рамках вибору між ризиком і доходністю. Тому при розробці підходу до дослідження основна мета полягає в тому, щоб моделювати процес створення економічного прибутку, який призводить до тих чи інших змін внутрішньої вартості компанії: її зростання або зниження. Для виміру ефективності діяльності компанії доцільно використовувати показник економічної доданої вартості (EVA) в абсолютному вимірі, що визначає різницю між фактичною доходністю інвестованого капіталу та альтернативної ставкою прибутковості – витратами на капітал:

$$EVA = NOPAT - WACC * CE, \quad (2.11)$$

де **EVA** – показник економічної доданої вартості господарювання (залишковий дохід);

NOPAT (net operating profit after taxes) – чистий операційний прибуток після сплати податків;

CE (capital employed) – інвестований капітал, що за економічним змістом дорівнює обсягу сукупних активів (ТА);

WACC (weighted average cost of capital) – середньозважена ставка витрат на капітал.

В умовах слабого розвитку фінансових ринків у країнах зі зростаючою економікою показник EVA визнано таким, що дає точнішу оцінку внутрішній вартості компаній ніж ринкові показники (Q Тобіна, динаміка цін на акції), які складно оцінити в умовах слабкої інформаційної ефективності ринку [98; 166].

Обраний показник дає можливість враховувати вплив усіх компонентів фінансової архітектури компаній через їх зв'язок із діловим ризиком, фінансовим ризиком та альтернативними ставками доходу на капітал, що адекватні для аналогічних рівнів ризику. Відповідно, показник зміни EVA може бути використаний як індикатор ефективності адаптації фінансової архітектури компаній впродовж ділового циклу. Регресійне рівняння, що описує вплив адаптації компонентів фінансової архітектури на зміну економічного прибутку у кожному фактичному періоді, має такий вигляд:

$$\Delta EVA = \gamma + \beta_1 \Delta FL + \beta_2 \Delta OS + \beta_3 \Delta CG + \beta_4 \Delta Group + \beta_5 \Delta Size + v_t, \quad (2.12)$$

де ΔEVA – показник зміни економічної доданої вартості у поточному році відносно базового (попереднього);

ΔFL – показник коригування фінансового левериджу у поточному періоді відносно цільового значення;

ΔOS – показник адаптації структури власності, що оцінюється за рівнем концентрації акціонерного капіталу у поточному періоді відносно базового;

ΔCG – інтегрований показник адаптації корпоративного управління, що визначає його якість за рівнем збалансованості ради директорів та набуває значень: 0,25 у разі присутності у раді директорів тільки акціонерів з пакетом акцій >10 % або тільки <10 %; 0,5 – у разі присутності в раді директорів представників обох груп акціонерів, або у випадку присутності акціонерів однієї групи за умови займання ними посад у складі менеджменту компанії; 0,75 – у разі присутності в раді директорів представників обох груп акціонерів та займання ними посад у складі менеджменту компанії; 1 – за умови присутності в раді директорів окрім акціонерів незалежних директорів;

$\Delta Group$ – показник статусу компанії стосовно участі у фінансово промислових групах та приймає значення 1 у разі участі компаній у ФПГ та 0 у разі неафілійованого статусу компанії;

$\Delta Size$ – показник адаптації розміру компанії у поточному періоді стосовно базового, що визначається за натуральним логарифмом обсягу сукупних активів компанії.

Таблиця 2.10

Результати регресійного аналізу впливу адаптації компонентів фінансової архітектури суб'єктів господарювання на динаміку корпоративної ефективності

Показники	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	Нормалізовані коефіцієнти		
Множинний R	0,85	0,80	0,82	0,89	0,98	0,98	0,81			
R-квадрат	0,73	0,64	0,68	0,79	0,97	0,97	0,66			
Стандартна помилка	0,04	0,07	0,05	0,03	0,02	0,03	0,13			
Константа	0,00	0,08	0,06	-0,07	-0,09	-0,10	0,03	Перед-кризовий період	Період кризи	Пост-кризовий період
ΔFL	0,32	0,13	-0,03	-0,02	0,42	0,03	0,15	-0,03	0,23	0,20
ΔOS	0,00	0,00	-0,02	-0,27	0,00	0,00	0,06	-0,10	0,00	0,03
ΔCG	-0,23	-0,06	0,52	0,06	0,29	0,00	-0,34	0,29	0,14	-0,21
$\Delta Group$	0,00	0,13	0,00	0,07	0,19	0,09	0,05	0,03	0,14	0,06
$\Delta Size$	0,09	-0,04	0,02	0,23	0,39	0,04	0,06	0,11	0,22	0,04

Джерело: розраховано на основі [104].

Аналіз результатів розрахунків вказує на те, що вплив адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в розрізі її компонентів на динаміку ринкової вартості компаній, що оцінюється з позиції збільшення економічного прибутку, варіюється впродовж ділового циклу макросистеми. Водночас треба зауважити, що в окремі фази ділового циклу такий вплив визначається як істотний (підтверджуючи визначальну роль фінансової архітектури у формуванні стратегічної ефективності бізнесу) та обумовлює практичну доцільність та корисність розробки моделі оптимізації фінансової архітектури із врахуванням циклічних закономірностей:

1) адаптація структури фінансування (коригування левериджу в бік цільових значень) завдає істотного позитивного впливу з початком економічної кризи у 2013 р. (0,42) та роки рецесій (0,15; 0,32). В період поживлення ділової активності 2011–2012 рр. вплив відзначився зміною на незначний негативний (–0,03; –0,02), що підтверджує найвищу цінність від підтримання запасу боргового навантаження саме в умовах погіршення макроекономічної та ринкової кон'юнктури;

2) адаптація структури власності компаній, що в умовах слабого інституційного розвитку фінансових ринків та неналежного правового захисту міноритарних акціонерів знаходить відображення у підвищенні рівня концентрації власності, не демонструє впливу на збільшення вартості компаній на етапі економічної кризи. У посткризовий період (рецесія) такий вплив набуває позитивного але неістотного значення (до 0,06). Водночас треба зазначити, що у період економічного зростання відмічається негативний вплив від збільшення концентрації власності (до –0,27);

3) адаптація корпоративного управління за рахунок покращення якісного складу ради директорів з погляду максимального врахування інтересів різних агентських груп та зниження впливу можливих відповідних агентських конфліктів, демонструє істотно позитивний вплив на збільшення вартості бізнесу (0,29–0,55) виключно у стабільні періоди. У періоди кризи такий вплив змінюється на негативний, та набуває значень від –0,21 до –0,34. Зазначене вказує на доцільність вдосконалення корпоративного управління в періоди зростання, тоді як реформування ради директорів у періоди спаду не здатне відразу забезпечити позитивний результат, проявляючись виключно у додаткових корпоративних витратах;

4) участь суб'єктів господарювання у фінансово-промислових групах позитивно впливає на формування внутрішньої вартості бізнесу впродовж повного циклу. Водночас найістотніший такий вплив відзначився у період буму, коли рівень інвестиційних потреб бізнесу дістав максимуму, а компанії – члени ФПГ мали виключну можливість скористатися перевагами перерозподілу інвестиційного капіталу на власну користь в межах групи;

5) адаптація розміру компаній з позиції збільшення сукупних активів завдає найістотнішого позитивного впливу на корпоративну ефективність у передкризові та кризові роки, що доводить здатність крупніших компаній довше зберігати високі фінансові показники із погіршенням економічної ситуації.

Отже, характеристика домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання дала можливість отримати результати, за якими представляється можливим оцінювати час, що затрачають компанії на адаптацію фінансової архітектури, розмір витрат пов'язаних із нею а також ефективність адаптації з погляду реалізації корпоративної стратегії та збільшення чистого економічного прибутку. З'ясовано, що в Україні впродовж останнього ділового циклу (2008–2015 рр.) спостерігалось три «хвилі» прискорення адаптаційних змін на рівні фінансової архітектури компаній. Так, у 2010 р. швидкість адаптації фінансової архітектури оцінюється у 23 %, що пов'язано із поновленням процесів перерозподілу прав власності, укладання угод злиття та поглинання крупними бізнес-групами компаній, що зустрілися із труднощами в період фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. і, як наслідок, – реструктуризацією джерел фінансування через збільшення акціонерного капіталу та погашення фінансових позик з найбільшим рівнем витрат на капітал. У 2012 р. швидкість адаптації фінансової архітектури компаній було оцінено на рівні 26 %, чому сприяли процеси з об'єднання та концентрації бізнесу, як форми корпоративної реструктуризації та інструменту розвитку бізнесу, які стали масовішими на фоні зростання інвестиційної потреби в період економічного буму з одного боку, та наявності вільного інвестиційного капіталу, який крупні корпорації та групи компаній готові вкладати в довгострокові проекти – з іншого. Прискоренню архітектурних змін сприяло також збільшення сукупних обсягів активів компаній, шляхом придбання майнових комплексів та розширення виробництва. У структурі фінансування знову відбувається нарощення обсягів позикових ресурсів, вартість яких знижується в умовах макроекономічного зростання. У 2014 р. розрахований показник швидкості адаптації фінансової архітектури склав 19 % – здебільшого через коригування структури фінансування у період кризи як за рахунок дооцінки фондів власного капіталу, так і за рахунок подальшого збільшення обсягів сукупних зобов'язань.

Окрім того, з'ясовано, що протягом досліджуваного періоду найвисоковартіснішою (з погляду понесених компанією чистих витрат) є адаптація фінансової архітектури в кризові роки (витрати на адаптацію складають 15–18 % від балансової вартості активів компанії), тоді як у періоди зростання та економічного буму, витрати від адаптації фінансової архітектури компенсуються сукупним позитивним ефектом, унаслідок чого чиста економія на витратах складає в середньому 34 %. Заслуговує уваги також оцінка ефективності адаптації фінансової архітектури компаній, за якої було виявлено різноспрямований вплив адаптації окремих компонентів фінансової архітектури на показник приросту економічного прибутку, який виступає індикатором ринкової вартості бізнесу. За результатами характеристики домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури, а також аналізу впливу факторів ділового циклу на політику фінансування вітчизняних компаній та їх інвестиційну динаміку представляється доцільною розробка моделі оптимальної адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі її синхронізації з економічним циклом, яку можна було б рекомендувати в контексті підвищення корпоративної ефективності та ринкової вартості бізнесу.

РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТНІ НАПРЯМИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ АДАПТАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОСТІ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ

3.1. Оптимізація елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання, що спрямована на розширення їх доступу до капіталу в умовах циклічного розвитку економіки

Здатність залучати додаткове фінансування, особливо в періоди спаду, є специфічною для кожного суб'єкта господарювання та визначається рівнем його фінансових обмежень. Так, за результатами емпіричних досліджень [124; 152; 175], а також під час аналізу п. 2.2 було з'ясовано, що в Україні найменш фінансово обмеженими є великі компанії з помірним рівнем сукупного боргового навантаження (до 40–45 %), які мають вихід на фінансові ринки та / або входять до фінансово-промислових груп, впроваджуючи ефективне корпоративне управління. Незважаючи на проциклічність операційної діяльності, переважно такі суб'єкти господарювання в періоди економічного спаду демонструють можливість фінансувати інвестиційні проекти, націлені на перспективу, а, отже, реалізувати бізнес-стратегію, відмінну від традиційної політики скорочення. Політика таких компаній «орієнтована на бізнес-цикл», що означає усвідомлення динаміки бізнес-циклу як потенційного джерела конкурентної переваги, а також можливості отримання стійких доходів у майбутньому [63].

Найменш обмежені компанії, що могли фінансувати інвестиції в кризові роки, за рахунок зовнішніх ресурсів знижували фінансовий леверидж у докризовому періоді (2012 р.) в середньому на 8 в. п. шляхом скорочення позикового капіталу та нарощення акціонерного (рис. 3.1). У результаті такі компанії відчували менш гостре зниження інвестицій з настанням кризи ніж в середньому за реальним сектором економіки України (7 % проти 25 %). Закономірно, що для таких компаній упродовж усього циклу був характерний менший за середній рівень концентрації власності, що вказує на їхню можливість виходу на ринки капіталу (44–63 % проти 61–68 %). Водночас збільшення концентрації власності відповідає тенденції входження суб'єктів господарювання до бізнес-груп.

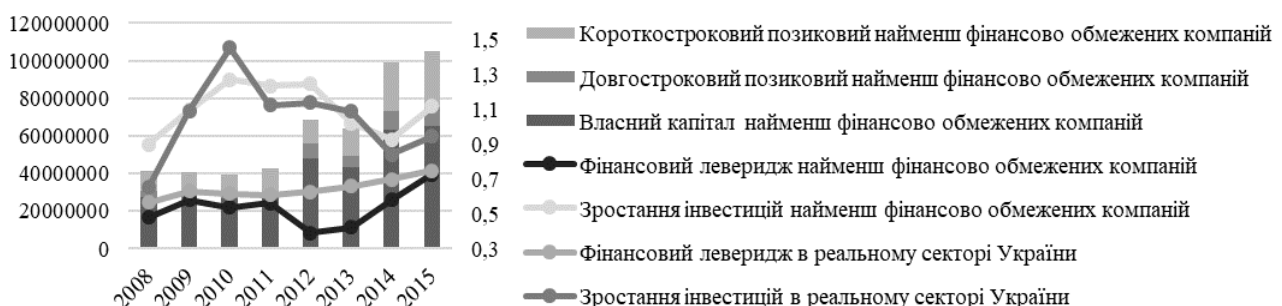


Рис. 3.1. Динаміка структури капіталу, фінансового левериджу та зростання інвестицій найменш фінансово обмежених суб'єктів господарювання у 2008–2015 рр.

Джерело: складено на основі [28; 50; 104].

Ця специфічність реалізації фінансово-інвестиційної діяльності висуває на пріоритетний план необхідність розробки такої моделі оптимізації елементів фінансової архітектури на кожній стадії економічного циклу, яка дасть змогу забезпечити її ефективну адаптацію в умовах перманентної циклічності з погляду зниження вартості фінансового капіталу, а, отже, і нарощення ринкової вартості суб'єктів господарювання.

В цьому контексті набуває практичної цінності методологія формування фінансової гнучкості суб'єктів господарювання як необхідної (але не єдиної) умови забезпечення ефективної адаптації до циклічних умов. Забезпечення фінансової гнучкості є циклічним процесом і передбачає синтез індивідуальної політики фінансування компанії із циклом макроекономічного та фінансового відтворення [30]. З погляду фінансової архітектури такий підхід описує динаміку управління структурою фінансування на різних стадіях циклу з метою зниження фінансових обмежень та охоплює адаптацію лише центрального елементу фінансової архітектури. Отже, цей підхід може слугувати базисом побудови моделі оптимізації фінансової архітектури в умовах циклічного розвитку економіки, проте потребує розширення до повного охоплення цілісності фінансової архітектури.

Рекомендації з оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах економічних циклів сформульовані та обґрунтовані на підставі:

- оцінки особливостей впливу циклічного розвитку економіки на фінансову архітектуру суб'єктів господарювання в Україні [76];
- аналізу динаміки формування фінансової архітектури суб'єктами господарювання впродовж циклу, зокрема виявлення ознак адаптації найменш фінансово обмежених із них [74];
- отриманих раніше результатів оцінки джерел формування фінансової гнучкості суб'єктів господарювання [54; 59; 61; 63; 114; 132];
- отриманих результатів аналізу домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позицій швидкості, вартості та ефективності [75].

Отже, оптимізація фінансової архітектури суб'єктів господарювання щодо стадій економічного циклу є також циклічним процесом та передбачає виділення стадій, на кожній з яких вирішуються такі завдання: на етапі кризи – недопущення шоків ліквідності (відновлення фінансування), на етапі рецесії – реструктуризація фінансування, на етапі зростання – його розширення [63]. Під час економічного спаду оптимізація передбачає скорочення фінансування з джерел, що не задовольняють потреби за критерієм вартості або ефективності використання, а під час зростання – залучення додаткового фінансування з метою задоволення інвестиційних потреб. Водночас, зважаючи на цінність випереджальної (проактивної) реакції на зовнішні шоки, має значення зміщення циклу оптимізації фінансової архітектури на період буму, як такий, що завдає початок кризи через акселеративний ефект кредитного стиснення (рис. 3.2).

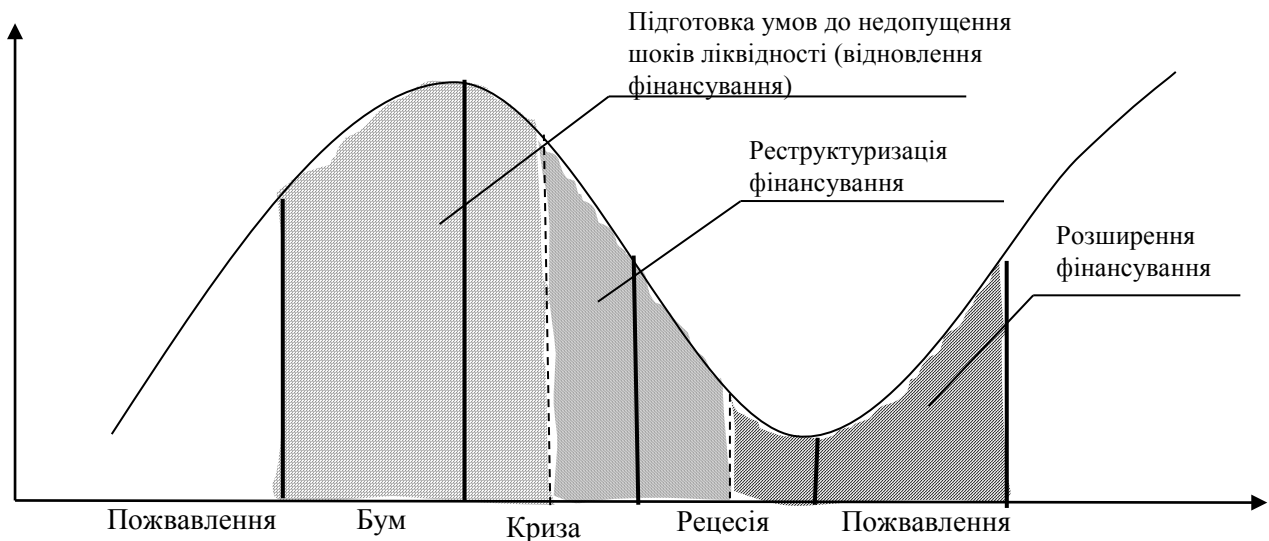


Рис. 3.2. Поєднання ділового циклу та циклу оптимізації фінансової архітектури

Також вирішення вищезазначених задач видається можливим у разі використання набору інструментів, специфічного для кожної стадії оптимізації фінансової архітектури щодо ділового циклу (табл. 3.1). Такі інструменти є взаємодоповнюючі, оскільки стосуються усіх елементів фінансової архітектури, які консолідовано впливають на рівень фінансових обмежень суб'єктів господарювання:

1) недопущення шоків ліквідності (бум → початок кризи) досягається поступовим зниженням боргового навантаження за рахунок: а) погашення наявних кредитів (перш за все таких, що не задовольняють за вартістю); б) нарощення величини нерозподіленого прибутку та створення грошових резервів. На цьому етапі важливим є недопущення відтоку акціонерного капіталу та конфліктів, пов'язаних з його перерозподілом, отже, надається перевага збереженню наявної структури акціонерної власності. З цією метою має бути забезпечене посилення захисту прав усіх агентських груп на рівні корпоративного управління, отже, пріоритетним є збереження наявного складу наглядової ради. У структурі активів суб'єктів господарювання набуває доцільності підтримання частки активів, що не перебувають у заставі, з метою використання можливості їх реалізації у разі нестачі ліквідності. Водночас, зважаючи на позитивний вплив від збільшення сукупних активів на вартість суб'єктів господарювання, останні мають орієнтуватися на недопущення суттєвого скорочення розміру активів упродовж циклу;

2) реструктуризація фінансування (криза → початок рецесії) досягається за рахунок зниження боргового навантаження шляхом дострокового погашення кредитів (насамперед таких, що не задовольняють за вартістю). До того ж, на цьому етапі є найбільш доцільним реалізація конвертованих облігацій за їх наявністю, як джерела додаткової фінансової стійкості. У разі виникнення конфлікту між мажоритарними та міноритарними акціонерами через зростання вартості власного капіталу (премії за ризик) допускається викуп або анулювання

акцій власної емісії, через що концентрація власності може зростати. Відповідно до вибуття груп учасників корпоративних відносин допускається скорочення складу наглядової ради. Скорочення обсягів операційної діяльності на цьому етапі сприяє скороченню неефективного виробництва та оновленню технології та основних фондів;

3) розширення фінансування (реcesія → початок поживавлення) реалізується за рахунок: а) використання запасу боргового навантаження шляхом відкриття кредитних ліній (якщо очікується зниження відсоткових ставок) та залучення довгострокових позик (якщо очікується підвищення відсоткових ставок); б) залучення зовнішнього власного капіталу шляхом емісії акцій та/або залучення прямих інвестицій, зокрема й іноземних. В умовах зростання грошових потоків з метою запобігання опортуністичної поведінки менеджменту на цьому етапі найбільш доцільним стає продаж компенсаційних пакетів управлінням суб'єктів господарювання. Отже, відбувається розширення кола інвесторів, зменшення концентрації власності та ступеня контролю домінуючого акціонера. Відповідно до цього стає необхідним підвищення збалансованості наглядової ради за рахунок залучення представників усіх сформованих груп акціонерів, а також незалежних директорів. Стає можливим збільшення розміру бізнесу за рахунок реалізації інвестицій у необоротні активи. До того ж, розширення доступу на всі фінансові ринки та зростання інвестиційного попиту на цьому етапі сприяє можливостям суб'єктів господарювання входження до фінансово-промислових груп, що є додатковим фактором зниження обмежень фінансування у майбутньому.

Таблиця 3.1

**Оптимізація елементів фінансової архітектури суб'єктів
господарювання відповідно до стадій економічного циклу
за умови розширення їх доступу до капіталу**

Стадія циклу	Бум	Криза	Рецесія (депресія)	Поживавлення
Динаміка фінансових обмежень	Зростання цін на фінансові ресурси; наростання конфлікту між акціонерами і менеджерами в результаті опортуністичної поведінки останніх в умовах значних вільних грошових потоків, зростання інформаційної асиметрії, і як	Застосування банками кількісних і якісних обмежень у кредитуванні шляхом збільшення ставок на кредити та зниження їхньої пропозиції. Загострення агентських конфліктів між усіма групами стейкхолдерів, зниження кредито-	Зниження вартості фінансування, збільшення обсягу вільного грошового потоку. Поступове зниження боргового навантаження суб'єктів господарювання, перерозподіл власності, що призводить до	Розширення доступу до всіх фінансових ринків; зниження обмежень банками, поступове підвищення процентних ставок. Зниження агентського конфлікту (між акціонерами та менеджерами, мажоритаріями та міноритаріями,

	результат – зниження достовірності оцінки інвестиційних проектів, зростання трансакційних витрат	спроможності та ліквідності суб'єктів господарювання, відсутність доступу до фінансових ринків	зниження агентських конфліктів	кредиторами та позичальниками), зниження інформаційної асиметрії та трансакційних витрат
Задачі оптимізації фінансової архітектури	Підготовка умов до недопущення шоків ліквідності (відновлення фінансування)		Реструктуризація фінансування	Розширення фінансування
	Контрциклічне скорочення фінансування з джерела, що не задовольняє суб'єкт господарювання за критерієм вартості або ефективності використання			Проциклічне залучення додаткового фінансування у разі недостатньої ліквідності або появи інвестиційної потреби
Структура фінансування	Поступове зниження боргового навантаження за рахунок:		Зниження боргового навантаження за рахунок:	
	погашення довгострокових, короткострокових кредитів, кредиторської заборгованості	нарощення величини нерозподіленого прибутку (зниження виплат власникам), збільшення резервного капіталу	дострокового погашення кредитів, кредиторської заборгованості	реалізації конвертованих облігацій
	Створення грошових резервів, у т. ч. за рахунок рефінансування дебіторської заборгованості		Викуп або анулювання акцій власної емісії	
Структура власності	Збереження сформованої структури власності, недопущення відтоку власного капіталу		Допустиме підвищення концентрації власності у разі загострення агентського конфлікту через зростання премії за ризик	
Корпоративне управління	Підтримання сформованого складу наглядової ради, посилення захисту прав усіх груп учасників з метою попередження агентських конфліктів		Скорочення складу наглядової ради відповідно до вибуття груп учасників	
			Зниження концентрації власності шляхом розширення кола інвесторів та зменшення частки мажоритарного акціонера (у т. ч держави); залучення іноземних інвесторів; продаж пакетів акцій менеджменту	
			Підвищення збалансованості наглядової ради за рахунок: залучення представників усіх сформованих груп акціонерів, залучення незалежних директорів	

Форма організації та ведення бізнесу	Підтримання сформованого розміру активів та частки таких, що не перебувають у заставі; допустиме зменшення розміру активів за рахунок продажу ліквідних необоротних активів	Скорочення неефективного виробництва й одночасне оновлення технології та виробництва (основних фондів)	Набуття публічного статусу (ПАТ) для непублічних форм суб'єктів господарювання та / або набуття участі у фінансово-промислових групах; збільшення розміру бізнесу за рахунок реалізації інвестицій у необоротні активи
--------------------------------------	---	--	--

Отже, практична реалізація запропонованої моделі оптимізації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки передбачає таку послідовність дій:

- визначення типу фінансової архітектури суб'єкта господарювання та з'ясування характерних йому фінансових диспропорцій;
- аналіз динаміки фінансового стану суб'єкта господарювання, його фінансових результатів, а також рівня обмежень у фінансуванні інвестиційної діяльності з урахуванням вартості власних та позикових фінансових ресурсів;
- оцінка джерел та інструментів оптимізації фінансової архітектури на кожній стадії циклу;
- забезпечення виконання цільової функції оптимізації фінансової архітектури на кожній стадії циклу:

$$\begin{cases} \Delta V = F(\Delta FL; \Delta OS; \Delta CG; \Delta Form); \\ \Delta V \rightarrow \max; \\ \Delta V \geq 0; \end{cases} \quad (3.1)$$

де ΔV – приріст вартості суб'єкта господарювання, що оцінюється за показником економічної доданої вартості (EVA) в результаті оптимізації фінансової архітектури відносно ділового макроекономічного циклу, має набувати позитивного максимального значення;

ΔFL – зміна фінансового левериджу суб'єкта господарювання в результаті оптимізації структури фінансування;

ΔOS – зміна структури власності суб'єкта господарювання;

ΔCG – зміна рівня корпоративного управління суб'єкта господарювання;

$\Delta Form$ – зміна в результаті оптимізації форми організації і ведення бізнесу, що включає зміну розміру суб'єкта господарювання, статус щодо відношення до ФПП, організаційно-правову форму суб'єкта господарювання.

Варто зазначити, що модель оптимізації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки апробована на базі ПАТ «Донбасенерго» [92], що є однією з 6 енергетичних компаній України, які видобувають та постачають теплову електроенергію. Компанія володіє 10,4 % потужності теплової генерації в Україні та займає частку в сукупному обсязі виробництва електроенергії на рівні 4 %. Окрім генерації електроенергії компа-

нія спеціалізується на ремонті та налагодженні тепломеханічного електричного обладнання, виготовленні запасних частин та проектно-дослідницьких роботах. Компанія має у своєму складі дві теплові електростанції, а також п'ять ремонтних та сервісних підприємств.

Згідно з даними документа «Енергетична стратегія України на період до 2030 р.», перед вітчизняним паливно-енергетичним комплексом реального сектору економіки стоїть ряд стратегічних задач та викликів, серед яких:

- повне забезпечення зростаючого попиту на електроенергію за рахунок термінової модернізації ТЕС та введення нових генеруючих потужностей;
- істотне скорочення державних витрат за умови припинення субсидування галузей з одночасним підвищенням ефективності роботи підприємств ПЕК;
- впровадження комплексних програм підвищення енергоефективності для зниження питомого споживання енергоресурсів в економіці на 30–35 % до 2030 р., що має істотно зменшити навантаження на економіку, підвищити енергетичну незалежність держави та конкурентоспроможність її ВВП.

За розрахунками НЕК «Укренерго», стратегічний розвиток сучасного ПЕК потребує необхідного залучення інвестицій у розмірі 200 млрд дол. США. Отже, пріоритетним завданням кожної окремої компанії постає розширення доступу до усіх фінансових ринків та зниження наявних обмежень у залученні адекватного за вартістю та обсягами фінансування інвестиційної діяльності впродовж усього періоду.

Розгляд фінансової архітектури ПАТ «Донбасенерго» дав змогу виявити такі її особливості:

1) компанія функціонує з гранично високим левериджем – 0,91 за оцінкою відношення сукупних зобов'язань до валюти балансу. Хоча треба зазначити, що у структурі позикового капіталу найбільшу питому вагу мають короткострокові джерела (83,4 %), що істотно збільшує боргове навантаження та свідчить про незадовільне використання довгострокових інструментів фінансування;

2) структура власності суб'єкта господарювання є висококонцентрованою, проте з 2013 р. – диверсифікованою: вона представлена мажоритарним акціонером в особі ПрАТ «Енергоінвест Холдинг» – 60,86 %, державою в особі Фонду державного майна України – 25 %, а також держателями акцій free float, серед яких юридичні особи (10,17 %) та фізичні особи (3,97 %). Треба зазначити, що серед останніх 0,03 % належить співробітникам суб'єкта господарювання. До початку 2013 р., коли було реалізовано тендер на приватизацію контрольного пакету акцій, 85 % акцій ПАТ «Донбасенерго» належало Державі;

3) структура корпоративного управління ПАТ «Донбасенерго» така: загальні збори акціонерів (кількість скликань за рік – 2), яким підпорядковується Наглядова рада (5 членів, з яких 1 – представник мажоритарного акціонера – юридичної особи, 1 – представник Фонду державного майна України, 1 – фізична особа – міноритарний акціонер, а також 2 незалежних директори) та Ревізійна комісія (3 члени, з яких 1 – представник Фонду державного майна України). Останнім підпорядковується виконавчий орган – Правління, що включає сім виконавчих директорів. Така розширена структура корпоративного управління

була сформована в результаті зміни структури власності корпорації у 2013 р. та надає підстави визначати її як ефективно сформовану та збалансовану;

4) форма організації і ведення бізнесу така: суб'єкт господарювання є публічним акціонерним товариством, статутний капітал поділено на 23644301 акцій номінальною вартістю 10 грн кожна. Компанія входить до холдингу ПрАТ «Енергоінвест Холдинг», у структурі якого також функціонують три компанії оптової та роздрібною торгівлі. Комерційного банку у структурі холдингу немає. Балансовий розмір активів суб'єкта господарювання складає 5 250 355 тис. грн, що відповідно до використаної кластеризації дає можливість віднести його до категорії крупних. До того ж, ПАТ «Донбасенерго» увійшло до рейтингу 200 найбільших компаній України у 2016 р. за показником валового доходу, отримавши 642 млн грн та посівши 99 місце [48].

Усе вищевикладене дає можливість зробити висновок, що ПАТ «Донбасенерго» має всі ознаки корпорації як форми ведення бізнесу та характеризується домінуючим у корпоративному секторі типом фінансової архітектури. Характерними диспропорціями такого типу є високий рівень накопиченого боргового навантаження, а також сформована висококонцентрована структура власності. Водночас позитивними характеристиками є можливість доступу до фінансових ринків (2 рівень лістингу на ПАТ «Українська біржа») [92], участь у холдинговій групі та збалансована структура корпоративного управління. Представництво держави у структурі власності, з одного боку, обмежує підприємницькі можливості доступу до фінансування, особливо в умовах, що потребують швидкого реагування, а з іншого – надає більші можливості контролю дій менеджерів, а, отже, і структури витрат підприємства стратегічно важливої галузі вітчизняної економіки.

Горизонтальний аналіз фінансових результатів ПАТ «Донбасенерго» за 2012–2016 рр. дає можливість встановити, що динаміка розвитку та функціонування суб'єкта господарювання впродовж економічного циклу є нестійкою, про що свідчать високі щорічні відхилення за такими показниками фінансових результатів: прибуток від операційної діяльності, фінансовий результат до оподаткування та чистий фінансовий результат (Додаток 3, табл. 3.1–3.2). Водночас треба зазначити, що динаміка валового прибутку суб'єкта господарювання впродовж усього періоду характеризувалася позитивними темпами зростання: зниження обсягів реалізації у 2014 р. та 2016 р. на 14 % та 25 % відповідно компенсувалося зниженням собівартості реалізованої продукції за рахунок скорочення витрат на 1 грн реалізованої продукції з 0,72 у 2014 р. до 0,59 – у 2016 р.

Заразом у 2014 р. відбулося істотне зростання інших витрат суб'єкта господарювання – на 799 277 тис. грн, пов'язаних із втратою та списанням пошкоджених у результаті воєнних дій на Донеччині необоротних активів. Це спричинило зниження прибутку від звичайної діяльності до оподаткування на 75 % та чистого прибутку на 81 %. У 2015 р. відбулося зростання інших операційних витрат у 2,3 рази внаслідок збільшення суми сумнівної дебіторської заборгованості від крупних покупців. Разом з ізростанням адміністративних витрат (на 15 %) та витрат на збут (на 44 %) це вплинуло на зниження результату та отримання

товариством чистого збитку у розмірі 190224 тис. грн. У 2016 р. розмір чистого збитку ПАТ «Донбасенерго» скоротився у 4 рази, чому сприяло зростання валового прибутку на 20 %, зростання інших операційних доходів у 4,7 рази, а також інших фінансових доходів у 2,16 раза.

У результаті аналізу структури джерел фінансування ПАТ «Донбасенерго» відзначається переважання позикових ресурсів над власними впродовж усього періоду, а також збільшення їхньої частки з настанням кризи (табл. 3.2). Так, у 2014 р. сукупний рівень боргового навантаження складав 65 %, у 2015 – 81 %, у 2016 – 91 %. За такої умови в структурі позикового капіталу істотно переважають короткострокові ресурси, а саме – поточна кредиторська заборгованість, яка складає 73 %, 64 % та 71 % відповідно за 2014, 2015 та 2016 рр. Це вказує на низьку фінансову стійкість товариства, зростання залежності від кредиторів та звуження доступу до довгострокових фінансових ресурсів економічного зростання – кредитна частка у структурі фінансування складала 18 %, 13 % та 15 % за три роки відповідно.

Зниження фінансової стійкості суб'єкта господарювання з настанням кризи в економіці посилюється і зниженням питомої ваги грошових резервів у структурі оборотних активів з 26 % у 2014 р. до 5 % у 2015 р., однак у 2016 р. частку грошових резервів вдалося відновити до рівня 33 %. Ще одним негативним наслідком кризи у розвитку ПАТ «Донбасенерго» стало збільшення у 5,6 рази дебіторської заборгованості від ключових компаній – покупців електроенергії у 2015 р., що свідчить про зниження ліквідності та кредитоспроможності. У 2016 р. обсяг дебіторської заборгованості вдалося зменшити на 57 % шляхом часткового рефінансування.

Таблиця 3.2

Оцінка показників фінансового стану та фінансових результатів ПАТ «Донбасенерго» у 2012–2016 рр.

Показники	2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.		2016 р.	
	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн.	темп росту
Власний капітал, у т. ч.:	658338	–	1213106	1,84	1270165	1,05	1026760	0,81	475711	0,46
- зареєстрований капітал	236443	–	236443	1,00	236443	1,00	236443	1,00	236443	1,00
- додатковий капітал	0	–	20134	0,00	366342	18,20	431933	1,18	431933	1,00
- резервний капітал	2085	–	3634	1,74	30210	8,31	35256	1,17	35256	1,00
- нерозподілений прибуток	419810	–	953821	2,27	637170	0,67	323128	0,51	–227921	–0,71

Показники	2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.		2016 р.	
	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту
Позиковий капітал, у т. ч.:	2263785	—	2757645	1,22	2359752	0,86	4519013	1,92	4774644	1,06
- довгостроковий позиковий капітал, у т. ч.:	440010	—	545187	1,24	325418	0,60	698049	2,15	790379	1,13
- довгострокові кредити банків	146386	—	263170	1,80	169003	0,64	233291	1,38	67077	0,29
- короткостроковий позиковий капітал, у т. ч.:	1823775	—	2212458	1,21	2034334	0,92	3820964	1,88	3984265	1,04
- поточні кредити банків	312693	—	411776	1,32	326304	0,79	0	0,00	0	0,00
- кредиторська заборгованість	1367719	—	1771863	1,30	1719058	0,97	2876079	1,67	3378637	1,17
Необоротні активи, у т. ч.:	1761832	—	2778515	1,58	2825337	1,02	3194131	1,13	3395316	1,17
- основні фонди	1060382	—	1404634	1,32	1735966	1,24	1577749	0,91	1548226	1,06
- довгострокові фінансові інвестиції	3631	—	4296	1,18	2696	0,63	2365	0,88	2348	0,98
Оборотні активи, у т. ч.:	1160291	—	1192236	1,03	804580	0,67	2351642	2,92	1855039	0,99
- запаси	738457	—	498391	0,67	296136	0,59	411229	1,39	402393	0,79
- дебіторська заборгованість	340015	—	475301	1,40	288740	0,61	1612886	5,59	692767	0,43
- гроші та їх еквіваленти	79938	—	202383	2,53	216543	1,07	137051	0,63	626737	0,94
Собівартість реалізованої продукції	4096531	—	4569197	1,16	3522882	0,77	3970428	1,13	2357259	0,59

Показники	2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.		2016 р.	
	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту
Чистий грошовий потік від операційної діяльності	321457	–	906469	2,82	1100554	1,21	491131	0,45	841781	1,71
Операційні витрати	4567080	–	5006659	1,10	4039322	0,81	5739278	1,42	5674314	0,99
Адміністративні витрати	113962	–	170123	1,49	171389	1,01	196718	1,15	236713	1,20
Концентрація пакетів акцій, %	85,77	–	60,77	0,71	60,77	1,00	60,86	1,00	60,86	1,00

Джерело: складено за даними [92].

Виробнича діяльність ПАТ «Донбасенерго» характеризується середньою фондоємністю, про що свідчить частка основних фондів у структурі активів компанії у 2016 р. на рівні 29,5 % (максимальна їх питома вага склала 47,8 % у 2014 р., після чого відбулася часткова реалізація зношених фондів). Хоча позитивна динаміка обсягів капітальних інвестицій та величини основних фондів упродовж усього періоду до настання кризи 2014 р. дають можливість зробити висновок щодо активної інвестиційної діяльності акціонерного товариства.

З інформації про забор'язання ПАТ «Донбасенерго» відомо, що до 2014 р. акціонерне товариство активно залучало як довгострокові кредитні ресурси так і короткострокові (у формі кредитних ліній) в АТ «Ощадбанк», що спрямовувалися як на поповнення оборотних активів (паливо та інші виробничі потреби), так і на фінансування інвестиційних проектів («СбТЕС, реконструкція бл. 12», «Слов'янська ТЕС, реконструкція бл. 6» тощо). Заразом із табл. 3.3 зрозуміло, що з настанням кризи 2014 р. суб'єкт господарювання активно не залучав кредитні ресурси від банків, а був сконцентрований на погашенні попередньої заборгованості. Також з офіційної інформації про компанію відомо, що на початку 2015 р. ПАТ «Донбасенерго» було отримано внутрішній кредит від контролюючої групи ПАТ «Енергоінвест Холдинг» строком на 4 роки у розмірі 272767 тис. грн на пільгових умовах під 7,1 % річних. На початку 2016 р. – відбулося додаткове кредитування на суму 143 592 тис. грн під 4,2 % строком на 4 роки. Цільове призначення внутрішнього групового кредитування – реконструкція пошкоджених у 2014 р. потужностей Слов'янської ТЕС та відновлення докризового рівня енергопостачання (Додаток 3, табл. 3.3).

Як зазначалося у п. 2.2, на зниження фінансових обмежень суб'єктів господарювання вказує факт позитивного приросту чистих інвестицій (ЧІ) за рік за умови одночасного зниження чистого операційного грошового потоку (ЧОГП) (рис. 3.3). Зі статей форми № 3 фінансової звітності ПАТ «Донбасенерго» зрозуміло, що протягом 2013–2014 рр. обсяг чистого руху коштів від операційної

діяльності щорічно зростав, а чисті інвестиції відзначалися приростом. У 2015 р. компанія продемонструвала істотне збільшення обсягів інвестицій при одночасному істотному зниженні чистого операційного грошового потоку. Така закономірність вказує на те, що компанія мала можливість залучити необхідний обсяг позикового фінансування в період спаду ділової активності та скористувалася такою можливістю (за умови часткового зниження рівня більш дорогого боргу в попередній рік). Це дає підстави засвідчити зниження фінансових обмежень ПАТ «Донбасенерго» та ознаки ефективної адаптації фінансової архітектури в попередні роки з точки зору зменшення вартості фінансових ресурсів компанії.

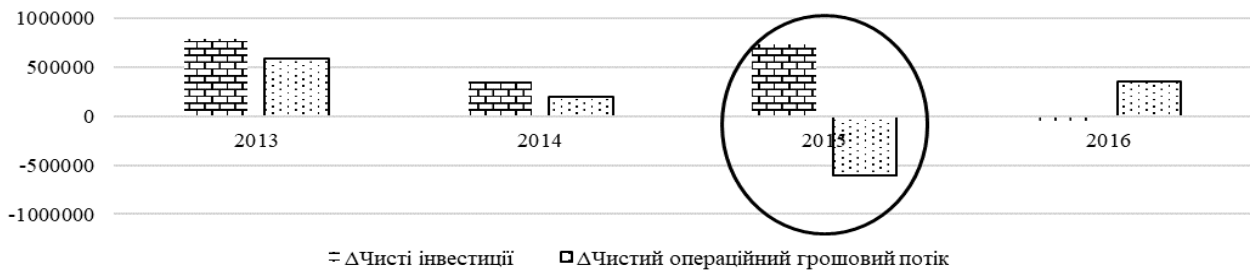


Рис. 3.3. Динаміка чистого операційного грошового потоку та чистих інвестицій ПАТ «Донбасенерго» у 2013–2016 рр.
Джерело: складено за даними [92].

Підтвердити висновки про ефективну адаптацію фінансової архітектури ПАТ «Донбасенерго» з погляду зменшення вартості кредитних ресурсів видається можливим шляхом порівняння середньозваженої ставки за кредитами, якими користувався суб'єкт господарювання протягом кожного року із середньоринковою вартістю кредитів за аналогічні періоди. Середня ставка за ринком банківських кредитів для нефінансових корпорацій у національній валюті у 2013 р. складала 16,2 %, у 2014 р. – 17 %, у 2015 р. – 21,4 %, у 2016 р. – 17,5 %. Середньозважена процентна ставка за кредитами ПАТ «Донбасенерго» становила:

$$\bar{i}_{2013} = \frac{\sum V_j i_j}{\sum V_j} = \frac{331776 \cdot 18 + 80000 \cdot 18,95 + 204458 \cdot 14 + 238432 \cdot 14,69 + 133015 \cdot 14}{987680,61} = 15,9, \quad (3.2)$$

де $\bar{i}$ – середньозважена ставка за кредитами ПАТ «Донбасенерго» у 2013 р.;

V_j – сума кредиту, отримана від j -го банку;

i_j – процентна ставка за окремим кредитом, виданим j -им банком.

$$\bar{i}_{2014} = \frac{326303,58 \cdot 18 + 143936,91 \cdot 14}{470240,49} = 16,7;$$

$$\bar{i}_{2015} = 7,1;$$

$$\bar{i}_{2016} = 4,9.$$

Отже, середня відсоткова ставка за кредитами, якими користувалося ПАТ «Донбасенерго» у 2013–2016 рр., була нижчою за середньоринкову, та із найбільшим гепом у роки рецесії в умовах отримання компанією від'ємного фінансового результату.

Беручи до уваги, що для ПАТ «Донбасенерго» характерним є як активне коригування фінансового левериджу (за рахунок зниження боргового навантаження), так і пасивне (за рахунок нарощення власного капіталу), доцільним є визначення цільового рівня цього показника, що базується на субоптимальній структурі капіталу компанії (табл. 3.4). Як зазначалося у п. 2.3, методологія визначення цільового рівня фінансового левериджу дає можливість компанії встановлювати певний орієнтир структури капіталу у кожному наступному періоді, враховуючи поточний стан структури капіталу, фінансовий результат від операційної діяльності та інвестиційну потребу суб'єктів господарювання.

Таблиця 3.4

**Розрахунок цільового фінансового левериджу
ПАТ «Донбасенерго» у 2013–2017 рр.**

Роки Показники	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р. (прогноз)
Market-to-book ($\frac{M}{B}$)	21,75/10= 2,18	27,8/10= 2,78	32,97/10= 3,3	15,66/10= 1,57	17,66/10= 1,77	—
ЕВІТ/Активи	177032/ 2922123= 0,06	774134/ 3970751= 0,19	1084354/ 3629917= 0,3	37543/ 5545773= 0,01	51290/ 5250355= 0,01	—
Логарифм активи (ln(A))	14,89	15,19	15,1	15,53	15,47	—
Необоротні активи / Активи ($\frac{PPE}{A}$)	1761832/ 2922123= 0,60	2778515/ 3970751= 0,70	2825337/ 3629917= 0,78	3194131/ 5545773= 0,58	3395316/ 5250355= 0,65	—
Cash Flow (ЧОГП)/Активи	321457/ 2922123= 0,11	906469/ 3970751= 0,23	1100554/ 3629917= 0,30	491131/ 554577= 0,09	841781/ 525035= 0,16	—
Чисті інвестиції/Активи	-451284/ 2922123= -0,15	-1242551/ 3970751= -0,31	-892494/ 3629917= -0,25	-159841/ 5545773= -0,03	-211908/ 5250355= -0,04	—
γ	0,91	-0,70	0,95	1,89	-1,64	—
β_1	0,00	-0,01	0,01	0,00	0,00	—
β_2	3,90	1,34	-16,49	0,65	-0,60	—
β_3	-0,00	0,62	-0,68	0,00	0,17	—
β_4	1,49	-1,62	-1,11	-2,18	-0,38	—
β_5	-1,04	2,95	-6,57	-2,22	-0,17	—
β_6	9,55	5,48	-7,38	4,01	-0,53	—
Леверидж фактичний ($L_{it} = \frac{debt}{A}$)	0,77	0,69	0,65	0,81	0,91	—
Леверидж цільовий (L^*)	—	0,75	0,67	0,53	0,61	0,67

Джерело: розраховано на основі [92; 104].

Отже, у 2013–2014 рр. (фаза економічного буму та початок кризи) відбувалося коригування фінансового левериджу ПАТ «Донбасенерго» до цільових значень. Таке коригування (активне та пасивне) здійснювалося за рахунок:

- збільшення акціонерного капіталу у 1,84 раза у 2013 р. (за рахунок збільшення обсягів нерозподіленого прибутку у 2,27 раза, а також резервного капіталу у 1,74 рази);

- збільшення акціонерного капіталу у 1,05 рази у 2014 р. (за рахунок збільшення додатково вкладеного мажоритарним акціонером капіталу у вигляді безоплатно одержаних основних фондів для відновлення потужностей Слов'янської ТЕС, а також відрахувань до резервного фонду на покриття непередбачуваних витрат в умовах недостатнього прибутку), а також зниження частки довгострокових банківських кредитів в структурі капіталу на 36 % та короткострокових – на 21 %.

Починаючи з 2015 р. фінансовий леверидж ПАТ «Донбасенерго» стрімко зростає, також щодо цільових значень. Чинниками зростання боргового навантаження на компанію стали:

- зниження нерозподіленого прибутку на 49 % та відповідне зменшення власного капіталу на 19 % у 2015 р. та зростання кредиторської заборгованості на 67 %;

- одержання непокритого збитку у 2016 р. та зменшення власного капіталу на 54 % при подальшому зростанні кредиторської заборгованості на 17 %.

Вищезазначені зміни на рівні фінансової архітектури ПАТ «Донбасенерго» знайшли відображення і на ринковій вартості суб'єкта господарювання, про що свідчить динаміка показника економічної доданої вартості (EVA) в абсолютному вимірі (рис. 3.4).

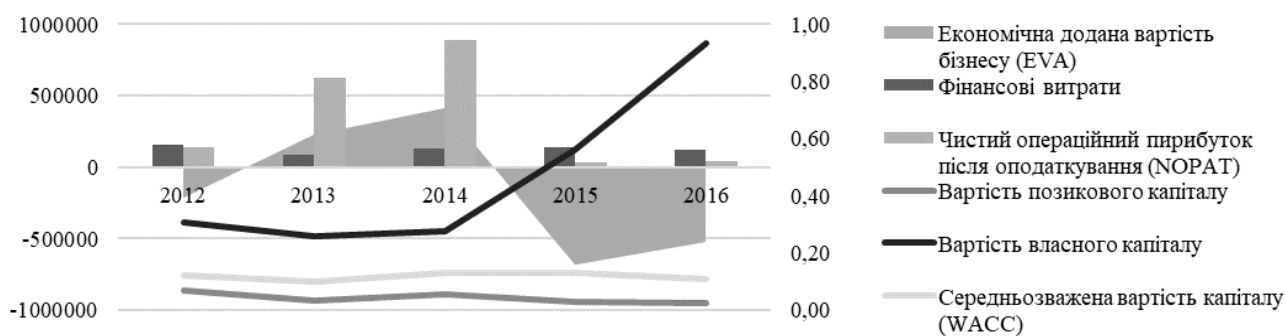


Рис. 3.4. Динаміка ринкової вартості ПАТ «Донбасенерго» та показників вартості його капіталу у 2012–2016 рр.

Джерело: складено на основі [92].

Отже, у 2013 р. після зміни мажоритарного акціонера в результаті входження до холдингової групи, зниження концентрації власності з відповідним удосконаленням системи корпоративного управління ПАТ «Донбасенерго» та оптимізації структури фінансування (табл. 3.2) відбулося зниження вартості як позикового (на 4 в. п.), так і власного капіталу (на 5 в. п.) компанії. Виходячи з даних балансу, зростання капіталізованих джерел фінансування у півтора раза у 2013 р.

свідчить про розширення доступу компанії до фінансових ресурсів внаслідок адаптації фінансової архітектури, що підвищило обсяги профінансованих капітальних інвестицій в 2,7 раза проти 2012 р. Тож, результатом збільшення власних фінансових джерел та зниження середньозважених витрат на капітал (WACC) компанії стало зростання оцінки вартості бізнесу ПАТ «Донбасенерго» в абсолютному вимірі вдвічі (на 444,1 млн грн). Це послужило сильним сигналом про збільшення інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання, про що також свідчить зростання ринкового курсу його акцій на 28 %.

Позитивна динаміка ринкової вартості ПАТ «Донбасенерго» зберігалася і в 2014 р. – приріст ринкової вартості склав 183,9 млн грн із зростанням ринкового курсу акцій ще на 19 %. Фінансово-економічна криза та початок рецесії 2015 р. на фоні продовження терміну надзвичайного положення в Донецькому регіоні виявили неможливість подальшого підтримання задовільного фінансового стану компанії. Негативними чинниками виявилось, по-перше, втрата частини виробничих активів, по-друге, накопичення істотного боргового навантаження в частині кредиторської заборгованості та, по-третє, зниження ліквідності та платоспроможності суб'єкта господарювання внаслідок накопичення дебіторської заборгованості. Такі негативні тенденції створили внутрішні обмеження доступу до додаткового капіталу та призвели до його стрімкого удорожчання, що продовжує характеризувати діяльність ПАТ «Донбасенерго» і на поточний момент.

Вихід економіки України із рецесії після 2017 р. та відтворення зростання особливо актуалізує зниження накопичених фінансових диспропорцій ПАТ «Донбасенерго». Це потребує впровадження комплексних рішень не тільки щодо відновлення фінансового стану, доступу до ресурсів, але й подальшого зростання ринкової вартості компанії. Звідси набуває практичної доцільності апробація моделі оптимізації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки на ПАТ «Донбасенерго» та впровадження її рекомендацій на стадіях «рецесія–пожвавлення», що мають на меті розширення фінансових можливостей компанії. Тож, з матриці критеріїв та завдань моделі було обрано та запропоновано такі:

- рефінансування дебіторської заборгованості на 80 % або 692 767 тис. грн з метою збільшення грошових резервів, відновлення ліквідності та платоспроможності суб'єкта господарювання. Враховуючи максимальну корисність такого інструменту, договір факторингу пропонується скласти на термін 120 днів, під середню за ринком ставку 21 % річних та із середнім за ринком розміром комісії факторингової компанії 7 %;

- продаж у лізинг частини електромеханічного обладнання залишковою вартістю 553 380 тис. грн, що знаходиться в енергоблоці № 8 Старобешівської ТЕС, який виведений з експлуатації у березні 2015 р.;

- погашення частини кредиторської заборгованості із закінченим терміном позовної давності від одного з ключових постачальників кабельної продукції для виробництва – ТОВ «Слав АБЗ» на суму 1 030 535 тис. грн. Розмір щоквартальної пені за заборгованістю складає 6 %, або 24 % річних;

– відкриття невідновлюваної кредитної лінії в АТ «Ощадбанк» в умовах спільної кредитної програми з Європейським інвестиційним банком на суму 1 000 000 грн. Така програма передбачає пільгові умови кредитування на виконання капітальних витрат суб'єктів корпоративного сектору України за зниженою ставкою ($21\% - 1,25\% = 19,75\%$ річних), встановлену на 31.12.2017 р. Комісія за відкриття кредитної лінії згідно з умовами банку – відсутня. Сплата відсотків передбачається щомісяця, сплата тіла кредита – раз на квартал, ануїтетом. Цільове призначення кредитування ПАТ «Донбасенерго» – фінансування пріоритетного інвестиційного проекту «Модернізація енергоблоку № 7 Слав'янської ТЕС», сукупною проектною вартістю 1908,4 млн. грн. Виходячи з граничних термінів реалізації проекту, доцільним строком банківського кредитування є 3 роки;

– продаж на пільгових умовах 0,7 % акцій вищому керівництву товариства, що узгоджується із планом розміщення акцій, які належать державі, затвердженим у 2012 р. у процесі підготовки до зміни мажоритарного власника. Згідно з таким планом 1 % акцій має бути продано співробітникам товариства (на 2017 р. – продано 0,3 %), а 5 % – на фондовій біржі та 9 % – на конкурсі. Як зазначалося, така ініціатива націлена на зниження ймовірності агентського конфлікту в майбутньому, підвищення узгодженості акціонерів та менеджменту в прийнятті управлінських рішень та недопущенні втрачання ринкової вартості бізнесу.

Отже, сума рефінансованої у такий спосіб дебіторської заборгованості буде складати: $0,8 * 692767 = 554213,6$ (тис. грн). Витрати укладення договору факторингу при цьому складуть:

$$(554213,6 * 0,07) + \left(\frac{554213,6 * 21 * 120}{100 * 365} \right) = 38794,9 + 38263,5 = 77058,4 \text{ (тис. грн).}$$

Залишкова вартість обладнання (балансова вартість 855 000 тис. грн, допустимий строк корисного використання – 12 років), що 2 з 5 років фактичної експлуатації товариством знаходиться у стані простою, не задіяне у виробництві та належить продажу, буде розраховано шляхом обліку амортизаційних відрахувань за методом зменшення залишкової вартості, що прийнятий товариством:

$$855000 - \sum_{i=1}^5 A = 85000 - 71,25 - 65,31 - 59,87 - 54,88 - 50,31 = 553\,380 \text{ тис. грн.}$$

У результаті часткового погашення кредиторської заборгованості за товари та послуги ключовим постачальником сума кредиторської заборгованості буде зменшена з 3 378 637 тис. грн до 2 348 102 тис. грн, що відповідає її докризовому рівню. Крім того, в результаті погашення заборгованості за товарним кредитом буде зменшено обсяг інших операційних витрат за рік на суму: $1030535 * 0,24 = 247\,328,4$ тис. грн, та відповідне збільшення чистого прибутку від операційної діяльності.

Цільове залучення банківського кредиту у розмірі 1 000 000 тис. грн. дасть можливість профінансувати першу та другу черги інвестиційного проекту «Модернізація енергоблоку № 7 Слав'янської ТЕС», у результаті чого, за підрахунками фахівців товариства, відбудеться збільшення відпуску електроенергії

на 22,6 %, зниження питомої витрати палива на 12,5 % та буде продовжено термін служби обладнання енергоблоку на 15 років, а витрати на 1 грн реалізованої продукції скоротяться з 0,59 коп. до 0,515 коп. Водночас відбудеться збільшення фінансових витрат компанії за рік з 122 326 тис. грн до 319 826 грн.

Отже, впровадження рекомендацій націлено на подолання диспропорцій фінансово-господарської діяльності ПАТ «Донбасенерго», а саме: зниження дебіторської (на 80 %) та кредиторської заборгованості (на 30,5 %), скорочення операційних витрат на обслуговування боргу (на 25 %), збільшення доходів від реалізації виведеного з експлуатації обладнання в 4,6 рази. Це дає можливість подолати збитковий стан товариства та збільшити фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування до 470 785 тис. грн. Відповідно, чистий прибуток буде збільшено до 386 043,7 тис. грн, що відповідає докризовому результату 2012 р. та дає можливість сплачувати дивіденди.

Впровадження зазначених рекомендацій для ПАТ «Донбасенерго» значною мірою стимулює відновлення ділової та інвестиційної активності товариства, дає можливість скоротити боргове навантаження, що використовується неефективно. В результаті це знаходить відображення у зростанні ринкової вартості суб'єкта господарювання на 14 % (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Розрахунок ефективності впровадження рекомендацій моделі оптимізації фінансової архітектури в ПАТ «Донбасенерго»

№ з/п	Показники	До впровадження	Після впровадження	Зміна	
				в абсолютному вимірі, тис. грн	у відносному вимірі, тис. грн
1.	Позиковий капітал, тис. грн	4774644	4744109	-30535	0,99
2.	Власний капітал, тис. грн	475711	879728,6	404017,6	1,85
3.	Операційний прибуток, тис. грн	51290	298618,4	247328,4	5,82
4.	Фінансові витрати, тис. грн	122326	319826,00	197500	2,61
5.	Активи, тис. грн	5250355	5623837,6	373482,6	1,07
6.	Частка позикового капіталу	0,91	0,84	-0,07	—
7.	Частка власного капіталу	0,09	0,16	0,07	—
8.	Вартість позикового капіталу	0,03	0,07	0,04	—
9.	Вартість власного капіталу	0,93	0,43	-0,50	—
10	Податок на прибуток	0,18	0,18	—	—
11	Середньозважена вартість капіталу	0,11	0,09	-0,02	—
12	Чистий операційний прибуток після оподаткування, тис. грн	42057,8	244867,088	202809,3	5,82
13	Ринкова вартість бізнесу (EVA), тис. грн	-523 718,9866	-451 658,6985	72 060,29	1,14

Джерело: розраховано на основі [92].

З метою досягнення довгострокового економічного ефекту, а саме збереження тенденції зростання ринкової вартості бізнесу, важливим завданням оптимізації фінансової архітектури залишається подолання агентського конфлікту між акціонерами та менеджментом. Накопичення надвисоких обсягів дебіторської та кредиторської заборгованостей є потужним сигналом опортуністичної поведінки менеджерів, які відмовляються від залучення додаткового платного фінансування з метою задоволення інвестиційних потреб на користь збереження умов для завищення витрат, а отже, не зацікавлені у зростанні ринкової вартості компанії. Як зазначалося, згідно з планом розміщення акцій ПАТ «Донбасенерго» від 2012 р. передбачається продаж на пільгових умовах 1 % акцій товариства його співробітникам (на сьогодні продано 0,3 %). Тож, наступною рекомендацією буде надання права викупу 0,7 % статутного капіталу вищому керівництву компанії, що має на меті підвищення узгодженості акціонерів та менеджменту в прийнятті управлінських рішень та недопущенні втрачання ринкової вартості бізнесу. Зазначена рекомендація може бути реалізована шляхом формування опціону на викуп акцій власної емісії. Для оцінки ефективності такого інструменту скористаємося методологією оцінки фінансових опціонів, що базується на моделі Блека–Шоулза, що визначає теоретичну ціну на європейські опціони, припускаючи, що ціна на базовий актив (оскільки він є об'єктом торгівлі на ринку) визначається самім ринком. Згідно з моделлю Блека–Шоулза, ключовим елементом визначення вартості опціону є очікувана волатильність базового активу. Залежно від коливання активу, ціна на нього зростає або знижується, що прямо пропорційно впливає на вартість опціону.

Отже, відповідно до моделі Блека–Шоулза, внутрішня вартість опціону на викуп акцій власної емісії (0,7 % зареєстрованого капіталу) дорівнює:

$$V_c = P * [N(d_1)] - e^{-rt} * S * [N(d_2)], \quad (3.3)$$

де V_c – внутрішня вартість опціону;

P – поточна ціна активу (тут – ринкова вартість акцій);

r – безризикова ставка фінансування;

t – кількість років до дати закриття опціону (тут дорівнює 1, оскільки розглядається одноперіодна модель);

S – ціна виконання опціону, ціна страйк (тут – вартість придбання акцій на пільгових умовах – з дисконтом 30 % від ціни номіналу);

$N(d_1)$ – кумулятивне стандартне нормальне розподілення;

e – експонента ($e = 2,7183$);

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P}{S}\right) + (r + 0,5 * \sigma^2) * t}{\sigma * \sqrt{t}}; \quad (3.4)$$

де σ – середньоквадратичне відхилення вартості акціонерного капіталу. Відповідно до моделі опціонного ціноутворення, чим вищою є волатильність вартості акціонерного капіталу, тим більшою є цінність формування опціону.

Статутний капітал товариства, що складає 236 443 тис. грн, поділено на 23 644 301 одиниць простих бездокументарних акцій номіналом 10 грн кожна. Поточна ринкова вартість однієї акції на 31.12.2017 р. складає 18,25 грн [92].

Тож, поточна ціна активу буде дорівнювати: $P = 0,07 * 23644301 * 18,25 = 30205,59$ тис. грн. Відповідно, ціна виконання опціону складе: $S = 0,07 * 236443 * 0,7 = 11585,7$ тис. грн. Безризикова ставка фінансування визначається рівнем дохідності за довгостроковими державними єврооблігаціями – на 31.12.2017 р. складає 0,0205.

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P}{S}\right) + (r + 0,5 * \sigma^2) * t}{\sigma * \sqrt{t}} = \frac{\ln\left(\frac{30205,59}{11585,7}\right) + (0,0205 + 0,5 * 0,287^2) * 1}{0,287} = 3,559; \quad (3.5)$$

$$N(d_1) = 0,9998;$$

$$d_2 = 3,559 - 0,278 = 3,281;$$

$$N(d_2) = 0,9995$$

Звідси внутрішня вартість опціону на викуп акцій власної емісії складатиме:

$$V_c = 30205,59 * 0,9998 - 0,9797 * 11585,7 * 0,9995 = 18854,72 \text{ тис. грн.}$$

Водночас, формування опціону на викуп акцій власної емісії несе в собі витрати (C), що виникають у разі продажу товариством акцій нижче за ринкову вартість та дорівнюють різниці між ринковою ціною та ціною продажу, тут:

$$C = 30205,59 - 11585,7 = 18619,89 \text{ тис. грн.}$$

Отже, значення додатково створюваної вартості від формування та реалізації опціону на викуп 0,7 % акцій власної емісії (V_{ad}) дорівнює різниці між внутрішньою вартістю опціону та витратами на його формування:

$$V_{ad} = V_c - C; \quad (3.6)$$

$$V_{ad} = 18854,72 - 18619,89 = 234,83 \text{ (тис. грн).}$$

Отже, впровадження комплексу заходів з оптимізації фінансової архітектури ПАТ «Донбасенерго» в умовах стадії макроекономічного ділового циклу, що відповідає кінцю рецесії та початку поживавлення, сприяє збільшенню можливості товариства залучати додатковий капітал, скороченню обсягів дебіторської та кредиторської заборгованості, зростанню грошових резервів, і тим самим дає можливість відкоригувати структуру капіталу, знизити його середньозважену вартість та водночас збільшити грошовий потік компанії. До того ж, зниження впливу агентського конфлікту між акціонерами та менеджерами дає можливість скоротити витрати від опортуністичної поведінки останніх та сприяє створенню додаткової ринкової вартості. Апробація моделі оптимізації елементів фінансової архітектури в умовах циклічності розвитку економіки дає можливість отримати економічний ефект у вигляді збільшення додаткової ринкової вартості у розмірі 72 295,12 тис. грн (72 060,29 тис. грн + 234,83 тис. грн).

3.2. Зниження негативних екстерналій адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні

Дослідження фінансової архітектури суб'єктів господарювання дали можливість виявити їх здатність до адаптації внутрішніх характеристик з точки зору відповідно до загальносформованих вимог національного корпоративного сектору, з одного боку, та розширення можливостей доступу до фінансування в умовах фрікційності та високої циклічності кон'юнктури фінансового ринку, з іншого. Водночас характерною особливістю фінансової архітектури переважної більшості суб'єктів корпоративного сектору України поряд із гранично високим рівнем накопиченого боргового навантаження залишається сформована надконцентрована структура власності. Такі архітектурні особливості не тільки ускладнюють доступ компаній до зовнішнього капіталу, але й у масштабах економіки справляють кумулятивний зворотній вплив на фінансовий ринок через блокування розвитку окремих його секторів, що в результаті звужує канали доступу для усіх інших учасників фінансових відносин, у такий спосіб утворюючи замкнене коло.

У дослідженнях структури власності корпорацій [68; 99; 109; 120; 131; 189] авторами підтверджується наявність позитивного впливу концентрації власності на ефективність компаній, що функціонують в умовах перехідних економік. Заразом за останні роки з'являється все більше свідчень на користь того, що такий вплив не є монотонним: надмірне підвищення рівня концентрації інсайдерської власності може бути виправдане лише у короткостроковій перспективі як інструмент зменшення кількості ланок корпоративних конфліктів, прискорення реалізації рішень завдяки використанню неформальних факторів, захисту від опортунізму зсередини компанії та ворожих поглинань ззовні. У довгостроковій перспективі напрям такого впливу змінюється, оскільки подальше підвищення рівня концентрації звужує горизонт потенційних зовнішніх джерел фінансування інвестиційних потреб бізнесу.

З іншого боку, питання концентрації власності розглядається з позиції факторів, що її визначають. З цього приводу показовими є дослідження Р. Ла Порта [162], Л. Кабеза-Гарсія [123], Т. Долгопятової [29] та інших авторів, які оцінюють рівень концентрації власності компаній у різних країнах у динаміці та аналізують, які мікроекономічні фактори (розмір, перспективи зростання, рівень боргу, тип власника, ринкова позиція) або макроекономічні (правові, політичні, культурно-ідеологічні тощо) найбільш істотно визначають сформовані тенденції.

Віддаючи належне внеску вчених у розвиток зазначеної області дослідження, варто зазначити, що вивчення взаємозв'язку концентрації власності корпорацій та особливостей фінансового ринку, як такого, що обумовлює їх взаємне формування та визначає загальні проблеми доступу суб'єктів господарювання до фінансових ресурсів, продовжує залишатися поверхневим. Розглядання двох вищезазначених питань у межах однієї проблеми надає можливість більш повно оцінити глибину негативних наслідків висококонцентрованої структури власності у корпоративному секторі України для фінансового ринку та його учас-

ників, а також, спираючись на досвід країн з аналогічними ознаками, знайти напрями та розробити пропозиції зниження негативних екстерналій.

Структура власності в корпоративному секторі України сформувалася як надконцентрована. Перший етап перерозподілу капіталу продовжувався до початку 2000-х рр. та відзначався розповсюдженими недружніми поглинаннями та добровільним виходом із бізнесу з премією за контроль. Завершення фінансової кризи 2008–2009 рр. в Україні спровокувало другий етап консолідації та реприватизації власності: на фоні зниження фінансової стійкості окремих компаній та посилення експансивних інтересів потужних бізнес-груп активізувалися процеси корпоративної інтеграції, насамперед через угоди злиття та поглинання.

Найбільші знакові угоди зі злиття та поглинання бізнесу були характерні для підприємств групи СКМ (ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча» – з 50 % до 74,72 % у 2010 р.), Корум Груп (ПАТ «Дружківський машинобудівний завод» – з 65,26 % до 87,01 % у 2011 р.), ПАТ «АПК Інвест» – з 75 % у 2008 р. до 98 % у 2011 р., ПАТ «Київстар» – з 56,52 % у 2008 р. до 73,72 у 2011 р.

Середній рівень концентрації власності менших за розміром активів суб'єктів господарювання виявився відносно нижчим – 61,74 %, проте також відзначився зростаючим трендом консолідації власності та його більш стрімкими темпами. Крім того, серед відносно невеликих суб'єктів корпоративного сектору було помічено більше як у 2 рази компаній з відсутнім контрольним пакетом голосів у домінуючого акціонера (50 % + 1 акція), більшість з яких все ж утримує блокуючий пакет (25 % + 1 акція) (рис. 3.5).



Рис. 3.5. Розподіл компаній різного розміру за часткою акцій домінуючого акціонера, у тому числі таких, що є учасниками біржового фондового ринку

Джерело: складено за даними [28].

Як бачимо, більше половини великих компаній вибірки є учасниками організованої торгівлі акціями на фондовому ринку України (входять до біржових списків): серед них компанії з низьким та середнім рівнем концентрації власності, а також близько половини – з висококонцентрованою структурою власності (> 50 %). Це свідчить про переважно незначні обсяги випусків акцій у продаж на біржовому ринку, що фактично не змінює характер акціонерної власності. Серед відносно невеликих суб'єктів корпоративного сектору учасниками біржової торгівлі виявилася лише п'ята частина вибірки. За такої умови показовим є той факт, що компанії з низькою концентрацією власності (< 25 %) не беруть

участі у біржовій торгівлі акціями, так само як і не бере участі переважна більшість компаній із середньою концентрацією (25–50 %). Такі спостереження дають можливість визначити, що:

1) рівень концентрації власності є істотно високим, але нерівномірним у корпоративному секторі України та залишається вищим для найбільш крупних компаній реального сектору;

2) знижена концентрація власності компаній далеко не завжди досягається розміщенням випусків акцій на національних фондових біржах, що вказує на слабкий інституційний розвиток з боку фондового ринку (високу частку в ньому позабіржової торгівлі). Причинами цього є складність відповідності компаній вимогам реєстрації та лістингу, а також високі витрати розміщення випусків цінних паперів на біржах;

3) альтернативним інструментом з точки зору розширення частки публічної участі у фінансуванні українських компаній є прямі іноземні інвестиції, що реалізуються через відповідні фонди. У 2014 р. через загальне погіршення інвестиційного клімату в країні обсяг прямих іноземних інвестицій знизився майже у 10 разів, водночас 5 із 27 досліджуваних компаній з менш концентрованою структурою власності мають іноземних інвесторів, що володіють частками бізнесу через фонди прямих інвестицій.

Зазначимо, що детермінантами рівня концентрації власності суб'єктів корпоративного сектору виступають як макроекономічні фактори, так і індивідуальні характеристики компаній. Водночас на національному рівні структура власності у корпоративному секторі формується під впливом факторів, що є визначальними в цілому для фінансової системи країни з погляду ролі ринку цінних паперів в інституційному устрої економіки. До таких факторів відносять:

– рівень економічного розвитку: чим вищою є стадія зрілості економічної системи, тим більш можливою є побудова та функціонування в ній складних організаційних структур. В Україні більшість важливих інститутів, необхідних для успішного функціонування ринкової системи (включаючи інститути корпоративного управління), знаходяться в зачатковому стані або взагалі відсутні. За таких обставин концентрація власності стає компенсаторним механізмом, що заповнює численні інституційні пустоти. Концентрація власності знижує кількість ланок корпоративних конфліктів, ризик опортуністичної поведінки та рівень трансакційних витрат;

– особливості національної правової системи: рівень концентрації власності знижується із наданням акціонерам більш широких прав та забезпечення їх захисту. За цих обставин відмінності залежать не тільки від норм, що містяться у законодавстві, але й від походження правової системи країни: загальна система права, що сформувалася в англосаксонських країнах, є набагато сприятливішою для захисту інтересів міноритарних акціонерів та вирішення агентських спорів за систему громадського права у континентальній Європі, де суди здебільшого не схильні враховувати довгострокові наслідки прийнятих рішень на поведінку учасників економічних відносин у майбутньому. Саме це визначило розвиток біржової моделі фінансових відносин в США та Великобританії та небіржової

або інсайдерської в європейських країнах. Так, для всіх європейських країн існує перевернутий u-подібний зв'язок між концентрацією власності та ефективністю діяльності корпорацій. При цьому для країн зі слабким правовим захистом точкою перегинання (мінімуму) є рівень концентрації 52–56 %, що пояснюється компенсацією граничних вигід моніторингу ефектом отримання приватних вигід власності крупними акціонерами зі збільшенням концентрації. В країнах із наднаціональною правовою системою ЄС мажоритарії мають менше мотивів до подібного опортунізму, а ефективність реалізації корпоративної функції досягається із концентрацією власності на рівні мінімального блокхолдера (25 %) [116];

– особливості політичного устрою: чим виразніші ознаки олігократії в країні, тим вищою є концентрація власності. Через збіг інтересів політичних сил та власників бізнесу на державному рівні активно заохочується фінансування інвестицій за рахунок нерозподіленого прибутку та обмежується через ринки капіталів, вихід на які загрожує розмиванням власності та втратою контролю. В результаті фінансовий ринок не зазнає належної інституційної підтримки, крупні компанії швидко зростають, тоді як середній бізнес недоотримує фінансування, а концентрація власності залишається гранично високою [179];

– культурно-ідеологічна складова: в перехідних економіках із пострадянською спадщиною залишається тенденція збереження високої концентрації власності. В країнах з істотним впливом держави на економічні процеси існує стале уявлення, що регулювати діяльність обмеженого числа компаній-гігантів є простіше, ніж створювати ринкові механізми та підтримувати конкуренцію. Як результат – перехід від націоналізації бізнесу до встановлення з ним тісних довірчих відносин та збереження концентрованих структур власності.

Серед значимих мікродетермінант структури власності в умовах зростаючих ринків капіталу виділимо такі:

1) розмір сукупних активів: більшість іноземних досліджень наголошує на негативному та незначному впливі розміру компаній на рівень концентрації власності. В українських реаліях це виконується відносно до малого та середнього бізнесу, проте найкрупніші суб'єкти корпоративного сектору все ж демонструють вищу концентрацію власності (u-подібний вплив);

2) перспективи зростання: в умовах перехідних економік вплив зростання компаній на рівень концентрації власності залишається позитивним, подекуди основний власник зацікавлений розвивати бізнес при збереженні повного єдиноособного контролю з огляду на можливість недружнього поглинання. Коли позиція власника стає більш сталою, напрямок впливу змінюється;

3) боргове навантаження: рівень боргу здійснює позитивний вплив на концентрацію власності. По-перше, в умовах слабого інституційного розвитку висока концентрація власності збільшує можливості залучати позикове фінансування через особисту відповідальність ключового власника. По-друге, концентрація власності та збільшення боргу виявляються комплементарними інструментами контролю опортуністичної поведінки менеджменту;

4) тип власника: в перехідній економіці наявність іноземного власника супроводжується зниженням концентрації власності. Проте у випадку, якщо

компанія є дочірньою структурою, рівень концентрації, як правило, є вищим через посилений контроль з боку холдингу.

Окрему групу факторів, що разом з іншими впливають на рівень концентрації власності в компаніях, є їхня приналежність до певної галузі та рівень конкуренції в неї. З одного боку, зростаючі перспективи галузі виступають стимулом входження нових інвесторів у капітал компаній, у такий спосіб знижуючи рівень концентрації. З іншого – до деконцентрації підштовхує посилене конкурентне середовище в галузі, що визначає постійну потребу в сталому розвитку та інвестиціях. В Україні перше місце серед компаній з відносно низькою концентрацією, а також таких, що істотно знизили її рівень за останні п'ять років, займають металургійні підприємства (що не входять до ФПГ) та сільськогосподарські модернізовані об'єднання, друге місце посідають компанії хіміко-фармацевтичної галузі, третє – машинобудівельної.

Тож, суб'єкти корпоративного сектору знаходяться на різних етапах завершення докорінної ринкової реструктуризації бізнесу. Менш привабливі для інвесторів компанії та галузі продовжують процес концентрації власності та контролю, який для лідерів адаптації вже завершився. Тренд до незначного зниження рівня концентрації власності у корпоративному секторі України на фоні процесів інтеграції українського ринку капіталу в світові фінансові ринки дає підстави вважати, що межі концентрації власності в Україні досягнуті, хоча й залишаються надмірно високими.

Як зазначалося, висока концентрація власності несе в собі дуальні наслідки на мікро- та макроекономічному рівнях:

- полегшує корпоративне управління та знижує агентські витрати для компаній в умовах недосконалих ринків та слабких інститутів;

- блокує розвиток фінансового ринку через погіршення кількісного та якісного складу його учасників, зменшує масштаби і ліквідність ринку, що в результаті звужує канали перерозподілу капіталу та перешкоджає інвестиційному процесу. Найбільш негативно такий вплив проявляється екстернально – на діяльності суб'єктів малого та середнього бізнесу, стартапів, компаній нової формації, що працюють у перспективних напрямках і не можуть задовольнити потребу у доступі до зовнішнього капіталу з метою фінансування подальшого розвитку (рис. 3.6.).

Зазначимо, що висока концентрація власності суб'єктів корпоративного сектору в Україні несе в собі складну систему прямих та непрямих негативних наслідків, що знаходять відображення в слабкому інституційному розвитку фінансового ринку та знижують доступ до ресурсів у різних його секторах. Зі свого боку, слабкий розвиток фінансового ринку, передусім ринку капіталів, посилює обмеження та ризики для компаній, що спонукає їх продовжувати процес концентрації власності або зберігати її високий рівень з метою захисту приватного капіталу. Тож, розглянемо основний напрям такого двобічного причинно-наслідкового зв'язку: невідповідність вимогам процедури лістингу, що суттєво зменшує частку цінних паперів гарантованої якості та ліквідності на біржовому фондовому ринку України. Окрім вимог до обсягу власного капіталу емітентів, річного дохо-

ду, капіталізації, корпоративного управління та розкриття інформації, нормативи НКЦПФР передбачають вимоги до структури власності емітентів, що відповідають аналогічним стандартам лістингу на біржах розвинутих країн (табл. 3.6).

Висока концентрація власності (70–75 % за корпоративним сектором) є суттєвим обмеженням проведення публічних розміщень акцій на фондових біржах. Зазначимо, що на кінець 2016 р. до лістингового списку другого рівня входило лише 8 емітентів акцій, за котуванням яких розраховуються біржові індекси. Залежність індексів від показників невеликої групи компаній обумовлює їхню високу волатильність та є основним фактором низької ліквідності ринку.

Щоб оцінити перспективи українського корпоративного сектору щодо відповідності встановленим стандартам лістингу саме з позиції вимог до структури власності, було обстежено 263 компанії котирувального списку біржі ПФТС на предмет частоти концентрації власності 2-х домінуючих акціонерів. У результаті було отримано такі дані: концентрація власності на рівні 33,5 % або менше на двох акціонерів є характерною для 12 компаній або 3,4 % всієї вибірки; до 50 % – 31 компанія або 8,4 % вибірки, до 70 % – 95 компаній або 29,7 %. Отже, кумулятивна частота випадків концентрації власності нижче 50 % дорівнює лише 11,8 %, що вказує на те, що лише десята частина компаній за умови дотримання усіх інших вимог має потенційну можливість потрапити в лістинговий список (рис. 3.7). Звертає на себе увагу і те, що майже 30 % компаній мають концентрацію власності на двох акціонерів більше 90 %. Проблема низької ліквідності посилюється тим, що в Законі України «Про акціонерні товариства» № 514–VI від 17.09.2008 р. [34] та Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480–IV від 23.02.2006 р. [37] містяться норми, що обмежують IPO (від англ. Initial Public Offering – первинна публічна пропозиція) компаніями та не передбачають механізму його реалізації.

Зважаючи, що ключовим джерелом залучення інвестицій у реальний сектор України залишаються внутрішні ресурси та банківське кредитування, слабкий розвиток фондового ринку все ж спонукає національні емітенти проводити первинне публічне розміщення акцій на таких іноземних фондових біржах, які працюють в умовах сильних правових систем, зокрема Лондонській («Миронівський Хлібопродукт», «Авангард») та Варшавській («Кернел», «Агротон», «Астарта», «Мілкіленд», «Індустріальна Молочна Компанія», «КСГ Агро», «Овостар Юніон», «Агроліга», «Cereal Planet»). З цього приводу існує законодавчо закріплений посередницький механізм IPO: реєструється іноземна компанія проекту, яка стає власником 100 % акцій української компанії та безпосередньо розміщує свої акції на іноземній біржі. Вимога згідно із законодавством України – отримання резидентом-фізичною особою, яка буде засновником Компанії проекту, індивідуальної ліцензії НБУ на здійснення разової валютної операції.

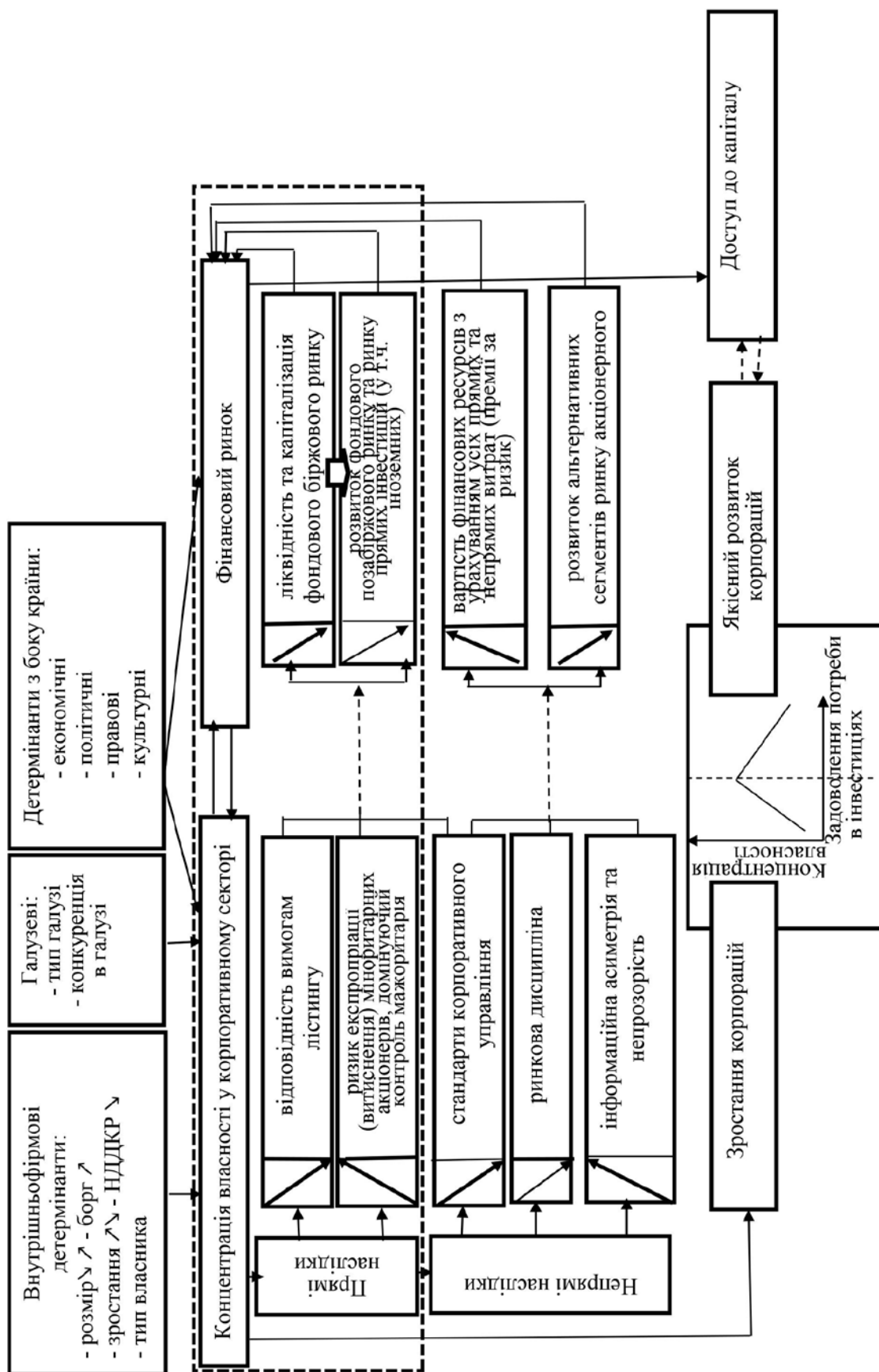


Рис. 3.6. Структура взаємозв'язку концентрації власності корпорацій, фінансового ринку та доступу до фінансового капіталу

Таблиця 3.6

**Порівняння вимог лістингу щодо структури власності, що висуваються
фондовими біржами, зокрема й альтернативними в різних країнах**

Назва фондової біржі, країна	Підрозділи біржі/ рівні лістингу	Стандарти в області структури власності емітентів
ПФТС, перспектива, українська біржа, Україна	1 рівень лістингу	Мінімум 25 % акцій в обігу, не більше 50 % акцій в руках двох найбільших акціонерів
	2 рівень лістингу	Мінімум 10 % акцій в обігу, не більше 50 % акцій в руках двох найбільших акціонерів (за винятком акцій, обмежених в обігу, та акцій, що належать державі)
Варшавська фондова біржа (WSE), Польща	Основний лістинг, альтернативний майданчик New Connect	Мінімум 25 % акцій в обігу, кількість акцій – мінімум 500000 од. загальною вартістю не менше 17 000 000 євро (за ціною останнього продажу або за ціною на момент випуску)
Hong Kong Stock Exchange, Китай	Основний лістинг	Мінімум 300 акціонерів, не більше 50 % акцій у руках трьох найбільших акціонерів
	GEM, альтерна- тивний майданчик	Мінімум 300 акціонерів
London Stock Exchange, Великобританія	Основний лістинг	Кількість акціонерів не регламентовано, мінімум 25 % акцій має бути у публічній власності
	AIM, альтерна- тивний майданчик	Немає регламентацій
NASDAQ, США	1 рівень лістингу	Мінімум 2200 акціонерів, кількість акцій у публічній акції – 1 250 000 од.
	2 рівень лістингу	Мінімум 400 голосуючих акціонерів, кількість акцій у публічній акції – 1 100 000 од.
	3 рівень лістингу	Мінімум 300 голосуючих акціонерів, кількість акцій у публічній акції – 1 000 000 од.
NYSE, США	Основний лістинг	Міжнародних акціонерів: 5 000. Національних акціонерів, за схемами: а) 2 000 голосуючих акціонерів; б) 2 200 акціонерів, обсяг торгів 100 000 акцій у місяць; в) 500 акціонерів, обсяг торгів 100 000 000 акцій у місяць
	ARCA, альтерна- тивний майданчик	Немає регламентацій
Singapore Stock Exchange, Сінгапур	Основний лістинг	25 % випущених акцій володіє мінімум 1000 акціонерів. Щонайменше 500 000 од. або 15 % випущених акцій належить як мінімум 500 акціонерам
	SESDAQ, альтернативний майданчик	
Tokyo Stock Exchange, Японія	Національні компанії 1 рівня лістингу	Кількість акцій в обігу < 30000 од., – кількість акціонерів $\geq$ 2200; кількість акцій в обігу 30000–200000 од., кількість акціонерів $\geq$ 2300 + 100 акціонерів за кожні додатково випущені 10000 акцій

Назва фондової біржі, країна	Підрозділи біржі/ рівні лістингу	Стандарти в області структури власності емітентів
	Національні компанії 2 рівня лістингу	Кількість акцій в обігу ≥ 9999 од. – кількість акціонерів ≥ 800 ; кількість акцій в обігу 10000–19999 од., кількість акціонерів ≥ 1000 ; кількість акцій в обігу ≥ 20000 од., кількість акціонерів $\geq 1200 + 100$ акціонерів за кожні додатково випущені 10000 акцій

Джерело: складено на основі [12; 70; 85].

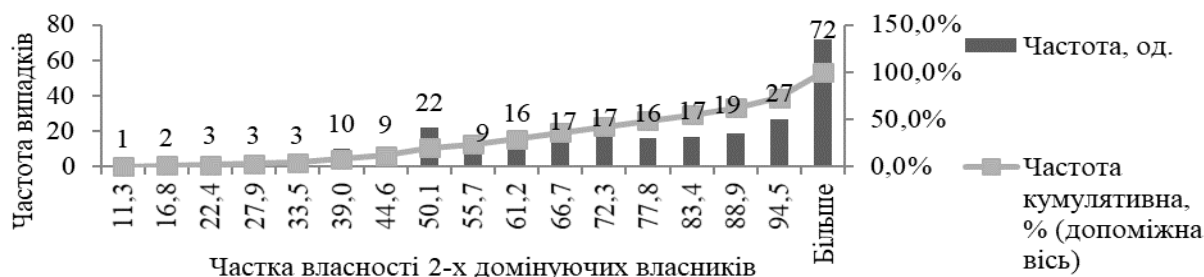


Рис. 3.7. Гістограма частот концентрації власності 2-х акціонерів корпорацій в Україні

Джерело: складено на основі [12].

Тож, проведення IPO українськими корпораціями на іноземних біржах є одним з інструментів вирішення проблеми доступу до інвестиційного капіталу та переходу від концентрованої власності до публічної. Водночас вибір національних емітентів на користь іноземних ринків є одним із факторів, що знижує потенціал збільшення ліквідності українського фондового ринку. На сьогодні частка біржового ринку за обсягом реалізації цінних паперів складає лише 12,4 % усього фондового ринку України, проте ціни і тенденції їхніх змін, що складаються на біржах, значною мірою визначають рівень та рух курсів цінних паперів у позабіржовому обігу. Тож, низька ліквідність біржового ринку визначає низьку ліквідність фондового ринку України і поза його межами, де проблема ефективного перерозподілу капіталу та доступу посилюється фактором слабого регулювання та правового захисту (інституційне забезпечення неорганізованого ринку значно нижче). За таких умов викривається наступна проблема, пов'язана із високою концентрацією власності корпорацій:

– ризик експропріації (витиснення) міноритарних акціонерів. В акціонерних компаніях закон має гарантувати принаймні мінімальні стандарти захисту прав акціонерів, які приєднуються до компанії шляхом купівлі акцій та не завжди мають можливість домовитися з іншими учасниками щодо обсягу своїх прав. Проте в Україні через фактичну відсутність публічного корпоративного сектору норми Закону «Про акціонерні товариства» запозичені з розвинутих юрисдикцій та не можуть бути адаптовані на практиці під місцеву специфіку, через що втрачають первинний зміст. З усіх норм, що стосуються прав міноритаріїв, зокрема і про кумулятивне голосування та участь в управлінні, фактично вико-

нуються лише норми, що дають можливість у будь-який момент часу продати акції емітенту, однак з огляду на відсутність як реальної публічної вартості акцій, так і механізмів її справедливої оцінки, викуповуються вони за заниженою (частіше номінальною) ціною. Тож ризик експропріації дрібних акціонерів в Україні залишається високим та стосується не тільки учасників фондового ринку, але й ринку прямих інвестицій.

Фонди прямих інвестицій є основним провідником іноземних капіталовкладень у корпоративний сектор України. Їхня роль полягає в інвестуванні залучених у широке коло дрібних та інституційних інвесторів коштів у корпоративні права компаній, що необов'язково є публічними, шляхом придбання істотної частки статутного капіталу та прийманні участі в управлінні бізнесом. На відміну від європейських країн з більш розвинутою інституційно-правовою системою присутність фондів прямого інвестування знижує рівень концентрації власності компаній в перехідних економіках [29]. За чотирма провідними фондами прямих інвестицій, що працюють з українськими компаніями, середня частка участі фонду є такою:

- 1) Sigma Bleyzer (США) – 45,06 %, галузеві пріоритети інвестування – інформаційні технології, машинобудування;
- 2) East Capital (Швеція) – 12,76 %, галузеві пріоритети інвестування – фінансовий сектор, харчова промисловість, ритейл;
- 3) Dragon Capital (Україна, Чехія, США) – 53,76 %, галузеві пріоритети інвестування – будівництво, ритейл, харчова промисловість, машинобудування.
- 4) Euroventures Ukraine (Кіпр) – 37,96 %, галузеві пріоритети інвестування – харчова промисловість, телекомунікації.

У разі міноритарного входження в капітал компанії фонд прямих інвестицій гарантує свою участь в опціонному доході пакетом привілейованих акцій, яка в Україні нормативно не може перевищувати 10 % статутного капіталу компанії. Тому з використанням додаткових інструментів (простих акцій, різноманітних форм боргових зобов'язань) виникає ризик корпоративного конфлікту між мажоритарним акціонером та представниками фонду з подальшою експропріацією інтересів останніх. Окрім цього втрачається і демонстраційний ефект прямих інвестицій на розвиток місцевих ринків: присутність іноземних інвесторів у капіталі українських компаній є сигналом для інших інвесторів до розглядання такої ж можливості капіталовкладень, а для компаній-потенційних об'єктів інвестицій – щодо формування конкурентної поведінки, орієнтованої на ринок;

– низька якість корпоративного управління, інформаційна асиметрія та непрозорість, неформальність зв'язків між власниками ресурсів та пов'язаний з цим моральний ризик є похідними характеристиками високої концентрації власності, які в умовах недосконалих ринків формують проблему численних агентських витрат та збільшують вартість фінансування. Якщо відкрите інформаційне середовище дає можливість наблизити ринкову вартість фінансування до її об'єктивного значення, то інформаційна асиметрія, навпаки, призводить до погіршення розподілу капіталу, нарощення розриву між вартістю внутрішніх та зовнішніх фінансових ресурсів.

Отже, висока концентрація власності в корпоративному секторі несе в собі сукупність факторів, що є деструктивними з точки зору інституційного розвитку фінансового ринку, що його обслуговує. Сучасні методичні підходи аналізу світових фінансових інститутів спираються на об'єднання усіх визначених факторів в єдину інтегровану характеристику – рівень фінансового розвитку країни, оцінка якої щорічно проводиться Всесвітнім економічним форумом. Згідно з інтегральним рейтингом фінансового розвитку, Україна з 2011 р. поступово втрачає свої позиції серед країн з аналогічним значенням розрахункового індексу, спустившись із 54 місця у 2011 р. на 75 у 2016 р. (рис. 3.8).

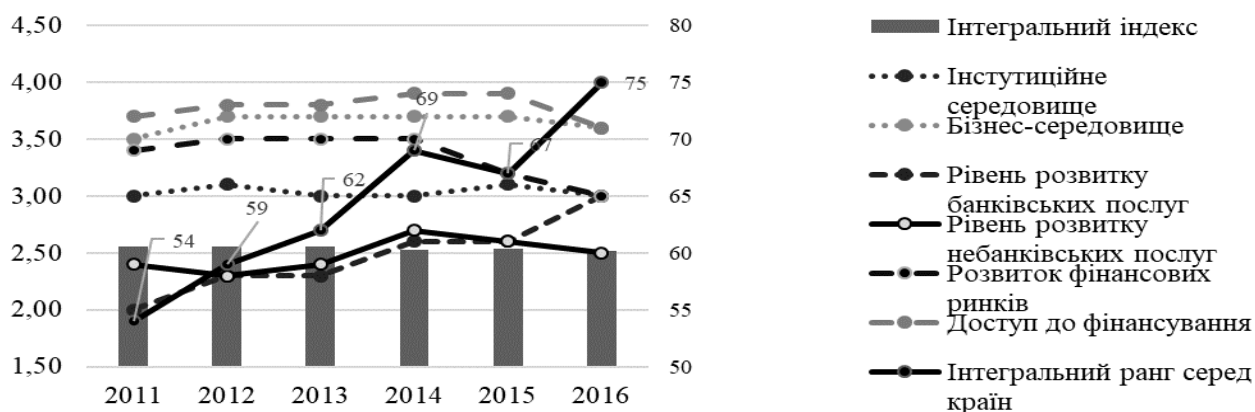


Рис. 3.8. Показники фінансового розвитку України, що оцінюються Всесвітнім банком, 2011–2016 рр.

Джерело: складено на основі [30].

Важливим є той факт, що показниками, за якими спостерігається падіння у 2016 р. стали: рівень розвитку небанківських послуг (з 2,6 до 2,5), розвиток фінансових ринків (з 3,2 до 3,0), доступ до фінансування (з 3,9 до 3,6), що є наслідками зниження оборотності та капіталізації фондового ринку майже у 10 разів. Таке погіршення не могло не позначитися на доступі суб'єктів до джерел зовнішнього фінансування, відображаючись у прямих та непрямих витратах від користування ним – в рейтингу за цією характеристикою Україна спустилась на 10 позицій, закріпивши статус країни з надвисоким рівнем фінансових обмежень.

Очевидно, що розвиток фінансового ринку будь-якої країни є прямо пропорційним рівню її макроекономічного розвитку, а модель фінансово-правової системи з властивим їй типом акціонерної власності є історично обумовленим фактором. Водночас існує досвід країн зі зростаючими ринками капіталів, де вдалося істотно знизити концентрацію власності в корпоративному секторі та розширити доступ до акціонерного фінансування для національного бізнесу шляхом системної інституційної трансформації фондового ринку на рівні всіх його учасників. Особливо показовим з цього приводу є приклад Бразилії як країни, де менше як за одне десятиріччя 2000-х рр. відбувся перехід від сімейної моделі власності до розпиленої, а також було створено умови для щорічного виходу на ринок нових компаній шляхом проведення IPO (за початкових умов

низької капіталізації та спекулятивного характеру фондового ринку, власності «сімей» та «магнатів», відсутності стандартів корпоративного управління, високої тінізації та офшорізації капіталу) [128].

Тож, виокремимо основні напрями, які сприяли запуску інвестиційного процесу в Бразилії, зміни парадигми її акціонерної власності, які можуть бути використані у визначенні точок росту ринку капіталів в Україні:

- запуск на базі головної фондової біржі країни спеціальних лістингових сегментів для цінних паперів компаній з найвищою корпоративною ефективністю («Level 1», «Level 2» «Novo Mercado») з метою підтвердження високої ринкової ціни їхніх акцій та залучення інвесторів шляхом стимулювання прозорості, надійності та престижності фондового ринку;

- призначення окремого сегменту «Novo Mercado» для первинних публічних розміщень акцій (IPO) нових компаній з найвищими корпоративними стандартами за правилом «одна акція – один голос». Первинне розміщення акцій у цьому сегменті дає змогу засновникам отримати максимальну премію за продаж, що відразу значно підвищує престижність IPO;

- об'єднання головної фондової біржі країни (BOVESPA) з іншими біржами, що сприяло уніфікації стандартів лістингу та консолідації інтересів усіх учасників в єдиному просторі. Ефектом такого об'єднання стало підвищення сумарних обсягів торгів за ринком на 35 % відносно попереднього рівня;

- введення інституту маркетмейкерів – офіційно уповноважених організацій, мета яких полягає у сприянні підвищенні ліквідності встановленої групи активів. Роль маркетмейкерів на BOVESPA одночасно грають члени біржи, брокери та дилери, інвестиційні банки, універсальні банки, що управляють портфельними інвестиціями – усі вони щоденно беруть участь у торгах із твердою пропозицією певної кількості активів, тим самими встановлюючи котирування на цінні папери, серед яких і низьколіквідні активи, захищаючи кон'юнктуру ринку від тимчасових спадів;

- розповсюдження юридичної практики укладення документа «акціонерних угод» в компаніях, де серед акціонерів присутні мажоритарії та міноритарії, що володіють акціями як з правом голосу, так і без. Це дієвий механізм координації спільного контролю в акціонерних товариствах, що дає можливість від самого початку встановити обсяги прав та обов'язків усіх сторін та запобігає експропріації та опортуністичної поведінки в умовах недостатнього правового захисту з боку держави;

- розширення статуту корпорації умовами щодо захисту від поглинань, що виступає як додатковий інструмент захисту прав акціонерів від зменшення їхньої частки в акціонерному капіталі. На відміну від «акціонерних угод», які укладаються між власниками та не обов'язково є відкритими для громадськості, статут компанії є обов'язковим до розкриття публічним документом.

Окремої уваги заслуговує концепція міні-IPO, що широко застосовується на базі багатьох фондових бірж світу та дає можливість підвищити доступність фінансування на фондовому ринку для малого та середнього бізнесу. Так, за глобальною статистикою Всесвітньої федерації фондових бірж, на кінець 2015 р. 47 % компаній, що є учасниками біржової торгівлі, мають мінімальну капіталі-

зацію (до 65 млн дол. США) та продають акції на 35 альтернативних фондових платформах для невеликих фірм [70]. Проведення міні-IPO українськими компаніями, за умови належної інституційної підтримки, може розцінюватися як один з альтернативних банківському кредитуванню інструментів залучення інвестиційного капіталу, що спирається на розширене коло акціонерів. Можливість реалізації міні-IPO українськими компаніями потребує комплексної інституційної підтримки, що включає:

- законодавче уможливлення прямого первинного публічного розміщення акцій емітента на іноземних біржах без застосування механізму створення холдингової компанії, що дасть змогу знизити вартість такого розміщення до 10 % від обсягу емісії та підвищить доступність таких розміщень для менших компаній;

- у рамках інтеграції фондового ринку України у світові ринки капіталу застосування стандартів та рекомендацій IOSCO (Міжнародної організації регуляторів цінних паперів) – залучення консультативного корпусу європейських фахівців із підтримки та супроводження IPO:

- а) номінований радник або «номад» (координуючий посередник між компанією-емітентом та ринком), який приймає рішення, чи відповідає компанія вимогам ринку, доводить правила біржі та обсяги відповідальності до ради директорів, контролює дотримання вимог та достовірність інформації протягом усього періоду торгівлі цінними паперами на біржі;

- б) ліцензований брокер – юридична особа, що проводить операції на біржі;

- в) аудитор – юридична особа, що проводить незалежну оцінку фінансової звітності та надає підтримку щодо розкриття фінансової інформації;

- г) юридичний консультант, що контролює дотримання компанією законодавства щодо публічного розміщення акцій (Директиви ЄС про проспект емісії);

- розробка та створення альтернативних біржових платформ для проведення публічних розміщень (також первинних) малими компаніями, що передбачають заміну жорстких умов лістингу основного сегменту вимогами якісного та розширеного бізнес-плану при збереженні високої транспарентності інформації, а також створення більш гнучкого регуляторного середовища для малих та середніх підприємств;

- розвиток культури справедливості шляхом навчання інвесторів та представників компаній-емітентів щодо максимального використання переваг фондового ринку, а також забезпечення більшої доступності результатів досліджень про ринки капіталу;

- переосмислення податкових пільг з метою усунення переваг боргового навантаження на власний капітал та стимулювання довгострокових інвестицій, особливо у зростаючі компанії.

З іншого боку, розвиток українського фондового ринку з позиції інтеграції у світові ринки передбачає залучення до лістингу на українських біржах компаній, що пройшли лістинг та мають успішний досвід розміщень на іноземних біржах. Насамперед це стосується українських корпорацій, що розміщувалися

на Лондонській, Варшавській та Франкфуртській біржі (близько 40 компаній). Тут заслуговують на увагу такі ініціативи НКЦПФР:

- проведення процедури подвійного лістингу на спрощених умовах – автоматичне включення акцій нерезидентів до лістингу 1 рівня за умови укладання 10 угод протягом останнього півроку обсягом вище 1 млн грн, та до 2 рівня – за умови відповідного обсягу угод вище 250 тис. грн;

- покращення інфраструктурного забезпечення: встановлення кореспондентських відносин між Національним депозитарієм України та депозитаріями відповідних майданчиків (Euroclear у Польщі, CREST – у Великобританії), проведення валютного регулювання в питаннях придбання акцій іноземних емітентів та отримання акціонерами дивідендів в іноземній валюті.

Стимулювання активності українських учасників фондового ринку залишається одним із пріоритетних напрямів з погляду диверсифікації інфраструктури фінансового ринку та розширення доступу до капіталу в умовах високої концентрації власності. Водночас враховуючи позитивний тренд зростаючого інтересу до ринку прямих інвестицій і венчурного фінансування у світі та перспективу цільових високорентабельних напрямів таких вкладень в Україні (ІТ, споживацька комунікація, телекомунікація, електроніка), доцільно визначити вектори зниження перешкоджаючих факторів з боку сформованої структури власності, що стосуються розвитку у цьому секторі фінансового ринку:

- структурування угод між фондом прямих інвестицій та компанією, яке включає: забезпечення прав фонду як акціонера – захист від виведення активів, розмиття частки фонду та опортуністичної поведінки підприємця в цілому; гарантію впливу на рішення, що приймаються задля зростання цінності бізнесу (шляхом привнесення ефективних інструментів побудови стратегії й управління бізнесом); побудову раціональної системи стимулів для підприємця, що забезпечує дотримання фінансової дисципліни з його боку, зокрема й обмеження рівня боргових зобов'язань та утримання від прийняття занадто ризикових рішень; чітке визначення передумов для успішного виходу фонду з участі;

- стимулювання публічності в області малого та середнього бізнесу, адаптація аудиту, консалтингу та рейтингування в напрямі надання комплексної оцінки та компетентних висновків стосовно невеликих компаній. Важливо, щоб такі рейтинги орієнтувалися не тільки на задоволення інформаційних запитів з боку усіх учасників ринкових відносин в Україні та за її межами, але й формували базу перспективних невеликих компаній, які зацікавлені у зовнішньому фінансуванні, готові до розкриття фінансової інформації та намагаються відповідати за стандартами ведення бізнесу вимогам іноземних інституційних інвесторів.

Ще однією особливістю сформованої фінансової архітектури корпоративного сектору України, що несе в собі істотні перешкоди як для сталого розвитку самих суб'єктів господарювання, так і для фінансового ринку країни, є збереження високого рівня боргового навантаження у структурі пасивів компанії. Так, якщо зниження можливостей залучення додаткового акціонерного (пайового) капіталу обумовлюється проблемою сформованої надконцентрованої структури власності суб'єктів корпоративного сектору, то обмеження можли-

востей фінансування інвестицій за рахунок залучення позикових ресурсів тісно пов'язане із проблемою надмірно високого левериджу.

За попередніми оцінками, частка боргового капіталу в структурі фінансування українських компаній складає в середньому 72 %. За такої умови найкрупніші корпорації реального сектору України підтримують відповідний показник у кожному періоді на рівні 40–50 %, коригуючи його відповідно до зміни інвестиційної потреби в зазначеному діапазоні, тоді як решта компаній схильна збільшувати частку боргового фінансування за рахунок накоплення заборгованості до 80 % і вище, навіть упродовж періодів економічного спаду. Оскільки головним джерелом цільового позикового фінансування реального сектору в Україні залишаються банківські кредити (91 % на 31.12.2015 р.), доцільним видається дослідження взаємозв'язку показників фінансового стану суб'єктів господарювання, їх спроможності залучати кредитні ресурси для фінансування інвестиційної діяльності, а також диспропорцій, що склалися на ринку банківського кредитування та особливо загострюються в кризові періоди (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Показники взаємозв'язку діяльності банківських фінансових установ та суб'єктів реального сектору економіки України у 2008–2015 рр.

Роки	Інвестиції в основний капітал, здійснені за рахунок банківського кредитування			Обсяг банківського кредитування реального сектору, % від ВВП	Середньозважена річна процентна ставка за кредитами, %	Фінансовий леверидж компаній (Борг/Активи), %	Рентабельність операційної діяльності компаній, %
	% від загального обсягу інвестицій	% від обсягу банківського кредитування	% від ВВП				
2008	17,3	15,2	4,3	59,9	17,5	62,5	3,9
2009	14,2	12,9	2,4	57,5	19,8	63,0	3,3
2010	12,3	17,1	9,0	50,8	14,4	62,7	4,0
2011	16,3	15,9	8,0	48,7	16,4	63,3	5,9
2012	17,1	14,7	6,8	44,8	14,7	62,2	5,0
2013	15,3	21,9	5,9	47,4	14,9	65,8	3,9
2014	9,9	34,0	5,2	56,9	18,9	75,6	–4,1
2015	7,6	37,8	4,6	55,0	21,3	71,6	1,0

Джерело: складено на основі [28; 87].

Отже, вітчизняні суб'єкти реального сектору фінансують інвестиції в основний капітал за рахунок банківського кредитування лише в незначній частині, яка зростає у відносно стабільні роки (до 17,1 % у 2012 р.) та знижується у рецесивні (до 7,6 % у 2015 р.).

Відповідним підтвердженням з боку грошово-кредитної статистики є співвідношення обсягів банківського кредитування інвестицій компаній до ВВП на рівні 4,6 % у 2015 р., тоді як частка сукупного обсягу банківських кредитів нефінансовим корпораціям у ВВП країни складає 55 %. Це свідчить про те, що у структурі потреб у кредитуванні клієнтів банків істотно переважає поточне споживання. Зауважимо також, що основними зовнішніми обмеженнями у довгост-

роковому цільовому кредитуванні виступає висока ринкова вартість кредитних ресурсів (особливо у кризові роки), яка формується під впливом зростання фінансового ризику більшості учасників ринку через погіршення їхнього фінансового стану, та збільшення сумнівних боргів. Відтак, накоплення гранично високого рівня боргу в структурі капіталу суб'єктів господарювання, а також нездатність до його своєчасного коригування не тільки знижує спроможність бізнесу залучати позикові ресурси у необхідному обсязі, але й справляє зворотний кумулятивний вплив на звуження доступу до фінансування усіх учасників ринку та стагнацію ринку корпоративного кредитування загалом. Водночас, як зазначалося, низький доступ до фінансів знаходиться серед аспектів ділового середовища, що найчастіше розглядаються як перешкода зростання компаній. Також передбачається, що зниження фінансових бар'єрів є особливо вигідним для малих та нових компаній.

Негативні екстерналії адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в частині диспропорцій на рівні структури капіталу призводять до зростання кредитного ризику у фінансовій системі, зростання витрат кредиторів як через посилений моніторинг позичальників, так і внаслідок зростання частки проблемних позик, збільшення вартості кредитних ресурсів із врахуванням високої премії за ризик і, як результат – істотне зниження доступу до фінансових ресурсів для всіх учасників ринку, що унеможливорює задоволення інвестиційної потреби і через канали боргового фінансування (рис. 3.9). Спираючись на позитивний досвід країн у питаннях інституційної підтримки фінансового сектору щодо розширення доступу до фінансування, визначимо такі найбільш релевантні українському діловому середовищу напрями такої підтримки:

- забезпечення права конвертації заборгованості у капітал. Конвертація зобов'язань перед кредитором на його внесок до статутного капіталу компанії-позичальника є дієвим інструментом управління заборгованістю, який одночасно сприяє розширенню потенційного кола акціонерів, забезпечуючи додаткову можливість зниження концентрації власності. Стимулювання впровадження такого взаємозаліку на національному рівні може служити позитивним сигналом для іноземних інвесторів: трансформація раніше задекларованих, але не виконаних зобов'язань зі строком позовної давності на межі завершення у частку в статутному капіталі компанії-позичальника здатне знизити потенційні ризики від її банкрутства, дасть можливість одержати певний контроль над господарською діяльністю. Такий вид реструктуризації боргу передбачає два альтернативні наслідки:

- реструктуризація статутного капіталу суб'єкта господарювання, внаслідок чого змінюється структура прав власності на нього між «старими» та «новими» власниками. У цьому випадку об'єктом угоди є акції (частки), що знаходяться у товариства (або попередньо викуплені товариством), які передаються кредиторам як плата за зобов'язаннями;

- поповнення статутного капіталу товариства шляхом конвертації заборгованості у власний капітал. У цьому випадку погашення заборгованості набуває форми внесків до статутного капіталу, що супроводжується придбанням акцій додаткової емісії.

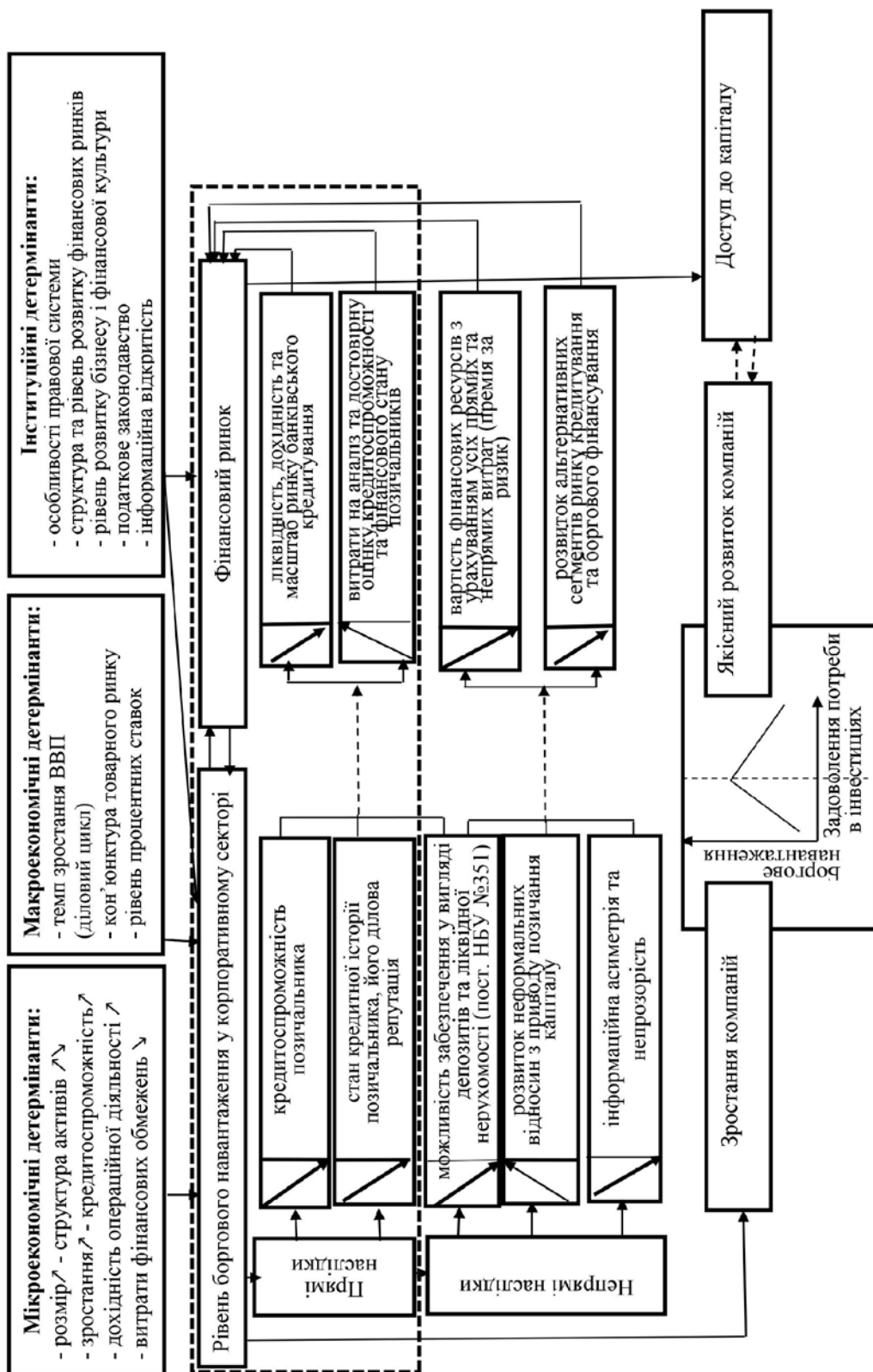


Рис. 3.9. Структура взаємозв'язку боргового навантаження компаній, характеристик фінансового ринку та доступу до капіталу
Джерело: складено автором.

На сьогодні в Україні можливість вступу нового учасника-кредитора в капітал акціонерного товариства передбачена ч. 2 ст. 21 ЗУ «Про акціонерні товариства» [34], а відповідна процедура прописана в листі Державного комітету з питань регуляторної політики і підприємництва від 08.04.2010 р. № 4329. Водночас механізм працює повною мірою лише у випадках банкрутства товариств та реструктуризації заборгованості банків, тоді як в усіх інших випадках основним бар'єром упровадження такої процедури в практику залишається правова невизначеність щодо перерозподілу часток усіх діючих учасників, що має наслідок «розмивання капіталу»;

– вдосконалення кредитних реєстрів, системи кредитних балів та стимулювання обміну кредитною інформацією. З одного боку, кредитні реєстри надають істотні переваги та оптимізують роботу кредиторів, що проявляється у:

а) полегшенні процедури перевірки та оцінки кредитної історії позичальника, зведенні її до автоматизму. Створення на основі кредитних реєстрів системи кредитних балів допомагає прогнозувати кредитні виплати та сприяє відбору позичальників з високим рівнем ризику без скорочення загального доступу до кредитів;

б) зниженні збитків кредиторів за простроченою заборгованістю завдяки підвищенню точності прийняття рішень щодо узгодження видачі кредитів. Крім того, більш повна інформація (як щодо виплат, так і неплатежів), яка міститься в кредитному реєстрі, допомагає кредитувати знижувати штрафні санкції та збільшувати обсяги кредитування.

З іншого боку, розвиток кредитних реєстрів та розширення якісної кредитної інформації забезпечує переваги і для позичальників, а саме:

– знижує вартість кредитів, скорочує обсяг сукупних трансакційних витрат під час залучення позикових ресурсів, а також штрафів за прострочення платежів. У результаті кредитування набуває популярності та доступності. Відтак, досвід Аргентини демонструє, що впровадження рекомендацій Базель II щодо обов'язкової участі банків у кредитних реєстрах дало можливість знизити обсяг штрафних санкцій позичальників на чверть, у результаті чого кредитними продуктами скористалося 60 % вибірки компаній проти 40 % на початку дослідження [134]. Тож, чим глибшим є аналіз ймовірності збитків за кредитами, тим більше позичальників (серед яких дрібні) зможе скористатися дешевим банківським кредитом. Так, Т. Джапеллі та М. Пагано виявили позитивний зв'язок між якістю кредитних реєстрів та простотою отримання зовнішнього фінансування (рис. 3.10). Такий зв'язок було підтверджено за допомогою панельних даних за довготривалий період для 24 країн, що розвиваються [174]. Продемонстровано, що Україна в умовах слабкої системи обміну інформацією посідає середню позицію в питанні доступу до фінансування, знаходячись у сусідстві з Албанією та Вірменією;

– сприяє ініціативі контролю за кредитною репутацією з боку позичальників (що особливо актуально для невеликих фірм) та позитивно впливає на їхню інвестиційну привабливість;

– підвищення присутності іноземних банків у банківській системі. Іноземні банки, що походять із розвинених країн, привносять у банківську систему країни-реципієнта капітал та інноваційні технології обслуговування, однак вплив

від їхньої присутності на доступ до фінансування місцевих компаній можливо оцінити тільки в довгостроковій перспективі. Так, крупні іноземні банки надають перевагу вивіреній інформації кредитних реєстрів, а отже, зосереджуються на кредитуванні крупних корпорацій, обходячи сегмент малого та середнього бізнесу. Водночас іноземні банки створюють цінову та нецінову конкуренцію у банківському секторі;

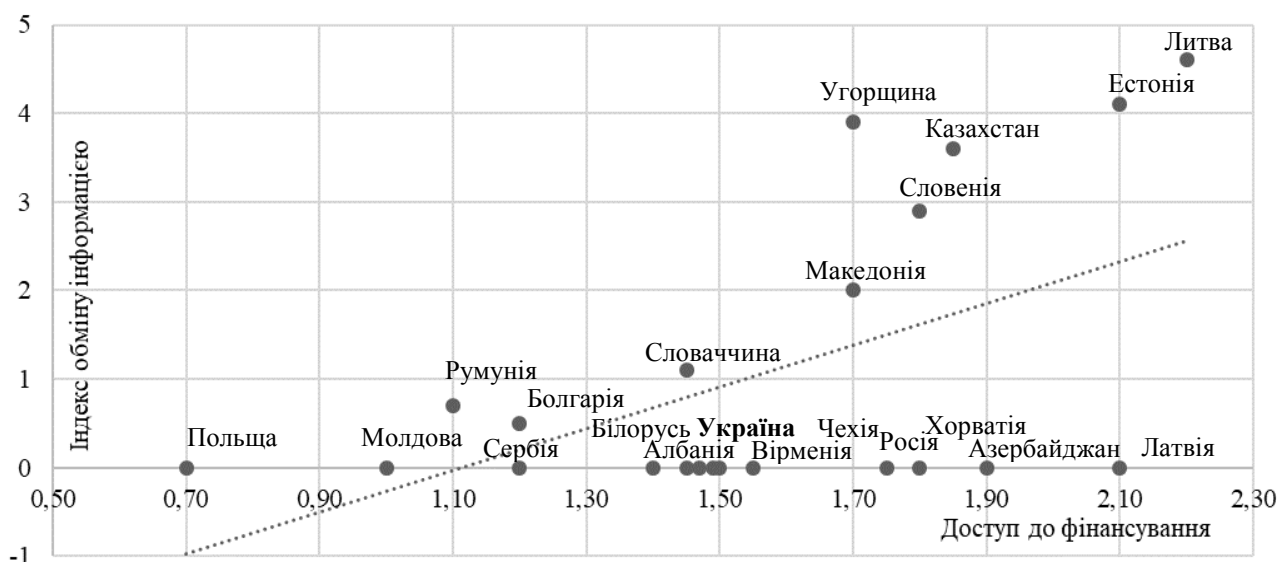


Рис. 3.10. Взаємозв'язок індексу обміну кредитною інформацією та простотою доступу до фінансування у країнах, що розвиваються
Джерело: складено на основі [30; 159].

– сприяння розвитку фінансування на основі емісії облігацій. В умовах високих макроекономічних ризиків та недоліків інформаційного середовища банки замість довгострокових кредитів віддають перевагу короткостроковим, за якими можливе відновлення та проведення повторних переговорів, що дає можливість контролювати процес кредитування та зберігати можливість впливати на менеджмент компаній. Досвід Південної Кореї під час банківської кризи, коли банківське кредитування було повністю замінено облігаційним. Очевидно, що таке фінансування насамперед задовольнятиме потреби крупних прозорих корпорацій, водночас воно здатне посилити цінову конкуренцію на ринку боргового фінансування.

Отже, зниження негативних екстерналій високої концентрації власності та боргового навантаження для національного бізнесу можливе шляхом посилення інституційної підтримки фінансового ринку з позиції забезпечення балансу між доступом до фінансування та захистом прав інвесторів, що підтверджує досвід окремих країн зі зростаючою економікою, насамперед, Бразилії, Аргентини, Польщі, Південної Кореї. Серед ключових точок росту для України в цьому напрямі особливої уваги заслуговують лібералізація та диверсифікація біржової торгівлі, стимуляція виходу на ринок капіталів нових гравців, покращення правового та інформаційного забезпечення інвестиційних контрактів, забезпечення права конвертації забор'язань у статутний капітал, підвищення обґрунтованості прийняття рішень щодо кредитування та посилення обміну кредитною інформацією.

ВИСНОВОК

У монографії запропоновано розв'язання актуального наукового завдання, що полягає в поглибленні теоретико-методичних засад адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки та розробці практичного інструментарію її забезпечення. Проведене дослідження дало можливість зробити такі висновки:

1. Фінансова архітектура суб'єктів господарювання являє собою динамічну систему, інтегровану цілісність взаємопов'язаних характеристик, що втілюють фундаментальні закономірності та визначають якісну своєрідність реалізації фінансової діяльності суб'єктів господарювання (з боку її структури, обсягів та потенціалу відтворення), її ефективності та вплив на ринкову вартість бізнесу. Елементами є структура власності, корпоративне управління, форма організації та ведення бізнесу (враховує розмір суб'єкта господарювання, організаційно-правову форму та належність до інтегрованих структур), а також структура фінансування.

2. На формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання поряд із внутрішніми факторами впливають і зовнішні чинники економічного та фінансового циклу. Серед останніх – висока волатильність цін на фінансові ресурси, звуження пропозиції банківських кредитів, зниження обсягів операцій на фондовому ринку, падіння показників ліквідності та платоспроможності контрагентів у періоди економічного спаду. В підсумку це зумовлює проциклічність мобілізації суб'єктами господарювання фінансових ресурсів (як власних, так і позикових), накопичення кредиторської та дебіторської заборгованості, зменшення грошових резервів із настанням кризи. Як результат, відбувається зниження фінансової стійкості бізнесу, ускладнюється залучення зовнішніх інвесторів, посилюються корпоративні конфлікти, збільшуються прямі і непрямі витрати фінансування.

3. Залежність реалізації фінансово-інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання від циклічних явищ в економіці зумовлює об'єктивну необхідність адаптації фінансової архітектури. Вона передбачає проактивну та поступову трансформацію структурних елементів фінансової архітектури у відповідь на циклічні зміни грошових потоків або інвестиційних можливостей. Завдяки досягненню фінансової спроможності адаптація фінансової архітектури дає змогу забезпечити стійке нарощення ринкової вартості бізнесу впродовж економічного циклу.

4. Оцінка стану фінансової архітектури суб'єктів господарювання, здійснена на основі методу кластеризації, дала можливість виокремити 16 типів фінансової архітектури. З аналізу вибірки зі 100 вітчизняних компаній з'ясовано, що в Україні сформовано більшість із визначених типів фінансової архітектури, водночас присутні домінантні кластери. Для них характерне високе боргове навантаження, надконцентрована структура власності, ознаки неефективного корпоративного управління. Такі відмінності є домінуючими як для крупного,

так і невеликого бізнесу, однак належність до ФПГ є більш характерною саме для великих компаній.

5. Під час оцінки динаміки процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання виявлено, що корпоративний сектор України характеризується накопиченням довго- та короткострокової заборгованості, експропріацією власності та збереженням слабкої збалансованості агентських інтересів на фоні зростання розміру бізнесу. Водночас великі компанії частіше коригують фінансовий леверидж, підтримуючи його на рівні 40–50 %. Невеликі компанії більш стрімко збільшують концентрацію власності, а великі – підтримують її відносно стабільний рівень з тенденцією помірного зниження. Великі компанії формують більш збалансовані склади наглядових рад та істотно частіше залучають незалежних експертів. Зростання активів великих компаній відбувається в середньому на 18 п.п. швидше. Сформована великими суб'єктами фінансова архітектура визначає їх нижчі фінансові обмеження.

6. На основі характеристики домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки (швидкості, вартості та ефективності) визначено, що найбільш швидко адаптаційні зміни відбуваються на стадіях економічного пожвавлення та кризи. Розрахунок вартості адаптації засвідчив, що найбільш вигідною вона є на стадії економічного пожвавлення. Аналіз ефективності адаптації фінансової архітектури з позиції збільшення ринкової вартості бізнесу виявив, що найбільш доцільним є погашення боргу на стадії буму, зниження концентрації власності, вдосконалення корпоративного управління та поповнення активів – на стадії пожвавлення.

7. Модель оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки орієнтована на стійке зростання ринкової вартості бізнесу впродовж циклу. Вона ґрунтується на: 1) скороченні частки позикового капіталу, що не задовольняє потреби за критерієм вартості або ефективності використання, у періоди спаду; 2) залученні інвесторів додаткового капіталу із своєчасним збалансуванням їхніх інтересів у системі корпоративного управління в періоди підйому.

8. Негативний вплив високого боргового навантаження та концентрації власності суб'єктів господарювання посилюється в умовах їхньої одночасної присутності та має наслідки як для бізнесу (в ускладненні доступу до капіталу), так і для фінансового ринку (через блокування розвитку його ключових сегментів). Зниження екстерналій таких проблем видається можливим шляхом посилення інституційної підтримки розвитку фінансового ринку, що має враховувати баланс між доступом до фінансування та захистом прав інвесторів (зокрема, меншості). Спираючись на світовий досвід, виокремлено точки росту в цьому напрямі для України. Це: лібералізація та диверсифікація біржової торгівлі, стимуляція виходу на ринок капіталів нових гравців, покращення правового та інформаційного забезпечення інвестиційних контрактів, забезпечення права конвертації зобов'язань у статутний капітал, посилення обміну кредитною інформацією.

ЛІТЕРАТУРА

1. Авдашева С. Б. Влияние регуляторной среды на модель корпоративного управления компаний с государственным участием / С. Б. Авдашева // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2013. – № 4(20). – С. 157–162.
2. Азаренкова Г. М. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період / Г. М. Азаренкова, І. В. Шкодінна // Вісник НБУ. – 2012. – № 2. – С. 3–7.
3. Базецька Г. І. Конспект лекцій з дисципліни «Фінансовий менеджмент» / Г. І. Базецька, В. Г. Федорова. – Х., 2012. – 259 с.
4. Бардовский В. П., Экономика / В. П. Бардовський, О. В. Рудакова, Е. М. Самородова. – М.: ИД «Форум»: ИНФРА-М, 2011. – 672 с.: ил.
5. Бахрамов Ю. М. Финансовый менеджмент: учебник / Ю. М. Бахрамов, В. В. Глухов. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2011. – 496 с.
6. Белозеров И. В. Моделирование структуры капитала ОАО «Сильвинит» / И. В. Белозеров, М. Б. Никитюк, М. С. Николаева, Т. В. Петрунина // Корпоративные финансы. – 2011. – № 2(18). – С. 54–69.
7. Белозеров И. А. Моделирование оптимального диапазона структуры капитала фирмы на развивающихся финансовых рынках / И. А. Белозеров, М. С. Кокорева // Корпоративные финансы. – 2014. – № 2(30). – С. 20–32.
8. Беляєв О. О., Політична економія: навчальний посібник / О. О. Беляєв, А. С. Бебело. – К.: КНЕУ. – 2001. – 328 с.
9. Бичкова Н. В. Структура власності національних корпорацій та її вплив на ефективність фінансово-господарської діяльності / Н. В. Бичкова // Вісник ОНУ ім. І. І. Мечникова. – 2010. – № 7. – С. 5–15.
10. Бичкова Н. В. Моделювання впливу фінансової архітектури національних корпорацій на ефективність фінансової діяльності / Н. В. Бичкова А. Т. Яровий // Вісник ОНУ ім. І. І. Мечникова. – 2011. – № 16. – С. 14–22.
11. Білоцерковець О. Г. Економіка України: шоківі впливи та шлях до стабільного розвитку / О. Г. Білоцерковець, Т. В. Бурлай, Н. Ю. Гончар та ін.; за ред. д-ра екон. наук І. В. Крюкової; НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2010. – 480 с.
12. Біржовий список [Електронний ресурс] // Офіційний сайт фондової біржі ПФТС. – Режим доступу: <http://pfts.ua/stock-exchange-pfts/list-pfts>
13. Бірюк С. О. Еволюція міжнародного фондового ринку в період кризових потрясінь / С. О. Бірюк // Управління сучасним містом. – 2012. – № 1/4 (45/48). – С. 124–129.
14. Бланк І. О. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник / І. О. Бланк. – К.: Ельга, 2008. – 724 с.
15. Бланшард О. Макроэкономика / О. Бланшар; пер. с англ. науч. ред. Л. Л. Любимов. – М.: Изд. дом Гос. ун-та Высшей школы экономики, 2010. – 671 с.
16. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс; пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: Олимп-Бизнес, 2008. – 1008 с.
17. Бузанов В. Финансовые инструменты на внутреннем рынке капитала корпорации / В. Бузанов // Известия ИГЭА. – 2013. – № 4(90). – С. 46–49.

18. Бурханова А. А. Обзор современных исследований динамической компромиссной теории структуры капитала // А. А. Бурханова, В. В. Енков, Д. А. Коротченко, М. В. Кичкайло и др. // Корпоративные финансы. – 2012. – № 3(23). – С. 70–86.
19. Гайфутдинова Н. С. Влияние поведенческих аспектов на структуру капитала российских публичных компаний / Н. С. Гайфутдинова, М. С. Кокорева // Корпоративные финансы. – 2014. – № 3(19). – С. 44–58.
20. Геець В. Вихід з кризи (роздуми над актуальним у зв'язку з прочитаним) / В. М. Геець, А. А. Гриценко // Економіка України. – 2013. – № 6. – С. 4–19.
21. Герасимов С. М. Эмпирические исследования структуры капитала компаний на развивающихся рынках: специфика и методология / С. М. Герасимов // Корпоративные финансы. – 2012. – № 1(21). – С. 97–109.
22. Гиляровская Л. Т. Экономический анализ: учебник для вузов / Л. Т. Гиляровская. – 2-е изд., доп. – М.: Юнити–Дана, 2004. – 615 с.
23. Глущенко В. В. Оптимізація структури капіталу акціонерних товариств на основі багатокритеріального підходу як напрям удосконалення фінансово-кредитного механізму їх розвитку / В. В. Глущенко, А. В. Кравець // Вісник Харківського політехнічного інституту. – 2012. – № 3. – С. 49–56.
24. Господарський Кодекс України від 16.01.2003 р. № 436–IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T030436.html.
25. Григор'єв Л. Ю. Корпоративна архітектура та її складові / Л. Ю. Григор'єв, Д. В. Кудрявцев, С. Л. Горелик // Формування ринкової економіки в Україні. – 2011. – № 23(Ч. 2). – С. 270–277.
26. Даль И. В. Толковый словарь / И. В. Даль; ред. И. А. Васюкова. – М.: АСТ, 1998. – 607 с.
27. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
28. Діяльність підприємств [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
29. Долгопятова Т. Г. Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки / Т. Г. Долгопятова // Известия УрГЕУ. – 2016. – № 4(66). – С. 30–39.
30. Економічний огляд України. The World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org/uk/country/ukraine>
31. Ерохина Е. А. Стадии развития открытой экономики и циклы Н. Д. Кондратьева / Е. А. Ерохина. – Томск: Водолей. – 2013. – 181 с.
32. Житар М. О. Концептуальні засади забезпечення фінансової архітектури корпорацій / М. О. Житар, Г. Г. Немсадзе // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки» – № 24 Ч. 2, 2017. – С. 89–92.
33. Житар М. О. Теоретичні засади фінансової архітектури економіки України / М. О. Житар // Науковий Вісник Ужгородського університету, серія «Економіка». – 2018. – № 1(51). – С. 331–334.

34. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514–VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T080514.html
35. Закон України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178–VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>
36. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96–ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.
37. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480–IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>
38. Залилова Э. К. Особенности оценки стоимости бизнеса акционерного общества на основе метода средневзвешенной стоимости капитала / Э. К. Залилова // International Student Research Bulletin. – 2015. – № 4. – С. 362–363.
39. Зикунова И. В. Дескриптивная модель делового цикла и управление в экономических системах / И. В. Зикунова // Известия ИГЭА. – 2009. – № 4(66). – С. 92–97.
40. Ибрагимов Р. Г. Долг с субсидированной процентной ставкой, структура капитала и ценность компании / Р. Г. Ибрагимов // Финансы корпораций. – 2011. – № 4(28). – С. 20–30.
41. Иванов М. Е. Влияние глобальных экономических кризисов на формирование и развитие национальной финансовой архитектуры // Теоретические и прикладные исследования социально-экономических систем в условиях интеграции России в мировую экономику. Материалы II Международной заочной научно-практической конференции (1 ноября 2013 г.). – Тюмень: Тюменский государственный университет, 2013. – С. 719–723.
42. Ивашковская И. В. Действуют ли классические концепции структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Западной Европы / И. В. Ивашковская, П. В. Макаров // Корпоративные финансы. – 2010. – № 3(15). – С. 47–62.
43. Ивашковская И. В. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): монография / под науч. ред. И. В. Ивашковской. – М.: ИНФРА–М, 2011.
44. Ивашковская И. В. Модель корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров / И. В. Ивашковская // Вестник Финансовой академии. – М., 2010. – № 2(56). – С. 29–35.
45. Ивашковская И. В. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: монография / И. В. Ивашковская, А. Н. Степанова, М. С. Кокорева. – М.: ИНФРА–М. – 2013. – 238 с.
46. Ивашковская И. В. Управленческая гибкость: взгляд финансиста / И. В. Ивашковская // Рынок ценных бумаг. – 2012. – № 6. – С. 12–22.

47. Іванищева А. В. Вплив структури капіталу на фінансову стійкість підприємства / А. В. Іванищева // Наука і прогрес. Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2009. – С. 244–247.
48. Інвестиційний портал «InVenture» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://aequo.ua/content/news/files/aequo_ma_research_2017_1492069611_ru.pdf
49. Індекс прозорості й підзвітності компаній за 2016 р. [Електронний ресурс]. Центр розвитку «Корпоративної соціальної відповідальності». – Режим доступу: http://www.csrukraine.org/rezultati_indeksu_prozorosti.html
50. Капітальні інвестиції [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
51. Климчук С. В. Фінансова архітектура в умовах трансформацій / С. В. Климчук // Проблеми матеріальної культури – економічні науки. – 2013. – № 265. – С. 6–11.
52. Коваленко Ю. М. Дослідження функціонування національних ринків цінних паперів у світових фінансових центрах / Ю. М. Коваленко, Т. В. Біловус // ScienceRise. – 2017. – № 7(36). – С. 9–15.
53. Кокорева М. С. Влияние внутренних институциональных факторов на скорость приспособления к целевой структуре капитала на развивающихся рынках / М. С. Кокорева, С. М. Юлова // Корпоративные финансы. – 2013. – № 4(28). – С. 4–16.
54. Комаринець С. О. Фінансова гнучкість підприємства в умовах невизначеності середовища / С. О. Комаринець // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 2010. – № 2. – С. 186–191.
55. Кочетков Е. П. Теория структуры капитала и практика слияний и поглощений в условиях России / Е. П. Кочетков, П. В. Русаков // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – № 3. – С. 1–7.
56. Крисоватий А. І. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. – 2013. – № 9. – С. 7–27.
57. Кужелєв М. О. Розвиток інфраструктури ринку цінних паперів: сутність та елементи / М. О. Кужелєв, І. П. Головенко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України: електронне наукове видання. – 2016. – № 2. – С. 144–154.
58. Кулемин А. Финансовое управление внутренним рынком капитала в холдинговой компании [Electronicresource]. / А. Кулемин // – Modeofaccess: <https://www.econ.msu.ru/cmt2/lib/a/947/file/Kulemin.pdf>
59. Лактионова А. А. Анализ факторов формирования финансовой гибкости субъектов хозяйствования в Украине / А. А. Лактионова, И. С. Чишко // Финансы, учет, банки. – 2010. – № 1(16). – С. 10–24.
60. Лактионова А. А. Анализ взаимосвязи внутренних факторов стоимости финансовых ресурсов и структуры финансирования субъектов хозяйствования / А. А. Лактионова, М. В. Закорко // Вісник ОНУ ім. І. І. Мечникова. – 2013. – № 3/2. – С. 87–91.

61. Лактионова А. А. Финансовая гибкость как феномен проявления гибкости финансовой системы на микроуровне / А. А. Лактионова // Бізнес Інформ. – 2014. – № 3. – С. 301–311.
62. Лактионова А. А. Элементы гибкости финансовой системы / А. А. Лактионова, И. С. Чишко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2011. – № 1. С. 659–673.
63. Лактионова О. А. Гнучкість фінансової системи: методологія, оцінка та вектори забезпечення: монографія / О. А. Лактионова. – Вінниця: ТОВ «Нілан-ЛТД», 2016. – 400 с.
64. Лактионова О. А. Кластеризація типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні / О. А. Лактионова, А. С. Лук'яненко // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2014. – № 5(Ч. 4). – С. 71–77.
65. Лактионова О. А. Структурні елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання та особливості їх взаємозв'язку / О. А. Лактионова, А. С. Лук'яненко // Бізнес Інформ. – 2014. – № 5. – С. 261–270.
66. Ломачинська І. А. Формування архітектури фінансової системи України / І. А. Ломачинська // Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: збірник тез міжнародної науково-практичної конференції / Національний університет «Львівська політехніка». – 2015. – С. 226–227.
67. Лук'яненко А. С. Теоретичні засади фінансової архітектури суб'єктів господарювання / А. С. Лук'яненко // Економіка і організація управління. Збірник наукових праць. – 2014. – № 1(15). – С. 145–155.
68. Македон В. В. Забезпечення процесів ефективного управління корпоративною власністю в Україні / В. В. Македон, О. О. Баканов // Європейський вектор економічного розвитку. – 2012. – № 1(12). – С. 115–122.
69. Масюк Ю. В. Особливості оптимізації управління капіталом в умовах кризи / Ю. В. Масюк, Л. І. Бровко // Науковий вісник Ужгородського університету. – 2016. – № 33. – С. 181–185.
70. Матеріали інформаційного сайту Ernst & Young [Electronicresource] / IPO insights Comparing global stock exchanges // Modeofaccess: http://www.ey.com/gl/en/services/strategic-growth-markets/strategic-growth-markets_ipo_comparing-stock-exchanges
71. Марковская Е. И. Эволюция институтов в условиях экономических изменений / Е. И. Марковская // Теоретические и прикладные проблемы социальных наук. Сборник научных трудов. – 2014. – С. 29–35.
72. Марченко В. М. Методологічні основи оцінювання трансакційних витрат у контексті взаємовпливу суб'єктів інституціонального середовища / В. М. Марченко, І. В. Макалюк // Бізнес Інформ. – 2016. – № 2. – С. 285–292.
73. Міщенко С. В. Монетарні цикли в економіці України / С. В. Міщенко, С. В. Науменкова, І. М. Льон // Актуальні проблеми економіки. – 2016. – № 11(185). – С. 363–372.
74. Наконечна А. С. Адаптація фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах економічної циклічності / А. С. Наконечна // Фінансова система України в умовах економічних перетворень: Всеукр. наук.-практ. конф. (Київ, 18–19 квітня 2018 р.) – К.: КНТЕУ, 2018. – С. 31–33.

75. Наконечна А. С. Домінанти кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки / А. С. Наконечна // *Финансы, учет, банки. Збірник наукових праць*. – 2017. – № 1(22). – С. 190–201.
76. Наконечна А. С. Особливості впливу циклічного розвитку економіки на фінансову архітектуру суб'єктів господарювання / А. С. Наконечна // *Бізнес Інформ*. – 2014. – № 12. – С. 393–399.
77. Наконечна А. Адаптація на фінансовата архітектура на підприємства: количественни доминанти в цикличното икономическо развитие / А. Наконечна, А. Лактионова // *Народностопански архив СА «Д. А. Ценов»*. – 2017. – № 3. – С. 13–33.
78. Наконечна А. С. Динаміка фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні / А. С. Наконечна // *Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції «Соціокультурні та економіко-правові аспекти розвитку держави, сучасного суспільства, людини»*. – Одеса: ОДУВС, 2016.
79. Наконечна А. С. Зниження негативних екстерналій високої концентрації власності корпорацій в процесі розвитку економічної системи / А. С. Наконечна, О. А. Лактионова // *Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи: монографія* / [О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк, А. І. Іващенко та ін.]; за заг. ред. д-ра. екон. наук, проф. О. Терещенка. – К.: КНЕУ, 2017. – 495 с.
80. Наконечна А. С. Кластеризація типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні / А. С. Наконечна // *Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів в умовах нової соціально- економічної реальності: збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції, 25 березня 2016 р.* / Національний університет ДПС України, Навчально-науковий інститут фінансів, банківської справи. – Ірпінь: Видавництво національного університету ДПС України, 2016. – С. 301–304.
81. Наконечна А. С. Модель коригування структури капіталу суб'єктів господарювання в умовах адаптації до циклічних змін економіки / А. С. Наконечна // *Актуальні проблеми економіки*. – 2016. – № 5(179). – С. 182–191.
82. Науменкова С. В. Базель I, II, III: розвиток підходів для зміцнення регуляторної основи / С. В. Науменкова // *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. – 2015. – № 12 (177). – С. 39–48.
83. Науменкова С. В. Макропруденційні інструменти в механізмі забезпечення фінансової стабільності / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко // *Фінанси України*. – 2015. – № 10. – С. 53–76.
84. Науменкова С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури: монографія / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К.: Університет банківської справи НБУ, 2009. – 384 с.
85. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/fund/ analytics>
86. Національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.interbuh.com.ua/ru/documents/ onemanuals/35131>

87. Національний банк України. Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>
88. Никитюк Т. О. Методичні основи дослідження управління капіталом підприємства в умовах ринкової нестабільності / Т. О. Никитюк // Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2015. – Вип. № 25. – С. 198–203.
89. Ожегов С. И. Толковый словарь русского языка. / С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. – 9-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 880 с.
90. Онишко С. В. Врівноження розвитку фінансового ринку і нової економіки як стратегія успішних соціально-економічних зрушень в Україні / С. В. Онишко // Економічний вісник Університету державної фіскальної служби України. – 2017. – Вип. 1, 2017. – С. 154–159.
91. Онишко С. В. Гнучкість фінансового ринку в умовах циклічного розвитку економіки / С. В. Онишко, О. А. Лактіонова // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: збірник наукових праць / ред. кол.: І. Д. Пасічник, О. І. Дем'янчук. – Острог: Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2014. – Випуск 27. – С. 89–95.
92. Публічне акціонерне товариство Донбасенерго. Офіційний сайт. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://de.com.ua/company.htm>.
93. Райзберг Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 480 с.
94. Редькін О. С. Корпоративна соціальна відповідальність: моделі та управлінські практика: посібник / О. С. Редькін. – К.: Вид-во «Фарбований лист», 2011. – 480 с.
95. Рожнова О. В. Использование справедливой стоимости для оценки активов и обязательств хозяйствующих субъектов / О. В. Рожнова, В. В. Марков // Известия МГТУ «МАМИ». – 2013. – № 4 (18) – С. 355–359.
96. Рудык Н. Б. Структура капитала корпорации: теория и практика / Н. Б. Рудык. – М.: Дело, 2004. – 272 с.
97. Санин В. В. Баланс и конфликт финансовых и экономических интересов стейкхолдеров в корпоративной стратегии холдинга: автореферат дис... канд. экон. наук: 08.00.10 / В. В. Санин; С-Пб унив-т экон. и фин. – 2011. – 25 с.
98. Скворцова Т. А. Оценка рыночной стоимости акций публичного акционерного общества / Т. А. Скворцова, Т. А. Черкашина // Наука и мир. – 2015. – № 2(18). – С. 53–54.
99. Сливка Т. О. Особливості формування та розвитку корпоративної власності в Україні / Т. О. Сливка // Економіка, фінанси, право. – 2011. – № 8. – С. 11–15.
100. Словник слів іншомовного походження економічного змісту [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://ukrreferat.com/chapters/inozemna-mova/slovník-sliv-inshomovno-go-pozhodzhennya-ekonomichno-go-zmistu.html>
101. Степанова А. Н. Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний / А. Н. Степанова, Е. А. Балкина // Корпоративные финансы. – 2013. – № 3(27). – С. 5–22.

102. Теплова Т. В. Эмпирическое исследование влияния финансовых ограничений, определяемых размером компании, на инвестиционное поведение на российском рынке / Т. В. Теплова, Е. В. Панкова // Корпоративные финансы. – 2007. – № 4(22). – С. 212–226.
103. Терещенко О. О. Удосконалення фінансового механізму антикризового управління підприємством / О. О. Терещенко, С. В. Павловський // Фінанси України. – 2016. – № 6. – С. 108–123.
104. Учасники ринку [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України». – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/>
105. Ушаков Д. Н. Толковый словарь [Електронний ресурс] / Д. Н. Ушаков. – Режим доступу: <http://ushakovdictionary.ru/>
106. Франк Е. В. Агентская проблема в системе корпоративного управления / Е. В. Франк // Экономика, предпринимательство и право. – 2015. – № 7. – С. 29–36.
107. Чалий І. Г. Обґрунтування змісту процесу формування капіталу акціонерного товариства: вартісно-орієнтований підхід / І. Г. Чалий, О. В. Тофанюк // Комунальне господарство міст. – 2012. – № 102. – С. 274–287.
108. Черваньов Д. Пріоритетні напрямки реалізації відкритих інновацій в Україні / Д. Черваньов, Л. Названова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2012. – Вип. 136. – С. 4–8.
109. Черкасова В. А. Влияние концентрации инсайдерской собственности на эффективность инвестиций компаний на развивающихся рынках / В. А. Черкасова, Р. Ф. Дуняшева // Корпоративные финансы. – 2014. – № 2(30). – С. 4–17.
110. Экономико-математический энциклопедический словарь / Гл. ред. В. И. Данилов-Данильян. – М.: Большая Российская энциклопедия: Издательский Дом «ИНФРА-М», 2003. – С. 13
111. Aldrichi M. The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence from Brazil / M. Aldrichi, A. Oliveira // SSRN Working Paper. – 2007. – P. 1–18.
112. Almedia H. The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress / H. Almedia, T. Philippon // Journal of Finance. – 2007. – № 62. – P. 2557–2586.
113. Antras P. Grossman–Hart (1986) Goes Global: Incomplete Contracts, Property Rights, and the International Organization of Production / P. Antras // Journal of Law, Economics, and Organization. – 2013. – P. 1–58.
114. Arslan O. How and Why Do Firms Establish Financial Flexibility? / O. Arslan // [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.researchgate.net/publication/228434354_How_and_Why_Do_Firms_Establish_Financial_Flexibility
115. Badurri H. (2009). The choice of corporate liquidity and corporate governance. Review of Financial Studies, 22(4), P. 208–229.
116. Balsmeier B. Ownership Concentration, Institutional Development and Firm Performance in Central and Eastern Europe: B. Balsmeier, D. Czarnitzki //

- [Electronicresource]. – Modeofaccess: <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp10096.pdf>
117. Bany-Ariffin A. N. Pyramidal Ownership Structure and Agency Problem: Theory and Evidence / A. N. Bany-Ariffin // *Integration and Dissemination*. – 2013. – P. 9–18.
 118. Barclay M. Financial Architecture / M. Barclay, K. Smith // [Electronicresource]. – Modeofaccess: http://papers.ssrn.com/papers/abstract_id=916093
 119. Bhamra H. The Aggregate Dynamics of Capital Structure and Macroeconomic Risk / H. Bhamra, L. A. Kuehn, I. Strebulaev // *Review of Financial Studies*. – 2010. – № 23 (12). – P. 4187–4241.
 120. Burkart M. Minority Blocks and Takeover Premia / M. Burkart, D. Gromb, F. Panunzi // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <http://denis.gromb.pagesperso-orange.fr/files/bgp6.pdf>
 121. Burns A. Burns and Mitchell on Business Cycles / A. Burns, W. Mitchell // [Electronicresource]. – Modeofaccess:http://papers.ssrn.com/abstract_id=413940
 122. Byoun S. How and when do firms adjust their capital structures toward targets / *The Journal of Finance*. – 2008. – No. 6. – P. 3069–3096.
 123. Cabeza-García L. Post-Privatization Ownership Concentration: Determinants and Influence on Firm Performance / L. Cabeza-García, S. Gómez-Ansón // *Journal of Comparative Economics*. – 2014. – № 39. – P. 412–430.
 124. Campello M. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis / M. Campello, R. Campbell, J. Graham // [Electronicresource]. – Modeofaccess: https://econpapers.repec.org/article/eeeejfinec/v_3a97_3ay_3a2010_3ai_3a3_3ap_3a470-487.htm
 125. Cerovic S. The impact of ownership structure on corporate performance in transitional economies / S. Cerovic, N. Stanisic, T. Radojevic, N. Radovic // *Amfiteatru Economic*. – 2014. – № 17(38). – P. 441–454.
 126. Chen Y. Business Strategy, Executive Compensation, and Firm Performance: CAAA Annual Conference 2009 Paper: SSRN Working Paper. 2009. [Electronicresource] / Y. Chen, J. Jermias. – Modeofaccess: <http://ssrn.com/abstract=1326183>
 127. Cheng M. C., Tzeng Z. C. How does ownership structure effect capital structure and firms performance? Evidence from Taiwan / *Global Review of Accounting and Finance*. – 2011. – No. 2. – C. 61–81.
 128. Da Silva A. S. Campaign finance and corporate governance: the case of Brazil / A. S. Da Silva, F. M. Graminho // *Corporate Ownership & Control*. – 2006. – № 3(2). – P. 125–136.
 129. Dang V. A. Asymmetric Capital Structure Adjustment: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models / V. A. Dang, M. Kim, Y. Shin // *Journal of Empirical Finance*. [Electronicresource]. – Modeofaccess: <https://www.escholar.manchester.ac.uk/api/datastream?publicationPid=uk-ac-man-scw:158563&datastreamId=POST-PEER-REVIEW-NON-PUBLISHERS.PDF>
 130. DeAngelo H. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt / H. DeAngelo, L. DeAngelo, T. Whited // *Journal of Financial Economics*. – 2011. – № 99. – P. 235–261.

131. Demetz H. The structure of corporate ownership: causes and consequences: H. Demsetz, K. Lehn // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <http://dx.doi.org/10.1086/261354>
132. Denis D. Financial flexibility and capital structure policy. Evidence from pro-active leverage increases / Krannert School of Management. – 2009. – P. 1–27.
133. Derkatch M. N. (2011), Adaptive mechanism of institutional changes of economic system, Bizness Inform, No. 1, p. 133–135.
134. Demirgüçs–Kunt A., Levine R. Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview // World Bank Economic Review. 1996. Vol. 10. – № 2. – P. 223–240.
135. Drobetz W. What determines the speed of adjustment to the target capital structure // Drobetz W., Wanzenried G. / Applied Financial Economics. – 2006. – № 6. – PP. 941–961.
136. Edwards J. S. S. Control rights, pyramids, and the measurement of ownership concentration // Jeremy S. S. Edwards, A. J. Weichenrieder / Journal of Economic Behavior and Organization. – 2013. – P. 1–48.
137. Elekdag S., Wu Y., Rapid Credit Growth: Boon or Boom–Bust? / S. Elekdag // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Rapid-Credit-Growth-Boon-or-Boom-Bust-25305>
138. Fama E. F., French K. R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence // Journal of Economic Perspectives. – 2004. – Vol. 18. – No. 3. – P. 25–46.
139. Fama F. The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment / Eugene F. Fama, Kenneth R. French // [Electronicresource]. – Modeofaccess: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=75999
140. Fan Y. Financial constraints and moral hazard: the case of Franchising / Y. Fan // Düsseldorf Institute for Competition Economics. – 2016. – № 223. – PP. 1–40.
141. Faulkender M. Cash flows and leverage adjustments / M. Faulkender, M. J. Flannery, K. W. Hankins, J. W. Smith // Journal of Financing Economics. – 2012. – № 103. – P. 632–646.
142. Faulkender M. Do Adjustment Costs Impede Realization of Target Capital Structure // M. Faulkender, M. Flannery, J. Smith, K. W. Hankins / Working Paper. – 2009. – PP. 1–40.
143. Fazzari Steven M. Financing Constraints and Corporate Investment / Steven M. Fazzari, Bruce C. Petersen, R. Glenn Hubbard // [Electronicresource]. – Modeofaccess: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=228014
144. Fischer E., Heinkel R. and Zechner J. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests // Journal of Finance. – 1989. – P. 44.
145. Flannery M. J. Partial Adjustment Toward Target Capital Structure / M. J. Flannery, K. P. Rangan // [Electronicresource]. – Modeofaccess: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=467941
146. Fratini F. Corporate governance and performance: Evidence from Italian companies / F. Fratini, P. Tettamanzi // Open Journal of Business and Management. – 2015. – № 3(3). – P. 199–218.

147. Glagolev S. N. (2009), Essence of the organizational and economic mechanism of industrial enterprises adaptation // Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsialno–ekonomicheskogo universiteta – No. 1(25). – Pp. 33–35.
148. Global Financial Stability Report. Restoring Confidence and Progressing on Reforms / International Monetary Fund. – Washington. – October 2016. – P. 1–200.
149. Graham J. R. Estimating the Tax Benefits of Debt / J. R. Graham // Journal of Applied Corporate Finance. – 2001. – № 14. – P. 42–54.
150. Graham J. R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field / J. R. Graham, C. R. Harvey // Journal of Financial Economics. – 2001. – No. 61. – P. 1–53.
151. Hackbarth D. Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions // Dirk & Miao Hackbarth, Jianjun & Morellec Erwan / Journal of Financial Economics. – 2006. – № 82(3). – Pp. 519–550.
152. Halling M. Leverage Dynamics over the Business Cycle / M. Halling, J. Yu, J. Zechner // AFA 2012 Chicago Meetings Paper. [Electronicresource]. – Modeofaccess: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1762289
153. Herciu M., Creating value – from corporate governance to total shareholders return. An overview / M. Herciu, A. Serban // Studies in Business and Economics. – 2016. – No 11(2). – PP. 36–50.
154. Ilgaz D. How important is “target leverage?” A study of determinants of firms’ capital structure adjustments / D. Ilgaz // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <https://research.stlouisfed.org/conferences/moconf/2012/JobMarketPaper%20-%20ch%201%20leverage.pdf>
155. Jackson D. Corporate Governance and Business Value Growth (2015) / D. Jackson // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <https://www.businesstransitionsimplified.com/corporate-governance-and-business-value-growth/>
156. Jensen M. C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure / M. C. Jensen, W. H. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – No. 2. – P. 1–77.
157. Kaplan S. N. Do Investment–Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints // S. N. Kaplan, L. Zingales / Quarterly Journal of Economics. – 1997. – № 112(1). – P. 169–215.
158. Keasey K., Wright M. Introduction: the Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions / K. Keasey, S. Thompson // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <https://www.coursehero.com/file/p4pikd1/Keasey-K-Thompson-S-and-Wright-M-1997-Introduction-the-corporate-governance/>
159. Klaus Schwab. Xavier Sala–i–Martín. The Global Competitiveness Report 2012–2013. World Economic Forum. – 2012. – p. 545.
160. Korajczyk R. Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints / R. Korajczyk, A. Levy // Journal of Financial Economics. – 2003. – № 68. – P. 75–109.
161. KPMG Investments and capital markets Department (2016) M&A Market in 2016. Вісник KPMG з питанні стійкого розвитку. [Electronicresource]. –

Modeofaccess: <https://home.kpmg.com/us/en/home/insights/2016/05/2016-issue2-article1.html>

162. La Porta R. Corporate Ownership around the World / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // *Journal of Finance*. – 1999. – № 54. – P. 471–517.
163. Mak Y. Size Really Matters: Further Evidence On The Negative Relationship Between Board Size and Firm Value / Y. Mak, Y. Kusnadi // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2005. Vol. 13. – No. 3. P. 301–318.
164. Malik M. Hafeez. Corporate Governance and Institutional Investment / M. Malik. – Universal Publishers Boca Raton, Florida. – 2015. – 306 p.
165. Markovskaya E. I. (2013), Main types of the adaptive mechanisms of the Russian economy / E. I. Markovskaya // *Audit i finansovy analiz*. – No. 1 – Pp. 273–276.
166. Martin J. D., Petty J. W., Rich S. P. An Analysis of EVA and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income. Hankamer School of Business Working paper. Waco, TX: Baylor University, 2013. URL: <http://www.sml.hw.ac.uk/ms75/GP%20Papers/G51.pdf>
167. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes An Alternative to “Standart” Theory / H. Minsky // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <http://ecsocman.hse.ru/data/581/936/1223/journal7.1-3.pdf>
168. Modigliani F.; Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *The American Economic Review*. – 1958. – Vol. 48. – No. 3. – P. 261–297.
169. Morck R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Financial Economics*. – 1988. – № 20. – P. 293–315.
170. Murfin J. The Supply-Side Determinants of Loan Contract Strictness / J. Murfin // *Journal of Finance*. – 2012. – Vol. 67. – P. 1565–1601.
171. Myers S. C. Still Searching for Optimal Capital Structure / S. C. Myers // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 1993. – P. 80–105.
172. Myers S. Financial Architecture / S. Myers // *European Financial Management*. 1999. Vol. 5. P. 133–141.
173. Nakonechna A. Conceptual basis of providing financial architecture adaptation of enterprises in the cyclical economic development / A. Nakonechna // *L’Association 1901 “SEPIKE”*. – 2015. – № 10. – P. 110–115.
174. Pagano M., Panetta F. Why do companies go public? An Empirical Analysis / M. Pagano // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <http://www.csef.it/pagano/jf-1998.pdf>
175. Pinkowitz L. Is there a U.S high cash holdings puzzle after the financial crisis? / L. Pinkowitz, M. Stulz, R. Williamson // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <https://www.aeaweb.org/conference/2014/retrieve.php?>
176. Ryan J. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide. Useful Measures of Financial Constraints / J. Ryan, L. Zingales // *Quarterly Journal of Economics*. – 2002. – № 112. – P. 169–215.
177. Shleifer A. A survey of corporate governance // A. Shleifer, R. W. Vishny / *Journal of Finance*. – 1997. – № 52. – P. 737–783.

178. Sinha S. Literature review on the constraints to investment in developing countries. Final report / S. Sinha, I. Fiestas // Department for International Development. – 2011. – P. 1–33.
179. Silvia B. The Funding of Subsidiaries Equity, “Double Leverage,” and the Risk of Bank Holding Companies (BHCs), 2015 / B. Silvia // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/20151202-a3.pdf>
180. Soros G. The New Global Financial Architecture / G. Soros // Eds Will Hutton and Anthony Giddens, On the Edge, Jonathan Cape, London. – 2000. – 88 P.
181. Standard&Poor’s [Electronicresource]. – Modeofaccess: <http://www.standardandpoors.com>.
182. Stein J. Agency, Information and Corporate Investment / J. Stein // [Electronicresource]. – Working paper 3116. – NBER, 2001. – Modeofaccess: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273568
183. Stein J. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources / J. Stein // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <http://www.nber.org/papers/w5101.pdf>
184. Sufi A. Bank Lines of credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis / A. Sufi // The Review of Financial Studies. – 2009. – No 22(3). – P. 1057–1088.
185. The Financial Development Report [Electronic resource] // World Economic Forum, 2016. – 420 p. – Access mode: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2016.pdf
186. Toni M., Wu G. Financial Constraints Risk / M. Toni // [Electronicresource]. – Modeofaccess: https://www.bauer.uh.edu/wu/Papers/RFS2006_FinConstr.pdf
187. Tricker R. All Corporate Entities Need to be Governed / R. Tricker // Corporate Governance. – 1997. – Vol. 5. – No 1. – P. 1–2.
188. Ukraine 2016 article IV consultation / International Monetary Fund. – Washington. – 2016. – IMF Country Report. – No. 12/315 – PP. 1–96.
189. Vintila G. Insider Ownership and the Value of the Bucharest Stock Exchange Listed Companies: Convergence-of-Interest or Entrenchment Effect? / G. Vintila, S. Gherghina // International Journal of Economics and Financial Issues. – 2013. – № 1(4). – P. 183–195.
190. Volberda H. Building the flexible firm: How to remain comperative / H. Volberda. – Oxford, England: Oxvord university press, 2009. – 349 p.
191. Wells B. Corporate governance in Ukraine. – 2011. – October. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rs.concorde.ua/files/Image/..._ENGLISH
192. William G. Credit Line Availability and Utilization in REITs / G. William, D. Matthew // [Electronicresource]. – Modeofaccess: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1477628
193. Xu X. Do firms adjust toward a target leverage level? / X. Xu // [Electronicresource]. – Modeofaccess: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp07-50.pdf>
194. Zhytar M. Economic content and components of the financial architecture of the corporation /M. Zhytar, G. Nemsadze // Fundamental and applied researches in practice of leading scientific schools. – 2018, Vol. 26(2). – P. 215–218.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Теоретичні підходи щодо розгляду поняття «архітектура», включаючи суміжні поняття

№	Автор	Визначення поняття
1.	Даль В.	Архітектура (з лат. architectura, з грец. architekton – будівельник) – це <i>система споруджень та конструкцій</i> , що формують <i>просторове середовище</i> для життя та діяльності людей, а також мистецтво створювати ці спорудження та конструкції відповідно до законів фізики та естетики
2.	Григор'єв Л., Кудрявцев Д., Горелик С.	Архітектура – це <i>вираження закономірностей</i> , що притаманні системі (наприклад, будівлі, технічній або інформаційній системі), загальний <i>план або концепція</i> , що використовуються для її створення, а з іншого боку – <i>абстрактний опис системи, її структури, компонентів та їх взаємозв'язків</i>
3.	Ожегов С., Шведва Н.	Система – це: 1) певний <i>порядок</i> у розташуванні та зв'язку елементів; 2) <i>форма організації</i> чого-небудь; 3) дещо ціле, що являє собою <i>єдність частин</i> , які закономірно розташовані та знаходяться у <i>взаємозв'язку</i>
4.	Ушаков Д.	Структура (лат. structura – будова, розташування, порядок) – це сукупність <i>стійких зв'язків</i> об'єкта, що забезпечують його <i>цілісність і тотожність самому собі</i> тобто збереження основних властивостей в умовах різних зовнішніх та внутрішніх змін
5.	Крисіна Л.	Дизайн (з англ. design – задум, проект, креслення, рисунок) – це результат <i>проектувальної діяльності</i> , що має на меті формування естетичних та <i>функціональних якостей</i> предметного середовища. У вузькому розумінні, дизайн – це художнє конструювання
6.	Ушаков Д.	Конфігурація (з латин. configuratio – зображення) – це вигляд, загальний обрис, <i>взаємне розташування</i> яких-небудь предметів, <i>співвідношення їх між собою</i>
7.	Ожегов С., Шведва Н.	Архітектоніка (з грец. architektonike – будівельне мистецтво) – 1) <i>співрозмірне розташування частин, гармонійне поєднання їх в єдине ціле</i> , як художнє вираження <i>композиційних закономірностей</i> будь-якого спорудження або конструкції; 2) побудова <i>витвору</i> як єдиного цілого, взаємозв'язок складових його частин та елементів, що визначаються ідеєю витвору

Джерело: складено за даними [25; 26; 89; 100; 105].

Таблиця А.2

**Узагальнення теоретичних підходів щодо поняття «архітектура»
з точки зору фінансів, включаючи суміжні поняття**

№	Автор та джерело	Визначення поняття
1.	<i>Міжнародний валютний фонд</i>	Архітектура (світова фінансова) – це <i>система</i> інститутів, ринків, правил гри та практики, які уряд, бізнес та індивідуальні учасники здійснюють зазвичай у своїй економічній та фінансовій діяльності
2.	<i>Іванов М.</i>	Архітектура (національна фінансова) – це <i>взаємодія емітентів, суб'єктів фінансової інфраструктури, індивідуальних, інституціональних та кваліфікованих інвесторів з державними регулятивними органами та організаціями учасників фінансового ринку, що саморегулюються</i>
3.	Григор'єв Л., Кудрявцев Д., Горелик С.	1) Архітектура (корпоративна фінансова) як об'єктивна реальність – це реально наявна <i>організація бізнесу, яка притаманна конкретній компанії</i> ; 2) Архітектура (корпоративна фінансова) як <i>модель опису</i> цієї реальності – це загальна модель бізнесу, що визначає політику інвесторів, стратегії, продукти, процеси, структури та інформаційну підтримку діяльності
4.	<i>Бичкова Н.</i>	Архітектура (фінансова з точки корпорації) – це <i>система взаємопов'язаних елементів–структурних характеристик</i> корпорації, що визначають систему організації її фінансів та впливають на ефективність фінансової діяльності, яка зі свого боку виявляється в ступені досягнення фінансових цілей діяльності корпорації у процесі розробки та реалізації фінансових рішень
5.	Райзберг Б.	Система (фінансова) – це <i>сукупність взаємопов'язаних та взаємодіючих частин, ланок, елементів</i> , що безпосередньо пов'язані з фінансовою діяльністю та сприяють її забезпеченню. Фінансова система включає в себе фінансові інститути та інструменти, що створюють необхідні умови для протікання фінансових процесів, фінансові ресурси, закони, норми, правила, що регламентують фінансову діяльність
6.	Івашковська І.	Дизайн (фінансовий) – це <i>система, що пристосовується до змін умов у конкурентному середовищі та на ринку капіталів, в межах якої кожен з елементів не може бути зміненим у відриві від цілого</i> в контексті погляду на компанію з точки зору її місії та цілей, з врахуванням характеру бізнесу та динамічного стану макросередовища

Джерело: складено за даними [10; 25; 41; 45; 93].

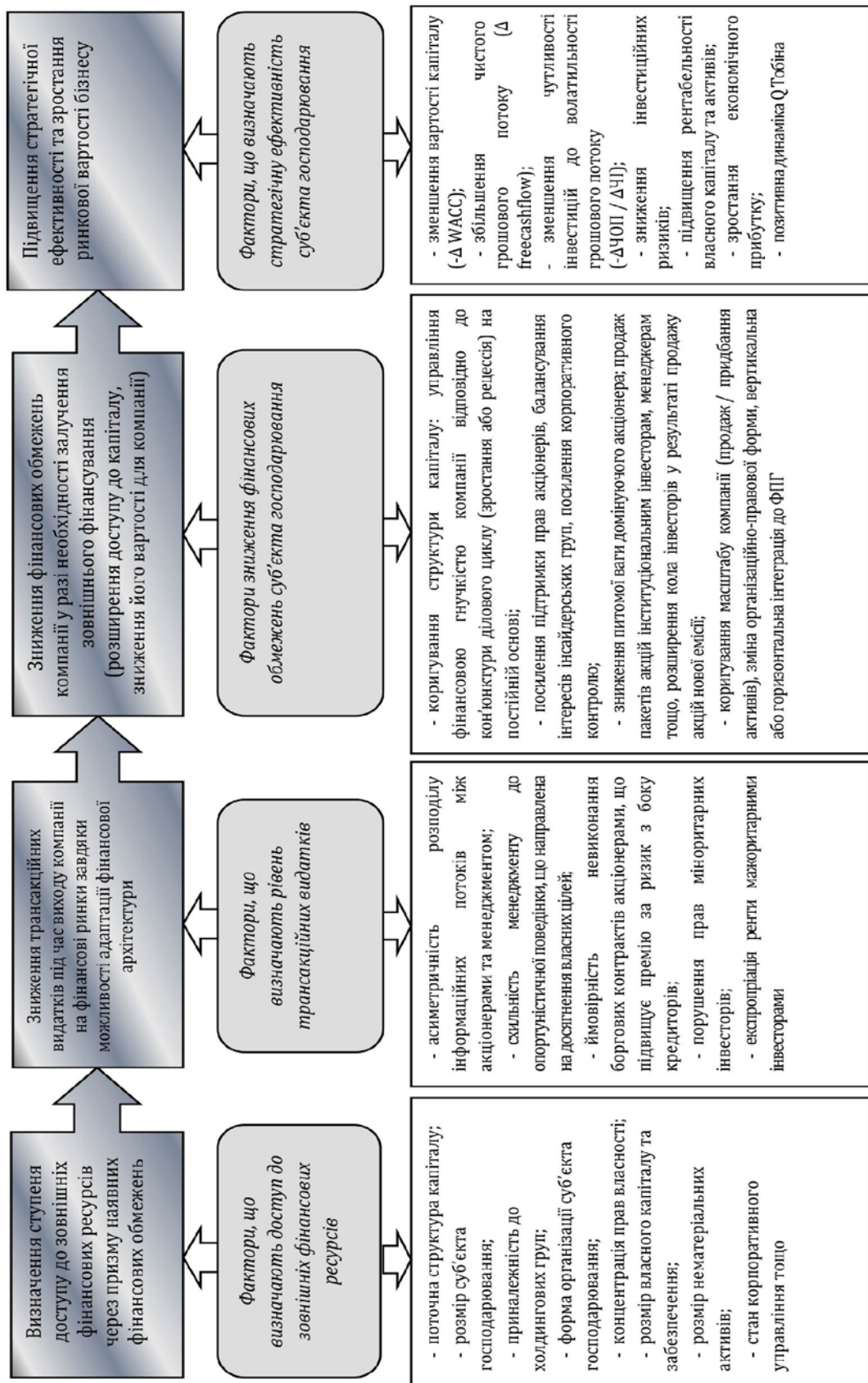


Рис. А.3. Значення фінансової архітектури як динамічної системи стійких закономірностей реалізації фінансової діяльності суб'єктів господарювання в умовах недосконалих ринків капіталу
Джерело: побудовано за даними [45; 55; 124; 135].

Додаток Б

Таблиця Б.1

Парадигми інтерпретації взаємозв'язку кредитних та ділових циклів

№ з/п	Автори	Інтерпретація зв'язку кредитного та ділового циклу	
1	Стігліць Дж. та Бенсінг-венга В., Сміт Б., Даймонд Д., Грінвуд Д.	<i>Теоретичні наявності позитивного зв'язку між розвитком фінансового ринку та економічним зростанням</i>	У зв'язку з асиметричним розподіленням інформації між кредиторами (найперше – банками) та позичальниками, перші схильні використовувати системи фінансового моніторингу з метою визначення істинного рівня надійності позичальника. При цьому, такий моніторинг завжди пов'язаний із витратами, що впливає на пропозицію кредитів. У результаті має місце скорочення сукупного рівня інвестицій та падіння економічного зростання
2	Пагано М., Хоуітт П., Агійон Ф., Сантомеро А.		Показники фінансового ринку включаються до моделей ендогенного економічного зростання на ряду з іншими макроекономічними показниками. При цьому роль фінансового ринку може моделюватися двояко: він може прискорювати економічне зростання безпосередньо, або через НТП
3	Бернанке Б. та Гетлер М.	<i>Теорія фінансового акселератору</i>	Агентські видатки, що з'являються в результаті інформаційної асиметрії між кредиторами та позичальниками, а також ті, що пов'язані з оцінкою позичальником перспектив та якості проекту є зворотньо пропорційними капіталізації позичальника. В результаті з'являється ефект фінансового акселератора на інвестиції: сприятливий стан платіжного балансу, що виникає під час підйому, збільшує попит на інвестиції, що призводить до ще більшого підйому економіки; погіршення платіжного балансу в періоди спаду має зворотний ефект. За такої умови сумарні ефекти позитивного та негативного шоків можуть бути несиметричні, оскільки агентські проблеми можуть мати значення тільки в періоди спаду
4	Кійотаки Н. та Мур Дж.	<i>Теорія фінансового акселератору</i>	Недосконалості фінансового ринку проявляються через вартість забезпечення позики. Ключовою передумовою моделі є те, що оскільки позичальників неможливо змусити виплатити борги, кредиторами будуть накладатися певні обмеження, одним з яких є вимога забезпечення боргу достатньою кількістю капіталу, який може бути конфіскований у разі відмови або нездатності повернути борг. Зокрема, авторами моделі як застава розглядається земля. Якщо вартість забезпечення позики скорочується, зменшується можлива величина кредитів (кредитний ліміт) для позичальника. Це, зі свого боку, зменшує інвестиції фірм, що призводить до спаду економічної активності та сукупного попиту

№ з/п	Автори	Інтерпретація зв'язку кредитного та ділового циклу	
5	Фішер І.	<i>Теорія фінансового «міхура»</i>	Теорія економічних криз, що має назву «борг–дефляція» та пояснює економічні кризи «лопанням фінансового міхура». Згідно з цією теорією, механізм спіралі спаду в економіці обумовлений надмірною заборгованістю та посилюється циклом ліквідації заборгованості (погашенням боргу), що веде до падіння цін на активи, а це зі свого боку скорочує чисте багатство фірм (навіть до банкрутств), що в результаті призводить до ще більшого економічного спаду
6	Крістіано Л., Мотто Р., Ростагно М.	<i>Модифікації неокейнсіанської моделі динамічної стахостичної рівноваги (NKDSGE)</i>	Розрізняється три види можливих шоків, пов'язаних із фінансовим сектором: шок фінансового багатства підприємців (шок недосконалостей фінансового ринку), технологічний шок у банківському секторі (шок фінансового посередництва) та шок відносної вартості надлишкових резервів (шок фінансового посередництва). Найбільшу роль у поясненні бізнес–циклу мають шоки першого типу, тобто такі, що призводять до зниження ціни капіталу. Механізм розповсюдження шоків у межах такого підходу аналогічний механізму «борг–дефляція» І. Фішера
7	Гудфренд М., МакКолум Б.	<i>Модифікації неокейнсіанської моделі динамічної стахостичної рівноваги (NKDSGE)</i>	Розглядається лише два типи шоків, обидва з яких належать до шоків фінансового посередництва: шок кредитної продуктивності в банківському секторі та шок ефективності забезпечення кредитів (саме забезпечення, яким виступають облігації та капітал, створює тертя на фінансовому ринку). Випуск кредитів є витратним для банків, тому в моделі з'являється премія зовнішнього фінансування, яка дорівнює реальним граничним видаткам випуску кредитів. Механізм трансмісії фінансового шоку на реальний сектор відбувається двома каналами: через фінансовий акселератор та через фінансовий атенюатор (пом'якшення), яким у моделі виступає попит на гроші
8	Джерман Ю., Квіадріні В.	<i>Теорія фінансових шоків</i>	Можливість фінансового шоку обумовлена екзогенними бюджетними обмеженнями фірм, відповідно до яких частка боргу, яка може бути погашена за рахунок продажу фірми у випадку дефолту, грає ключову роль у визначенні кредитних умов (можливості позичати) для фірми. Якщо така частка буде низькою, кредитні умови для фірми погіршаться. За такої умови, у разі, якщо знижується ліквідність фірми для отримання необхідного додаткового капіталу, фірма буде випускати акції, більш високі витрати на це змусять фірму звільняти робітників та економити на інвестиціях. Як результат – падіння зайнятості, сукупного випуску, зниження ділової активності

Джерело: складено за даними [15; 39; 46; 121; 167].



Рис. Б.2. Елементи фінансової архітектури за ступенем адаптивності в умовах циклічності розвитку економіки
Джерело: складено за даними [51; 65; 67; 74].

Додаток В

Таблиця В.1

Узагальнення теоретичних підходів до розглядання поняття «адаптація» та сумісних понять

<i>Із загальнотеоретичного погляду</i>	
1	Адаптація (з лат. <i>adaptio</i>) – процес пристосування будови та функцій організму до умов середовища
2	Адаптація – властивість систем, завдяки яким вони мають можливість реагувати на оточуюче середовище так, щоб отримати в результаті сприятливі наслідки для діяльності системи
3	Адаптація – процес пристосування системи до змін зовнішніх умов, що забезпечує найефективніший з погляду системи режим її функціонування
4	Адаптація – здатність системи цілеспрямовано набувати пристосування у складних середовищах, а також сам процес такого пристосування
5	Адаптація являє собою зміни, що ведуть систему управління до зміцнення в ній антиентропійних процесів, до самовідновлення, стабілізації та прогресу. За такої умови позитивний ефект поширюється не тільки на стан функціонування самої системи, але й на якість механізмів, за допомогою яких вона здійснюється, а також на інформаційні моделі для вирішення проблемних ситуацій
6	Адаптація – це процес цілеспрямованої зміни параметрів та структури системи, що складається у визначенні критеріїв її функціонування й виконанні цих критеріїв
7	Адаптація – процес зміни параметрів і структури системи, а можливо, і керуючих впливів на основі поточної інформації з метою досягнення певного, зазвичай оптимального, стану системи при початковій невизначеності в умовах роботи, які постійно змінюються
8	Адаптація – процес нагромадження й використання інформації для досягнення оптимального в певному сенсі стану або поведінки системи при початковій невизначеності в зовнішніх умовах, що змінюються
<i>Із загальноекономічного погляду</i>	
1	Адаптація – пристосування економічної системи та її окремих суб'єктів, робітників, до змінних умов зовнішнього середовища, виробництва, праці, життя
2	Адаптація – збереження підприємства в умовах мінливості зовнішнього середовища в результаті зміни характеру відносин із зовнішнім середовищем та трансформації внутрішньої організації підприємства. Адаптація тут виступає як процес і як результат
3	Адаптація економічних систем до динамічних процесів і, найперше, циклічних змін – це запас стійкості фірми, здатність до збереження відносної цілісності та стійкості під час проходження періодів нестабільності та поглинання збурюючих впливів без значних змін структури та її руйнації, тобто здатність до плавної зміни структури в економічній динаміці
4	Адаптивність ринкових структур – притаманна їм здатність порівняно легко змінювати свою форму, пристосовуватися до нових умов, органічно вписуватися в систему управління
5	Адаптація (стратегічна у багатопрофільній фірмі) – являє собою сукупність коригувань та зрушень як на корпоративному рівні, так і на рівні бізнес-одиниці. Адаптивна поведінка передбачає не тільки втілення інноваційних ідей бізнесу, але й пристосування до реальних проблем та можливостей, що виникають на ринку

6	Адаптація – це «організаційний імунітет» компанії, який являє собою систему, що формує захисний механізм за принципом «виявлення – захист – запам’ятовування»	
7	Адаптація – процес пристосування системи господарювання до змін, що виникають у зовнішньому та внутрішньому середовищі її функціонування через виробку особливих адаптаційних механізмів	
8	Економічна адаптація – це процес пристосування підприємства до умов існування, що постійно змінюються, який полягає у перетворенні способу функціонування, виробничої структури та організації відповідно до цілей власника капіталу, а також до вимог та динаміки економічних параметрів середовища	
9	Адаптація (в управлінні соціально-економічними системами) – це процес нагромадження та використання інформації з метою цілеспрямованої зміни параметрів і структури системи, а також при необхідності, керуючих впливів, на основі визначення і виконання критеріїв її функціонування, які можуть бути екстремальними регуляторами, або виступати в якості обмежень багатокритеріальної оптимізації в умовах початкової невизначеності і мінливості екзогенних факторів впливу	
10	Адаптація (як результат) – це новий стан фірми, отриманий у результаті проведення комплексу заходів щодо перебудови внутрішніх процесів під впливом факторів внутрішнього та/або зовнішнього середовища	
З фінансового погляду: розглядається через гнучкість як необхідну умову та інструмент адаптації фінансової архітектури (індуктивний підхід)		
1	Ібрагімов Р.	Фінансова гнучкість – це формування такого плану залучення та погашення позик, який забезпечуватиме пристосування до цільових рівнів боргового навантаження в оцінці капіталу компанії на всьому горизонті реалізації прийнятої інвестиційної програми
2	Фаулкіндер М., Фленері М. Дж., Ватсон Хенкінс К., Сміт Дж. М.	Фінансова гнучкість являє собою модель фінансової поведінки фірми в умовах недосконалого ринку капіталу, що передбачає постійну кон’юнктурну зміну структури фінансування, яка спрямована на мінімізацію транзакційних видатків, зниження фінансових обмежень і, в підсумку, зростання ринкової вартості бізнесу
3	Де Анжело Г., Де Анжело Л., Вайтед Т.	Фінансова гнучкість (як коригування структури фінансування) – це кон’юнктурні, тимчасові підвищення фінансового левериджу компанії, що виступають реакцією на раптові зростання інвестиційної потреби («інвестиційні шоки»), обумовлені появою вигідних для компанії можливостей вкладення капіталу
4	Фленері М., Ренган К. (динамічна теорія структури капіталу), Фама Е., Френкч К. (теорія ієрархії), Хонг Р., Ріттер Дж. (теорія відстеження ринку)	Фінансова гнучкість (як коригування структури фінансування) – це процес пристосування до цільової (субоптимальної) структури капіталу компанії, що відбувається внаслідок певних відхилень від неї. Цільовий рівень фінансового левериджу розраховується у кожному періоді на основі сукупності фінансових характеристик фірми та макроекономічних показників. Водночас динамічна теорія структури капіталу вказує на високу швидкість такого пристосування, тоді як теорія ієрархії ставить під сумнів ринково-обґрунтований цільовий рівень фінансового левериджу, і отже, передбачає низьку швидкість коригування. Згідно з теоріями ієрархії та відстеження ринку, швидкість адаптації за замовчуванням також є

		низькою, оскільки компанії намагаються здійснювати її рівномірно та симетрично
5	Фленері М., Ренган К.; Велч І.; Данг В., Кім М., Шин Ю.	Фінансова гнучкість (як коригування структури фінансування) тісно пов'язана з такими внутрішньофірмовими показниками компанії: розмір її капіталу, дохідність сукупного капіталу, можливості зростання, а також характеристики та рівень фінансових обмежень.
6	Хекберз Д., Дробец В.	Коригування структури фінансування відрізняється більшою швидкістю в періоди буму порівняно з періодами рецесії, оскільки витрати пристосування в періоди буму є значно нижчими. Також більш адаптивними виявляються швидкозростаючі фірми, оскільки їх структура капіталу значно відрізняється від цільової
7	Кокорева М., Юлова С.	Коригування структури фінансування компанії залежить не тільки від внутрішньофірмових та макроекономічних показників, але і від стану розвитку інституціонального середовища (інститут кредитування, інститут захисту прав інвесторів тощо)

Джерело: систематизовано за [18; 26; 53; 71; 89; 93; 100; 105; 110; 129; 130; 131; 138; 141; 145].

Додаток Г

Таблиця Г.1

Вибірка компаній для кластерного аналізу фінансової архітектури, ранжована за розміром активів

№ з/п	Назва компанії	№	Назва компанії
<i>Більш крупні за розміром активів</i>		<i>Менш крупні за розміром активів</i>	
1	ДП «Національна атомно енерго-генеруюча компанія «Енергоатом»	51	ПАТ «ФОЗЗІ ГРУП»
2	ПАТ «НафтогазУкраїни»	52	ПАТ «Азовзагальмаш»
3	ДП «Укрзалізниця»	53	ПАТ «ЄВРАЗ ЮЖКОКС»
4	ТОВ «Метінвест Холдинг»	54	ПАТ «Веско»
5	ТОВ «ДТЕК»	55	ПАТ «Дніпровагонмаш»
6	ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»	56	ПАТ «Нафтопереробний комплекс – ГАЛИЧИНА»
7	ПАТ «Миронівський Хлібопродукт»	57	ПАТ «Судноплавна компанія «Укррічфлот»
8	ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»	58	ПАТ «Виробниче об'єднання «Стальканат–Сігур»
9	KERNEL HOLDING Україна	59	ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «СВІТОЧ»
10	ПАТ «Феррекспо»	60	ПАТ «Завод з обробки кольорових металів»
11	ПАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь»	61	ПАТ «Харківський тракторний завод ім. С. Орджонікідзе»
12	ПАТ «Агрохолдинг Авангард»	62	ПАТ «ДТЕК ПЕМ–Енерговугілля»
13	ПАТ «Північний гірничо–збагачувальний комбінат»	63	ПАТ «Дніпропетровський трубний завод»
14	ПАТ «ДТЕК Павлоградвугілля»	64	ПАТ «Криворізький центральний рудоремонтний завод»
15	ПАТ «Мотор Січ»	65	ДПАТ «Будівельна компанія «Укрбуд»
16	ПАТ «Полтавський гірничо–збагачувальний комбінат»	66	ПрАТ «Сільськогосподарська виробнича фірма «Агротон»
17	ПАТ «Київ Стар»	67	ПАТ ««Київхліб» Акціонерне товариство»
18	ПАТ «Донецьксталь» – металургійний завод»	68	ПАТ «Чумак»
19	ПАТ «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»	69	ПАТ «Артемівськ Вайнери»
20	ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго»	70	ПАТ «Інтерпайп Дніпропетровський втормет»
21	«АТ Каргілл»	71	ПАТ «Дніпрометиз»
22	ПАТ «Агрохолдинг Авангард»	72	ПАТ «Кременчуцький колісний завод»
23	ПАТ «Київенерго»	73	ПАТ «Маріупольський завод важкого машинобудування»
24	ПАТ «Укртелеком»	74	ПАТ «Дружківський завод металевих виробів»
25	ПАТ «Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод»	75	ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ»

№ з/п	Назва компанії	№	Назва компанії
26	ПАТ «Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф. Е. Дзержинського»	76	ПАТ «Коблево»
27	ПАТ «Укрнафта»	77	ПАТ «ДТЕК Добропільська ЦЗФ»
28	ПАТ «Одеський припортовий завод»	78	ПАТ «Азовмаш»
29	ПАТ «ДТЕК Західенерго»	79	ПАТ «Полтавхіммаш»
30	ПАТ «Центральний гірничо–збагачувальний комбінат»	80	ПАТ «Малинська паперова фабрика–ВАЙДМАНН»
31	ПАТ «Холдингова компанія «Київміськбуд»	81	ПАТ «Дніпропетровський завод металоконструкцій ім. І. В. Бабушкіна»
32	ПАТ «Шахтоуправління «Покровське»	82	ПАТ «ДТЕК Октябрська ЦЗФ»
33	ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання ім. М. В. Фрунзе»	83	ПАТ «Машинобудівний завод «Вістек»
34	ПАТ «Криворізький залізрудний комбінат»	84	ПАТ «Великоанадольський вогнетривкий комбінат»
35	ПАТ «Електрометалургійний завод «Дніпроспецсталь» ім. А. М. Кузьміна»	85	ПАТ «Укрстальконструкція»
36	ПАТ «Новокраматорський машинобудівний завод»	86	ПАТ «Запорізький завод зварювальних флюсів та скловиробів»
37	ПАТ «Корум Україна»	87	ПАТ «Дрогобицький завод залізобетонних виробів»
38	ПАТ «ЄВРАЗ Дніпровський металургійний завод»	88	ПАТ «Асфальтобетонний завод «АБ Столичний»
39	ПрАТ «АПК Інвест»	89	ПАТ «Новокаховський завод «Укргідромех»
40	ПАТ «Дніпроазот»	90	ПАТ Фармацевтична фабрика «Віола»
41	ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	91	ПАТ «Дрогобицький машинобудівний завод»
42	ПАТ «ЄВРАЗ Дніпродзержинський коксохімічний завод»	92	ПАТ Акціонерна компанія «Південтрансенерго»
43	ПАТ «Інтерпайп Новомосковський трубний завод»	93	ПАТ «Укрхімпроект»
44	ПАТ «Запорізький завод феросплавів»	94	ПАТ Світловодський завод «Спецзалізобетон»
45	ПАТ «Азовелектросталь»	95	ПАТ «АрселормітталБерислав»
46	ПАТ «Дружківський машинобудівний завод»	96	ПАТ «Вінницяфармація»
47	ПАТ «Континіум»	97	ПАТ «Кіровоградське рудоуправління»
48	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	98	ПАТ «Львівський ізоляторний завод»
49	ПАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	99	ПАТ «Центросталь–Домсталь»
50	ПАТ «Криворізький завод гірничого машинобудування»	100	ПАТ «Енергетичний завод «Енергетик»

Джерело: згруповано автором за даними [104].

Структура власності (концентрація) «С»	+	Організація (розмір) «О»			
		1;3;8;11;13;17;20; 24;30;34; 49;50	2;6;9;21;36	14;23;28;29;31;32; 33;37;39;43;45;47; 48	4;5;10;12;16;18; 25;26;46
	-	54;57;59;64;66; 77;79;87;93;99		52;62;63;65;68; 70;73;81;82;84; 85	51;53;71;75;80; 83
		15;19;41		22;27;35;40; 42;44	7;38
-	55;72;74;86;88;91; 96;97;98	78;89	56;60;76;92;95; 100	58;61;67;69;90; 94	
	Корпоративне управління «К»		Корпоративне управління «К»		
-		+	-	+	
-		Лeverидж «Л»			+

Рис. Г.2. Результати кластеризації фінансової архітектури 100 суб'єктів національного бізнесу України
Джерело: згруповано за даними [104].

Додаток Д

Динаміка коригування фінансового левєриджу до цільових значень суб'єктів господарювання реального сектору економіки України у 2009–2015 рр.

Показники	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
ПАТ «Миронівський Хлібопродукт»								
Фактичний левєридж	0,65	0,61	0,59	0,54	0,53	0,57	0,91	0,96
Цільовий левєридж		0,63	0,61	0,55	0,63	0,75	0,90	0,98
Швидкість коригування		1,58	3,94	1,25	–0,04	0,19	–1,06	0,76
ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»								
Фактичний левєридж	0,12	0,12	0,13	0,32	0,50	0,58	0,46	0,47
Цільовий левєридж		0,12	0,43	0,36	0,65	0,48	0,56	0,56
Швидкість коригування		–0,07	0,04	0,80	0,55	–2,89	–1,06	0,12
ПАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь»								
Фактичний левєридж	0,48	0,50	0,57	0,46	0,48	0,51	0,47	0,48
Цільовий левєридж		0,50	0,44	0,44	0,55	0,81	0,54	0,37
Швидкість коригування		1,21	–1,18	0,87	0,21	0,10	–1,06	–0,14
ПАТ «ДТЕК Павлоградвугілля»								
Фактичний левєридж	0,59	0,65	0,71	0,62	0,72	0,71	0,70	0,56
Цільовий левєридж		0,69	0,66	0,57	0,57	0,32	0,85	0,55
Швидкість коригування		0,57	4,04	0,65	–2,23	0,01	–1,06	0,93
ПАТ «Агрохолдинг Авангард»								
Фактичний левєридж	0,39	0,45	0,47	0,45	0,29	0,28	0,37	0,45
Цільовий левєридж		0,44	0,38	0,48	0,19	0,38	0,35	0,42
Швидкість коригування		1,06	–0,37	–6,35	0,59	–0,19	–1,06	1,56
ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго»								
Фактичний левєридж	0,82	0,94	0,94	0,95	0,93	0,96	0,94	0,94
Цільовий левєридж		0,94	0,96	1,02	0,69	0,70	0,86	0,95
Швидкість коригування		1,03	0,21	0,11	0,09	–0,14	–1,06	–0,45

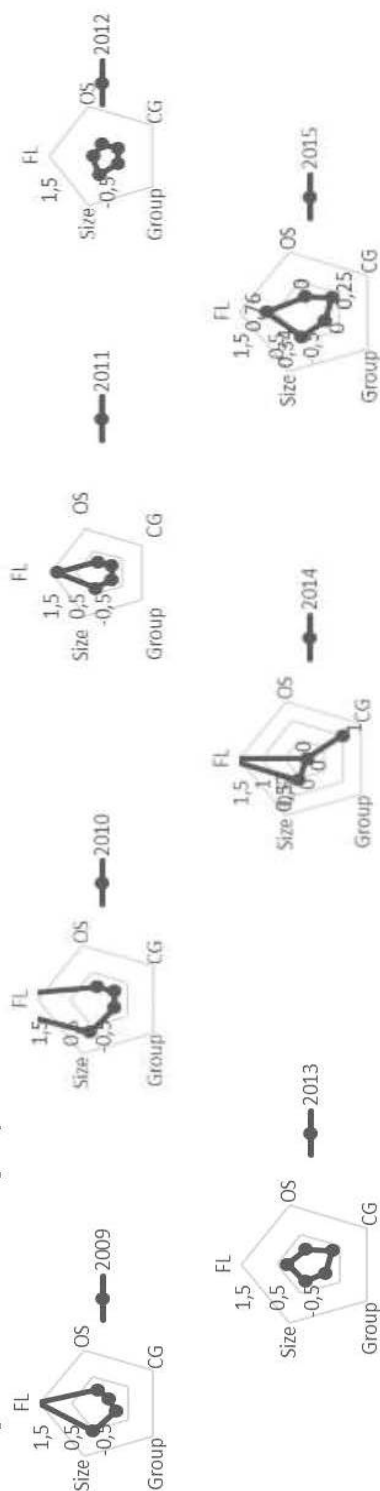
Показники	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
ПАТ «Шахтоуправління «Покровське»								
Фактичний леверидж	0,67	0,69	0,69	0,70	0,66	0,68	0,79	0,90
Цільовий леверидж		0,67	0,68	0,63	0,76	0,73	0,56	0,96
Швидкість коригування		3,40	0,00	-0,27	-0,84	0,33	-1,06	0,62
ПАТ «ДТЕК ПЕМ-Енерговугілля»								
Фактичний леверидж	0,47	0,36	0,54	0,53	0,15	0,11	0,81	2,05
Цільовий леверидж		0,43	0,67	0,64	0,26	0,53	1,07	1,87
Швидкість коригування		3,37	0,59	-0,19	1,40	-0,12	-1,06	1,16
ПАТ «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»								
Фактичний леверидж	0,70	0,62	0,79	0,89	1,06	1,38	1,45	1,58
Цільовий леверидж		0,52	0,61	0,76	1,03	1,08	1,23	1,73
Швидкість коригування		0,47	-25,55	-4,07	1,21	14,99	-1,06	0,49
Середня швидкість коригування		-1,86	0,39	0,91	0,17	-0,23	-1,06	0,16

Джерело: розраховано за даними [104]

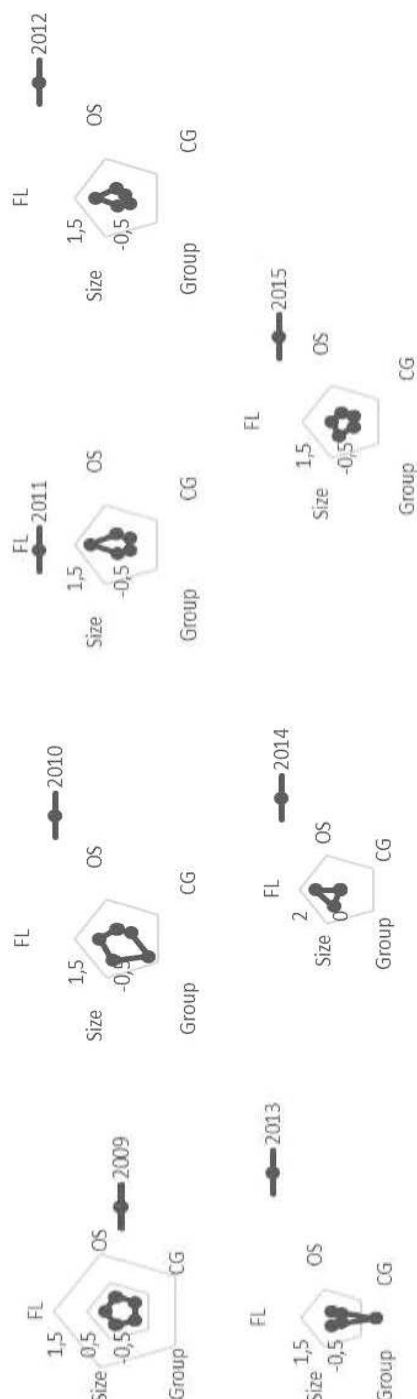
Додаток Е

Динаміка швидкості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання реального сектору економіки України у 2009–2015 рр. (розраховано та представлено на основі індексно-графічного методу)

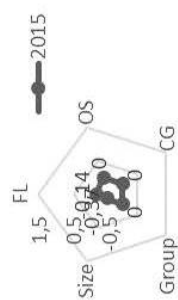
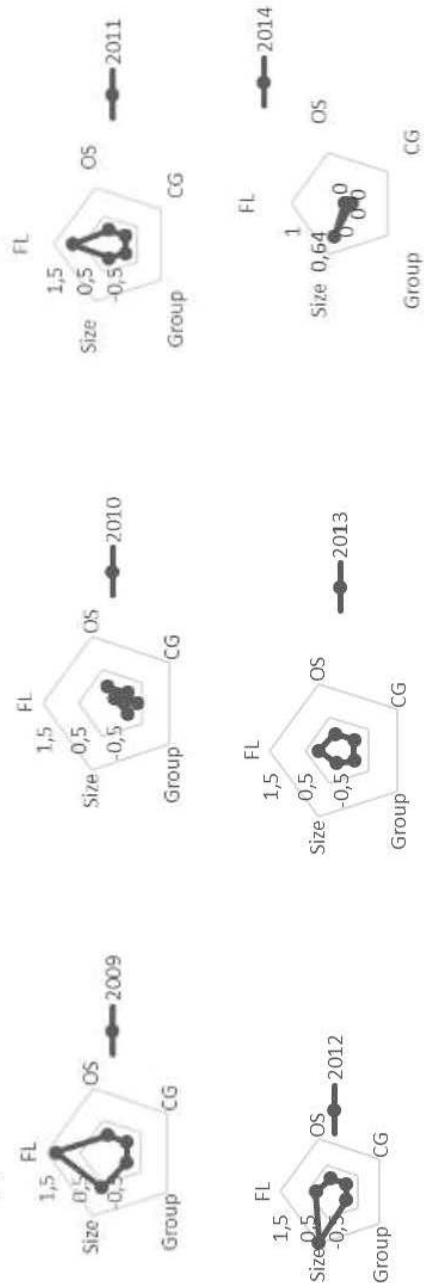
1. ПАТ «Миронівський Хлібопродукт»



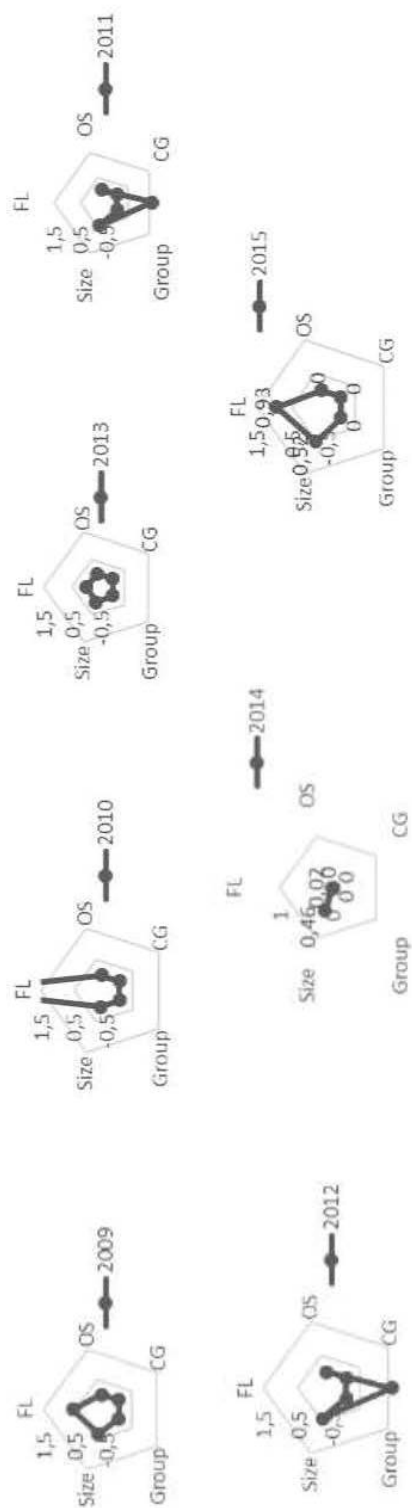
2. ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»



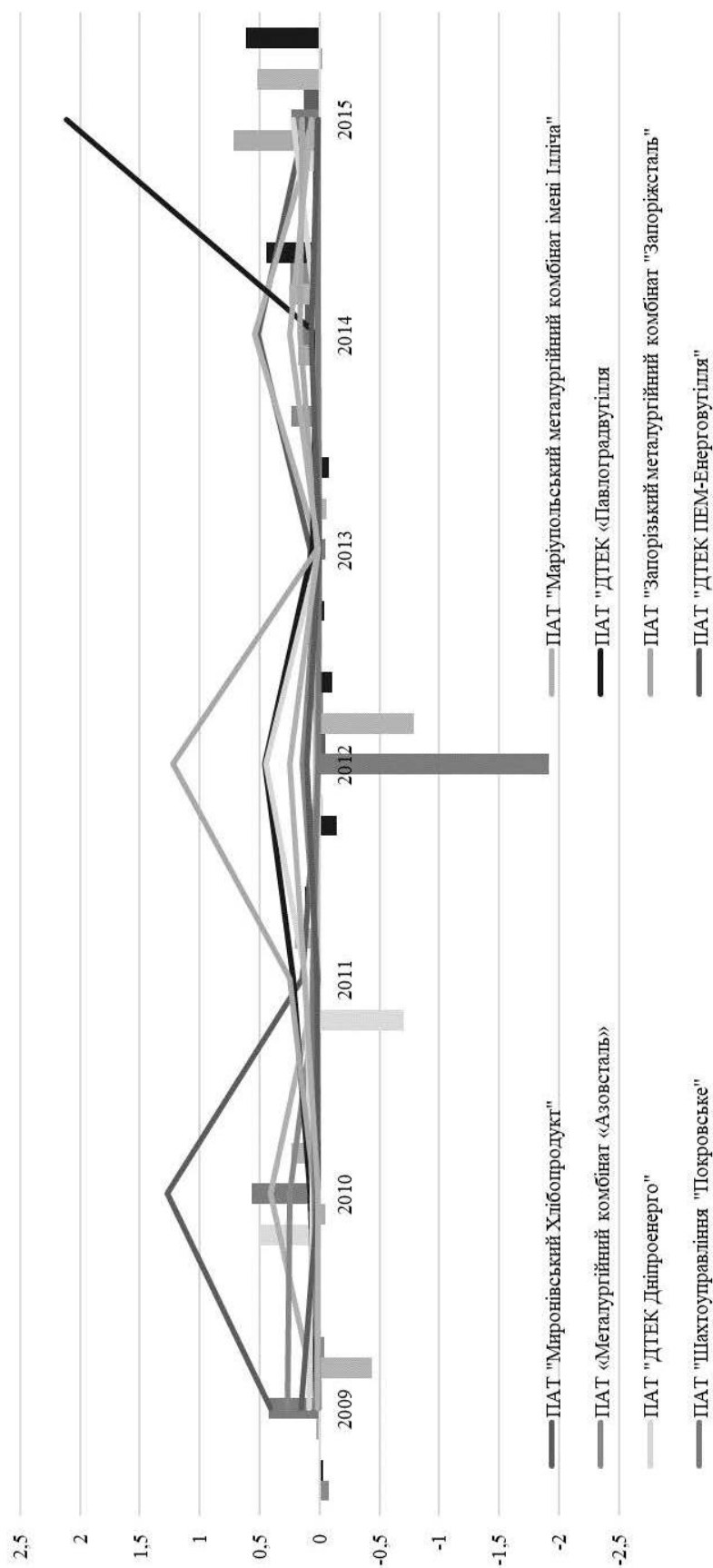
3. ПАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь»



4. ПАТ «ДТЕК «Павлоградвугілля»



Додаток Є



* швидкість адаптації зображено у вигляді графіка

* вартість адаптації (за методом чистих витрат) зображено у вигляді стовбчастої гістограми

Рис. Є.1. Співвідношення швидкості та вартості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах економічного циклу 2009–2015 рр. (у відносному вимірі)

Джерело: розраховано за даними [104].

Карта витрат адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки

Адаптація (коригування) структури капіталу		Адаптація структури власності	
Активне коригування (loan)		Зростання концентрації власності (concentration _↑)	Зниження концентрації власності (concentration _↓)
Ефект	Зниження відсоткових платежів: $\Delta BS = (D_0 - D_1) * (r + p)$; Підвищення кредитного рейтингу та зниження витрат на залучення позикового капіталу в новому періоді: $\Delta TC^{kr} = [(r_1 + p_1) - (r_0 + p_0)] * D$	Зниження конфлікту між акціонерами та менеджерами: $\Delta TC^{ag} = \Delta C_c + \Delta C_p$	Зростання ліквідності акцій: $\Delta TC^{liq} = \Delta(Q * N * \text{share price})$; Емісійний дохід: $\Delta TC^{offering}$
Витрати	Упущена вигода від податкових штибів: $\Delta TB = T * (D_0 - D_1)$; Витрати посилення конфлікту між акціонерами та менеджерами: $\Delta TC^{ag} = \Delta C_c + \Delta C_p$	Ефект Зниження ліквідності акцій: $\Delta TC^{liq} = \Delta(Q * N * \text{share price})$; Витрати експропріації меншарних акціонерів (премія за вихід): $\Delta TC^{exit} = N_{minor} * (\text{share price} + p_{exit})$	Витрати випуску та розміщення акцій у випадку нової емісії: $\Delta TC^{share} = \Delta C_{issue} + \Delta C_{offering}$; Витрати збільшення премії за ризик в умовах інформаційної асиметрії: $\Delta TC^{risk} = E_1 * P_1 - E_0 * P_0$
Адаптація організаційної форми ведення бізнесу		Адаптація корпоративного управління	
Збільшення (зменшення) розміру бізнесу (size _{↑/↓})		Збільшення складу ради директорів (conspire _{conspire} ↑)	Зменшення складу ради директорів (conspire _{conspire} ↓)
Ефект	Збільшення (зменшення) покриття інвестиційної потреби за рахунок зростання (зниження) операційного грошового потоку: $\Delta I_p = (FCF_{op1} - I_1) - (FCF_{op0} - I_0)$, $FCF_{op} = P_{op} + A$	Ефект Зниження конфлікту між акціонерами та менеджерами: $\Delta TC^{ag} = \Delta C_c + \Delta C_p$; Зменшення сукупної вартості угоди з огляду на зниження морального ризику $\Delta TC^{deal} = D * (P_{r0} - P_{r1})$	Зниження витрат на винагороду членам ради директорів, у тому числі, незалежним: ΔC^{board}
Витрати	Збільшення (зменшення) адміністративних витратів: ΔC^{adm} ; Збільшення (зменшення) витратів на збут: ΔC^{sale} ; Збільшення (зменшення) інших операційних витратів: ΔC^{oper}	Витрати Збільшення витрат на винагороду членам ради директорів, у тому числі, незалежних: ΔC^{board} ; Зменшення витрат на збут: ΔC^{sale} ; Зменшення амортизаційних відрахувань: ΔA	Збільшення витратів неефективної поведінки менеджерів: $\Delta TC^{ag} = \Delta C_c + \Delta C_p$; Зменшення сукупної вартості угоди з огляду на зниження морального ризику: $\Delta TC^{deal} = D * (P_{r0} - P_{r1})$

Джерело: складено за [18;59;62;72].

Таблиця Ж.1

**Розрахунок вартості власного капіталу суб'єктів господарювання
на прикладі ПАТ «Агрохолдинг Авангард»**

Роки	Безризикова ставка	Бета за галуззю Food Processing (с/г) нелевериджована	Лeverидж D/E	Бета коригована на лeverидж	Премія за ризик TOTAL	Вартість власного капіталу
2008	0,02	0,63	8,027	4,42	0,1475	67,33 %
2009	0,04	0,69	3,66	2,58	0,1275	36,79 %
2010	0,03	0,72	1,17	1,35	0,125	20,19 %
2011	0,02	0,47	0,32	0,59	0,135	9,80 %
2012	0,02	0,62	0,60	0,91	0,148	15,27 %
2013	0,03	0,62	0,92	1,08	0,1625	20,60 %
2014	0,02	0,58	1,56	1,32	0,2075	29,65 %
2015	0,02	0,7	2,76	2,28	0,2194	52,36 %

Джерело: складено за даними [24; 104].

Таблиця Ж.2

**Розрахунок економічної доданої вартості суб'єктів господарювання
на прикладі ПАТ «Агрохолдинг Авангард»**

Роки	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Позиковий капітал	756651	461349	151889	72740	309676	574504	634183	17697371
Власний капітал	94265	126050	129752	224952	518944	626040	405322	6416359
Операційний прибуток	32135	17364	38262	97387	146415	109778	-219920	370198
Фінансові витрати	7055	19672	3562	1995	3050	2713	842	56678
Активи	851131	587614	281856	297907	829426	1200544	1039505	24113730
r%	0,01	0,04	0,02	0,03	0,01	0,00	0,00	0,00
dПК	0,89	0,79	0,54	0,24	0,37	0,48	0,61	0,73
dBK	0,11	0,21	0,46	0,76	0,63	0,52	0,39	0,27
Вартість BK	0,67	0,37	0,20	0,10	0,15	0,21	0,30	0,52
Податок на прибуток	0,25	0,25	0,25	0,23	0,21	0,19	0,18	0,18
WACC	0,08	0,11	0,11	0,08	0,10	0,11	0,12	0,14
NOPAT	24101	13023	28697	74988	115668	88920	-180334	303562
EVA	-464267	-53019	-1065	50937	33359	-42757	-301338	-3112920

Джерело: складено за даними [104].

Додаток 3

Таблиця 3.1

Динаміка фінансових результатів ПАТ «Донбасенерго» у 2012–2016 рр.

Показники	2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.		2016 р.	
	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту
Чистий дохід (виручка) від реалізації	4647568		5680432	1,22	4887332	0,86	5339784	1,09	4006284	0,75
Собівартість реалізованої продукції	4096531	–	4569197	1,16	3522882	0,77	3970428	1,13	2357259	0,59
Валовий прибуток	551037		1111235	2,02	1364450	1,23	1369356	1,00	1649025	1,20
Інші опера- ційні доходи	15546		166738	10,73	379586	2,28	356430	0,94	1675322	4,70
Адміністра- тивні видатки	113962	–	170123	1,49	171389	1,01	196718	1,15	236713	1,2
Видатки на збут	17032		12939	0,76	8019	0,62	11575	1,44	11115	0,96
Інші опера- ційні видатки	258557		320777	1,24	480274	1,50	1479950	3,08	3025229	2,04
Фінансовий результат від операційної діяльності	177032		774134	4,37	1084354	1,40	37543	0,03	51290	1,37
Інші фінан- сові доходи	113416		4337	0,04	17043	3,93	7315	0,43	15785	2,16
Інші доходи	13027		19102	1,47	16119	0,84	17835	1,11	12042	0,68
Фінансові витрати	156830		86865	0,55	128171	1,48	138814	1,08	122326	0,88
Інші витрати	19900		16402	0,82	815679	49,73	188808	0,23	12156	0,06
Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподатку- вання	126745		694306	5,48	173666	0,25	–264929	–1,53	–55365	0,21
Податок на прибуток	95770		162777	1,70	72756	0,45	74705	1,03	10151	0,14
Чистий прибуток	30975	–	531529	17,16	100910	0,19	–190224	–1,89	–45214	0,24
Чистий дохід (виручка) від реалізації	4647568		5680432	1,22	4887332	0,86	5339784	1,09	4006284	0,75

Показники	2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.		2016 р.	
	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту	тис. грн	темп росту
Собівартість реалізованої продукції	4096531	–	4569197	1,16	3522882	0,77	3970428	1,13	2357259	0,59
Валовий прибуток	551037		1111235	2,02	1364450	1,23	1369356	1,00	1649025	1,20
Інші операційні доходи	15546		166738	10,73	379586	2,28	356430	0,94	1675322	4,70
Адміністративні видатки	113962	–	170123	1,49	171389	1,01	196718	1,15	236713	1,2
Видатки на збут	17032		12939	0,76	8019	0,62	11575	1,44	11115	0,96
Інші операційні видатки	258557		320777	1,24	480274	1,50	1479950	3,08	3025229	2,04
Фінансовий результат від операційної діяльності	177032		774134	4,37	1084354	1,40	37543	0,03	51290	1,37

Джерело: складено за даними [92]

Таблиця 3.2

**Динаміка показників фінансової стійкості ПАТ «Донбасенерго»
у 2012–2016 рр.**

Показники	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р	2017 р. (прогнозоване значення)
Коефіцієнт співвідношення власного та позикового капіталу	0,29	0,44	0,54	0,23	0,10	0,14
Коефіцієнт концентрації власного капіталу (коефіцієнт автономії)	0,23	0,31	0,35	0,19	0,09	0,11
Коефіцієнт фінансового левериджу	0,77	0,69	0,65	0,81	0,91	0,89
Відношення довгострокового капіталу до капіталізації	0,19	0,18	0,12	0,33	0,50	0,50
Коефіцієнт рентабельності активів	0,01	0,13	0,03	–0,03	–0,01	–0,04
Коефіцієнт рентабельності операційної діяльності	0,08	0,20	0,31	0,12	0,36	0,36
Коефіцієнт швидкої ліквідності	0,21	0,29	0,20	0,15	0,26	0,21
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,04	0,09	0,11	0,04	0,16	0,14
Коефіцієнт довгострокового залучення капіталу	0,40	0,31	0,20	0,40	0,62	0,55
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	–1,01	–0,84	–0,97	–1,43	–4,48	–4,00
Коефіцієнт маневреності грошових коштів	0,12	0,17	0,17	0,13	1,32	1,09
Коефіцієнт оновлення основних засобів	–	0,25	0,19	–0,10	–0,02	0,08

Джерело: розраховано за даними [92].

Таблиця 3.3

Інформація щодо наявних кредитних коштів «Донбасенерго» за 2013–2016 рр.

Показник	31.12.2013 р.	31.12.2014 р.	31.12.2015 р.	31.12.2016 р.
1. Назва банку, що видав кредит	АТ «Ощадбанк»	АТ «Ощадбанк»	Внутрішній кредит ПАТ «Енергоінвест Холдинг»	АТ «Ощадбанк»
Дата виникнення	28.02.2013	23.01.2014	08.02.2015	03.02.2016
Непогашена сума, тис. грн	331776,26	326303,58	272767	3200
Процентна ставка, %	18	18	7,1	35
Дата погашення	27.02.2014	30.04.2015	10.02.2019	01.02.2019
2. Назва банку, що видав кредит	АТ «Ощадбанк»	АТ «Ощадбанк»	–	Внутрішній кредит ПАТ «Енергоінвест Холдинг»
Дата виникнення	04.04.2013	11.04.2012	–	01.03.2016
Непогашена сума, тис. грн	80000	143936,91	–	143592
Процентна ставка, %	18,95	14	–	4,2
Дата погашення	03.04.2014	31.03.2017	–	02.03.2020
3. Назва банку, що видав кредит	АТ «Ощадбанк»	–	–	–
Дата виникнення	11.04.2013	–	–	–
Непогашена сума, тис. грн	204458,04	–	–	–
Процентна ставка, %	14	–	–	–
Дата погашення	31.03.2017	–	–	–
4. Назва банку, що видав кредит	АТ «Ощадбанк»	–	–	–
Дата виникнення	13.12.2012	–	–	–
Непогашена сума, тис. грн	238431,54	–	–	–
Процентна ставка, %	14,69	–	–	–
Дата погашення	28.04.2017	–	–	–
5. Назва банку, що видав кредит	АТ «Ощадбанк»	–	–	–
Дата виникнення	11.06.2013	–	–	–
Непогашена сума, тис. грн	133014,77	–	–	–
Процентна ставка, %	14	–	–	–
Дата погашення	31.10.2018	–	–	–
Загальна сума отриманих кредитів за рік, тис. грн	776252,07	470240,49	272767	146792,00
Усього наявних зобов'язань за наданими кредитами, тис. грн	1014683,64	935149,78	537822,9	415914,29

Джерело: складено за даними [92; 104].

Навчальне видання

Лактіонова Олександра Анатоліївна
Наконечна Анастасія Сергіївна

**ФІНАНСОВА АРХІТЕКТУРА СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ:
ФОРМУВАННЯ Й АДАПТАЦІЯ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОСТІ
РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ**

Монографія

Редактор
Технічний редактор

І. М. Колесникова
Т. О. Важеніна

Підписано до друку 05.04.2019
Формат 60 x 84/16. Папір офсетний.
Друк – цифровий. Умовн. друк. арк. 10,4
Тираж 300 прим. Зам. 23

Донецький національний університет імені Василя Стуса
21021, м. Вінниця, 600-річчя, 21
Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру
серія ДК № 5945 від 15.01.2018