

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**ДУШАК МАЙЯ ІВАНІВНА**



УДК 658.14+658.15

**НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ  
ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**

дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

СУМИ – 2020

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Сумському державному університеті Міністерства освіти і науки України.

Науковий консультант: доктор економічних наук, професор  
**Школьник Інна Олександрівна,**  
Сумський державний університет Міністерства освіти і науки України, завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор  
**Виговська Наталія Георгіївна,**  
Державний університет «Житомирська політехніка» Міністерства освіти і науки України, завідувач кафедри фінансів і кредиту

кандидат економічних наук, доцент  
**Житар Максим Олегович,**  
Університет державної фіскальної служби України заступник директора Навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи, доцент кафедри банківської справи та фінансового моніторингу,

Захист дисертації відбудеться «28» квітня 2020 р. о 14 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.051.06 у Сумському державному університеті за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Сумського державного університету за адресою: 40007, м. Суми, вул. Римського-Корсакова, 2.

Автореферат розісланий «27» березня 2020 р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради,  
кандидат економічних наук, доцент

А.О. Бойко

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми дослідження.** На сучасному етапі розвитку економіки відбувається переосмислення усталених підходів до розуміння та формування фінансової діяльності підприємств. Враховуючи динамічність економічного середовища, досліджувати фінансову діяльність відокремлено від рішень, які приймаються власниками та менеджерами підприємства є недоречним. Так, у сучасних економічних умовах, які характеризуються суттєвою нестабільністю функціонування економіки важливого значення набуває формування якісної фінансової архітектури підприємства (далі – ФАП), що передбачає узгоджену взаємодію всіх елементів: структури капіталу, структури власності, корпоративного управління та фінансової моделі, що сформована підприємством. Усі елементи є тісно пов'язаними між собою і стан кожного з них є взаємообумовленим. В таких умовах формування ФАП набуває важливого значення не лише для функціонування окремого підприємства, а і для захисту фінансових інтересів його власників та інших стейкхолдерів – менеджерів, співробітників, контрагентів, банків та інших фінансових установ.

В Україні проблематика формування ФАП знаходиться в центрі уваги широкого кола науковців серед яких Бичкова Н.В., Виговська Н.Г., Гриценко Л.Л., Житар М.О., Калінська І., Лактіонова О.А., Лук'яненко А.С., Наконечна А.С., Немсадзе Г.Г., Педченко Н.С., Семенюк В.О., Школьник І.О., Яровий А.Т. та інші.

Фундаментальні засади формування ФАП були закладені С. Маєрсом та в подальшому знайшли свій розвиток в працях зарубіжних науковців, серед яких варто виокремити роботи М. Барклай, П.-Дж. Енджелена, К. Сміта, Д. Касімона. В свою чергу ці дослідження опираються на сучасні теорії структури капіталу та корпоративного управління, які викладені в роботах С. Дж. Гросмана, М.К. Дженсена, Лінса К.В., У.Х. Меклінга, М. Міллера, Ф. Модільяні, Е.Х. Ропера, Н. Майлуфа, Ю. Фама, К. Френча, Харвея С.Р., О. Харта та багатьох інших.

Проте, віддаючи належне існуючим науковим доробкам вітчизняних та зарубіжних дослідників з даної проблематики, необхідно відмітити, що існує потреба в подальшому розвитку та поглибленні сучасних теоретико-методичних підходів та практичних рекомендацій щодо формування ФАП, враховуючи суттєве звуження активів фінансового ринку України, низький рівень розвитку корпоративного управління та транспарентності структури власності підприємств реального сектору економіки.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана у відповідності до «Стратегії сталого розвитку «Україна – 2020» (Указ Президента України від 12.01.2015 № 5/2015). Основні положення дисертації відповідають пріоритетним напрямкам науково-дослідних робіт Сумського державного університету. Так, зокрема в межах теми «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (державний реєстраційний номер 0109U006782), проведено оцінювання впливу стану розвитку фондового ринку та банківського сектору вітчизняної економіки на формування

ФАП; теми «Управління фінансово-економічною безпекою суб'єктів господарювання» (державний реєстраційний номер 0116U000931) запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення траєкторії зміни ФАП та інтегральне оцінювання її стану.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є удосконалення теоретичних засад та науково-методичних підходів до формування ФАП в умовах динамічного розвитку економіки України.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних завдань:

- на основі структурно-декомпозиційного аналізу розвинути концептуальні засади поняття «фінансова архітектура підприємства»;
- дослідити та систематизувати основні теорії формування ФАП;
- удосконалити концептуальні засади політики управління капіталом підприємства як складової ФАП;
- проаналізувати стан фінансового сектору України, як головної детермінанти формування ФАП;
- проаналізувати сучасний фінансовий стан підприємств реального сектору економіки;
- розробити науково-методичний підхід, який дозволить оцінити взаємний вплив стану фінансового сектору та стану ФАП;
- розробити науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника стану ФАП;
- здійснити інтегральне оцінювання стану ФАП України.

*Об'єктом дослідження* є економічні відносини, що виникають у процесі формування ФАП реального сектора в умовах динамічного розвитку економіки України.

*Предметом дослідження* є науково-методичне забезпечення формування та оцінювання стану ФАП.

**Методи дослідження.** Методологічною основою дисертаційної роботи виступають фундаментальні положення теорії грошей і кредиту, фінансів, корпоративних фінансів, теорії структури капіталу підприємств, а також наукові праці вітчизняних та зарубіжних дослідників, присвячені проблемам формування ФАП в економіці України.

Для вирішення поставлених завдань було використано сукупність загальнонаукових і спеціальних методів: наукову абстракцію, індукцію та дедукцію, аналіз та синтез, логічне узагальнення – при уточненні основного категоріального апарату – визначенні сутності ФАП, систематизації ключових теорій структури капіталу та детермінант її формування, визначенні ролі структури власності та корпоративного управління у формуванні ФАП, порівняльний та економіко-статистичний аналіз – при дослідженні стану корпоративного управління, структури власності та структури капіталу підприємств реального сектору економіки України, кореляційно-регресійний метод – при оцінюванні взаємного впливу складових елементів ФАП, метод кластеризації та узагальнена функція бажаності Гаррінгтона – при розробці науково-методичного підходу щодо визна-

чення інтегрального показника стану ФАП України. Економіко-математичне моделювання здійснено з використанням пакету прикладних програм Statistica, Viscovery SOMine та MS Office Excel.

*Інформаційно-фактологічною базою* дисертаційної роботи виступили законодавчі та нормативно-правові акти, що регламентують засади функціонування корпоративних фінансів та фінансового ринку; дані Державної служби статистики України та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, фінансова і статистична звітність підприємств за даними Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (SMIDA), звітні матеріали офіційних сайтів досліджуваних підприємств та наукові розробки вітчизняних і зарубіжних дослідників з питань формування ФАП та функціонування економіки країни.

**Наукова новизна результатів дослідження** полягає в удосконаленні теоретичних засад та науково-методичних підходів до формування ФАП в умовах динамічного розвитку економіки України.

Найбільш вагомими результатами дослідження є такі:

*вперше:*

– розроблено науково-методичний підхід щодо визначення якості сформованої ФАП та її впливу на ринкову позицію підприємства, шляхом використання кластерного аналізу на основі нейронних мереж Кохонена, який базується на групі показників, що характеризують якість та ефективність сформованої структури капіталу підприємства та його структури власності;

*удосконалено:*

– класифікацію детермінант, що визначають цільову структуру капіталу підприємства, які на відміну від існуючих здійснено шляхом доповнення специфічною ознакою «характеру впливу на фінансовий леверидж», що дозволило виокремити такі детермінанти: ті, що визначають швидкість подолання розбіжності між фактичним та цільовим значенням фінансового левериджу та ті, що визначають цільовий показник розмаху варіації значень левериджу;

– науково-методичний підхід щодо визначення впливу на стан та якість ФАП рівня розвитку фондового ринку через включеність підприємств в емісійну політику та рівня розвитку кредитного ринку, що на відміну від існуючих базується на використанні методу моделювання структурними рівняннями та дозволило виявити латентність впливу процесу кредитування підприємств на розвиток фондового ринку;

– концептуальні засади формування політики управління структурою капіталу підприємства, що на відміну від існуючих враховують: вплив не лише податкового, а і неподаткового коректора на фінансовий леверидж; детермінанти формування цільової структури капіталу; наявність комплаєнс ризику. Це дозволило системно узгодити емісійну, дивідендну, амортизаційну політику та політику розподілу прибутку в рамках формування фінансової стратегії підприємства.

*набуло подальшого розвитку:*

– розуміння економічного змісту понять:

- ФАП як інтегрована динамічна система, що включає фінансові (структура капіталу, фінансова модель підприємства) та квазіфінансові (структура власності, корпоративне управління та контроль) елементи, взаємозв'язки та взаємодія між якими визначають фінансову стратегію підприємства, що на відміну від існуючих враховує вплив на формування реальної вартості бізнесу не лише фінансової стратегії підприємства, але і ФАП як елементу бізнес-моделі;

- «політика управління капіталом» як розроблена та узгоджена власниками та менеджерами підприємства система заходів, спрямована на формування цільової структури капіталу, яка здатна забезпечити стратегічний розвиток, зростання рентабельності власного капіталу із дотриманням необхідного рівня фінансової незалежності та фінансового ризику підприємства. На відміну від існуючих при формуванні структури капіталу головним завданням визначено досягнення цільових параметрів, що враховують інтереси всіх стейкхолдерів та формують ефективну ФАП;

- типологізація значень фінансового левериджу, як індикатора стану структури капіталу підприємства, яка окрім фактичного та оптимального, доповнена ще цільовим та стратегічним значеннями, що дозволяє формувати фінансово гнучку архітектуру підприємства та застосовувати адаптивну фінансову стратегію;

- концептуальні засади формування ФАП, які на відміну від існуючих враховує не лише наявність основних компонентів а і узгоджуються з фінансовою стратегією розвитку підприємства; враховують існуючу на підприємстві фінансову модель та включають систему фінансових відносин із зовнішніми стейкхолдерами.

**Практичне значення отриманих результатів** дисертаційної роботи полягає в тому, що основні наукові положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій щодо забезпечення формування та функціонування ФАП. Зокрема, науково-методичний підхід щодо визначення взаємного показників структури капіталу як складової частини ФАП, показників розвитку фондового ринку та показників розвитку кредитування суб'єктів господарювання були використані в діяльності ТОВ «Бінар Енерджі» (довідка № 25/19 від 30.10.2019 р.); пропозиції авторки щодо напрямів зменшення вартості залучення кредитних ресурсів для підприємств реального сектору економіки використовуються в діяльності ТОВ «Сумський машинобудівний завод» (довідка № 11/36-11.19 від 18.11.2019 р.).

Результати дисертації використані в навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисциплін: «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання», «Корпоративні фінанси», «Управління фінансами акціонерних товариств», «Управління фінансовою безпекою підприємств» «Фінансовий ринок» (акт від 25 жовтня 2019 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є завершеною науковою працею. Наукові положення, висновки, рекомендації та пропозиції, які виносяться на захист, були одержані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертації використані лише ті ідеї та положення, які

є результатом особистої роботи здобувача. Внесок автора в праці, опубліковані в співавторстві, наведено у переліку основних публікацій за темою дисертації.

**Апробація результатів дисертації.** Основні результати дослідження, викладені у дисертації, доповідалися, обговорювалися та одержали позитивну оцінку на науково-практичних конференціях, серед яких: II Всеукраїнська науково-практична конференція «Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України» (м. Суми, 2017); Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція «Регулювання міжнародних економічних відносин: проблеми та перспективи» (м. Київ, 2017 р.); IV Міжнародна науково-практична конференція «Глобальний економічний простір: детермінанти розвитку» (м. Миколаїв, 2017 р.); XIX Міжнародна наукова конференція молодих вчених «Проблеми розвитку фінансово-кредитної системи» (м. Львів, 2019 р.); III Всеукраїнська науково-практична конференція «Сталий розвиток соціально-економічних систем» (м. Харків, 2019 р.); Міжнародна науково-практична інтернет-конференція «Фінансово-кредитні системи в умовах зміни ділових циклів» (м. Київ, 2019 р.).

**Публікації.** Основні положення та висновки дисертації опубліковані у наукових працях загальним обсягом 4,49 друк. арк., з яких особисто автору належить 4,19 друк. арк., у тому числі: 6 статей у наукових фахових виданнях України (з них 6 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз), 6 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації складає 225 сторінки, у тому числі 164 сторінки основного тексту, 17 таблиць, 65 рисунків, 4 додатки та список використаних джерел із 205 найменувань.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У першому розділі дисертації «**Теоретико-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств**» проведено структурно-декомпозиційний аналіз поняття ФАП; досліджено основні теорії формування ФАП, удосконалено концептуальні засади політики управління капіталом підприємства як складової ФАП.

На основі узагальнення наукового доробку щодо формування ФАП встановлено, що її в основному розглядають як сукупність трьох елементів – структури капіталу, структури власності та корпоративного управління, що суттєво звужує її роль і значення. В зв'язку з цим в роботі обґрунтовано та розвинено поняття дефініції ФАП як інтегрованої динамічної системи, що включає фінансові (структура капіталу, фінансова модель підприємства) та квазіфінансові (структура власності, корпоративне управління та контроль) елементи, взаємозв'язки та взаємодія між якими визначають фінансову стратегію підприємства. Застосування концепції фінансової архітектури дає змогу сфокусуватися на динамічному характері процесів, що відбуваються у фінансовій діяльності підприємств (рисунок 1).



**Фінансові відносини із зовнішніми стейкхолдерами**  
(Формування фінансових інструментів – активів та зобов'язань)

**Операційна діяльність**  
Постачальники (Кредиторська заборгованість)  
Покупці (Дебіторська заборгованість)  
Держава (фіскальна служба) (Кредиторська та дебіторська заборгованість)  
*Зовнішні стейкхолдери*

**Фінансова діяльність**  
(власний, позиковий капітал)  
Фінансовий ринок  
(Банки, фінансові установи)  
*Зовнішні стейкхолдери*

**Інвестиційна діяльність**  
Фінансові інвестиції  
(поточні фінансові інвестиції, інвестиції за методом участі в капіталі, інші довгострокові фінансові інвестиції)  
*Зовнішні стейкхолдери*

**Рисунок 1 – Концептуальні засади формування фінансової архітектури підприємства**



При формуванні ФАП та її подальшому розвитку необхідно враховувати, що зміни, які відбуваються в одному з її базових елементів мають вплив на інші елементи: зміна власника, форми власності, структури власності та зміна концентрації власності як в бік зростання, так і в бік зменшення може призводити до перегляду системи корпоративного управління та контролю. Відповідно зміни, що відбуваються в менеджменті та між власниками можуть кардинально змінити підходи щодо визначення структури капіталу підприємства, як шляхом нарощення рівня фінансового левериджу та відповідно фінансового ризику, так і навпаки, забезпечити перехід до більш консервативного варіанту структури капіталу. Провівши аналіз дефініції ФАП, визначено, що окрім базових елементів, важливим є визначення її суб'єктів, принципів та мети створення. Головною метою формування ФАП в роботі визначено забезпечення зростання ринкової вартості бізнесу та зростання доходів власників підприємства, як головних стейкхолдерів.

Сформована ФАП відіграє ключову роль у формуванні відносин з інститутами фінансового ринку, а отже у формуванні структури капіталу підприємства та генеруванні вхідних та вихідних грошових потоків в розрізі його фінансової діяльності. При цьому також не менш важливого значення мають і сформовані відносини не лише з банками та професійними учасниками фондового ринку, а і з страховими компаніями, фінансовими компаніями, що здійснюють лізингові операції, тощо.

Враховуючи, що в роботі базовим елементом ФАП визначено структуру капіталу, було здійснено систематизацію існуючих теорій структури капіталу та її узгодження з елементами ФАП, яка дозволила встановити, що суто формування оптимальної структури капіталу здійснено в класичній теорії Міллера-Модільяні, теорії чистого операційного прибутку, традиційній теорії, динамічній компромісній та теорії вільних грошових потоків підприємства. З позиції ролі структури власності у формуванні ФАП та структури капіталу вагома роль належить сигнальній теорії та теорії агентських витрат. З точки зору розкриття значення корпоративного управління та контролю і їх ролі у формуванні оптимальної структури капіталу найбільш значимими є теорія агентських витрат, корпоративного контролю, відстеження ринку, інформаційних каскадів та теорія ієрархій. Враховуючи, що авторське розуміння ФАП включає такий елемент як фінансова модель, що використовується підприємством, визначено, що найбільш вживаними є концепція вартісно-орієнтованого управління, збалансованої системи показників та концепція доданої вартості. Саме ці концепції є найбільш наближеними до практичної діяльності та узгоджуються з метою та принципами побудови ФАП, а також максимально повно характеризують набір детермінант, що визначає оптимальну структуру капіталу та ефективну ФАП.

Враховуючи, що структура капіталу є з одного боку результатом прийнятих рішень власниками та менеджерами, а з іншого відображає ефективність існуючої фінансової архітектури в роботі досліджено теоретичні засади розробки та реалізації політики управління капіталом та запропоноване авторське розуміння як розробленої та узгодженої власниками та менеджерами підприємства системи заходів, спрямованих на формування цільової структури капіталу, яка

здатна забезпечити стратегічний розвиток, зростання рентабельності власного капіталу із дотриманням необхідного рівня фінансової незалежності та фінансового ризику підприємства (рисунок 2). Беручи до уваги, що основним показником, що характеризує капітал є фінансовий леверидж, запропоновано виділити такі його типи: фактичне значення, що відображає співвідношення власного та позикового капіталу, зафіксоване в балансі підприємства; оптимальне – допустимий діапазон, за якого підприємство може досягти зростання економічної та ринкової доданої вартості за умови сприятливої кон'юнктури фінансового та товарного ринків; цільове – досягнення якого забезпечує максимальне зростання економічної та ринкової доданої вартості; стратегічне – прогнозоване значення, що закладається у фінансову стратегію розвитку підприємства, як правило при розробці емісійної політики. Виокремлення таких значень дозволяє формувати фінансово гнучку архітектуру підприємства та застосовувати адаптивну фінансову стратегію.

У другому розділі роботи **«Особливості формування фінансової архітектури підприємств реального сектору економіки»** проаналізовано стан та тенденції розвитку фінансового сектору України, як головної умови формування ФАП; оцінено фінансовий стан підприємств реального сектору економіки; обґрунтовано науково-методичний підхід щодо оцінки впливу стану фінансового сектору на стан та якість ФАП.

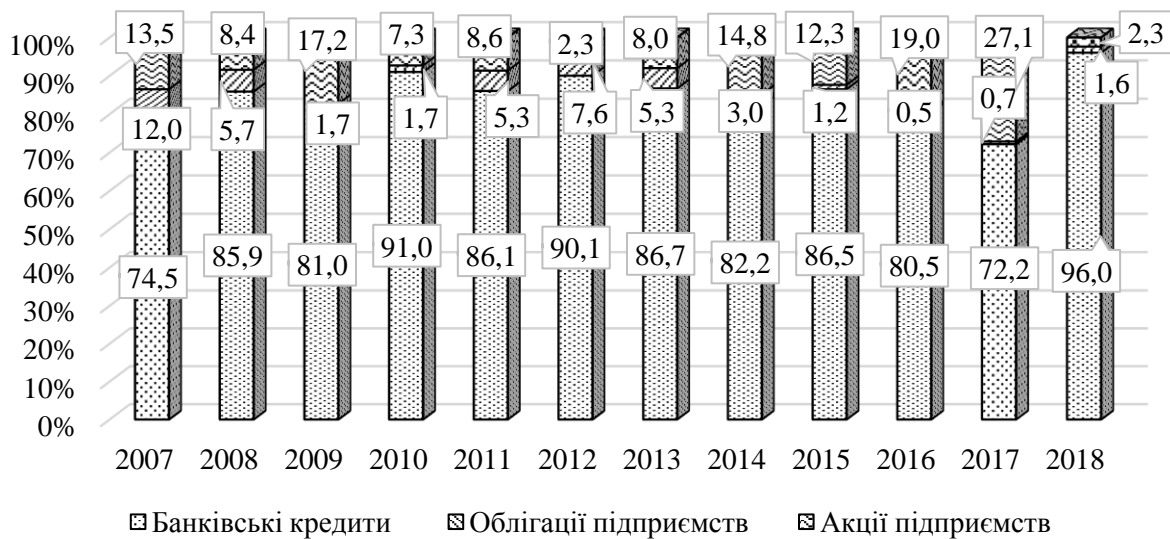
Стимулом до розвитку економічної системи є механізм формування та перерозподілу фінансових ресурсів в середині країни, що в значній мірі реалізовується через таку її складову як фінансовий сектор. Серед компонентів ФАП найбільше із станом розвитку фінансового сектору країни корелює структура капіталу підприємств та структура власності. Фінансовий сектор проаналізовано в розрізі двох базових сегментів – фондового та кредитного ринків. Стан фондового ринку України відзначається низьким рівнем його розвитку, обмеженістю інструментів, що представлені на ринку та невиконання своєї базової функції, що полягає у залученні емітентами фінансових ресурсів. Все це суттєво впливає на структуру капіталу вітчизняних підприємств, оскільки вони мають обмежені можливості щодо виходу на фондовий ринок та управління структурою власності та капіталу за допомогою емісії акцій та облігацій підприємств.

Неможливість адекватного використання підприємствами інструментів фондового ринку суттєво обмежує їх потенційні можливості до розширення власної діяльності та економічного зростання, і, як наслідок, обмежує економічне зростання економіки країни в цілому. Найбільшими стримуючими чинниками для розвитку підприємств є низький платоспроможний попит та фінансові обмеження (недостатнє фінансування, складність та висока вартість залучення капіталу, висока вартість кредитування). Зокрема фінансування капітальних інвестицій здійснено на 70 % за рахунок власних фінансових ресурсів підприємств, більше 12 % - за рахунок коштів, отриманих з державного та місцевого бюджетів і лише близько 7 % - за рахунок фінансового сектору.



**Рисунок 2 – Концептуальні засади політики управління структурою капіталу підприємства**

З-поміж ринкових джерел фінансування підприємств найбільш вагомим джерелом є банківське кредитування. Обсяг наданих кредитів за досліджуваний період мав тенденцію до зростання, незначне скорочення кредитування спостерігалося лише в 2016 році. У 2017 році питома вага кредитів в загальній сумі фінансування досягла свого мінімального значення за досліджуваний період – 72,18 %, що було зумовлене суттєвим зростанням обсягу емісії акцій, питома вага яких склала 27,12 %. У 2018 відбулося катастрофічне скорочення обсягу емісії акцій – до 2,33 %, що спричинило зростання питомої ваги кредитів до 96,06 % (рис. 3). Ситуація, що склалася у 2018 році на фондовому ринку призвела до ще більшої залежності підприємств від стану кредитного ринку, оскільки більшість підприємств не мають доступу до фондового ринку через неможливість виконання підвищених вимог до емісії акцій та облігацій.



**Рисунок 3 – Структурна динаміка ринкових джерел фінансування підприємств за 2007-2018 рр.**

Дослідження взаємозв'язків, що існують між показниками ФАП, показниками розвитку фондового та кредитного ринків проведено шляхом використання методу моделювання структурними рівняннями, який дозволяє, застосовуючи більш прості моделі побудувати складну інтегровану модель. Для цього було побудовано діаграму шляхів, визначено типи змінних (екзогенних та ендогенних) та встановлено між ними зв'язки. Отримані залишки проаналізовано на відповідність закону нормального розподілу та проведено перевірку моделі на адекватність.

У якості інформаційної бази дослідження визначені шість ключових показників: по два на кожний досліджуваний елемент. Показники структури капіталу (CAP.STRUCTURE): показники розвитку фондового ринку (FUND.MARKET) та показники розвитку кредитного ринку (CREDIT.MARKET). В результат отримано таку систему структурних рівнянь:

$$\left\{ \begin{array}{l}
 \text{COVERAGE.RATIO} = -1,036 \cdot \text{CAP.SYRUCTURE} + 0,981 \\
 \text{W.A.C.O.C} = \text{CAP.STRUCTURE} \\
 \text{BOND.VOLUME} = \text{FUND.MARKET} + 0,261 \\
 \text{SHARES.VOLUME} = -0,846 \cdot \text{FUND.MARKET} + 0,472 \\
 \text{CREDIT.VOLUME} = \text{CREDIT.MARKET} \\
 \text{INTEREST.RATE} = 1 \cdot \text{CREDIT.MARKET} + 0,963 \\
 \text{FUND.MARKET} = -0,493 \cdot \text{CAP.STRUCTURE} + 0,496 \\
 \text{CREDIT.MARKET} = 0,810 \cdot \text{CAP.STRUCTURE} + 1,402 \cdot \\
 \text{FUND.MARKET} + 0,011
 \end{array} \right. \quad (1)$$

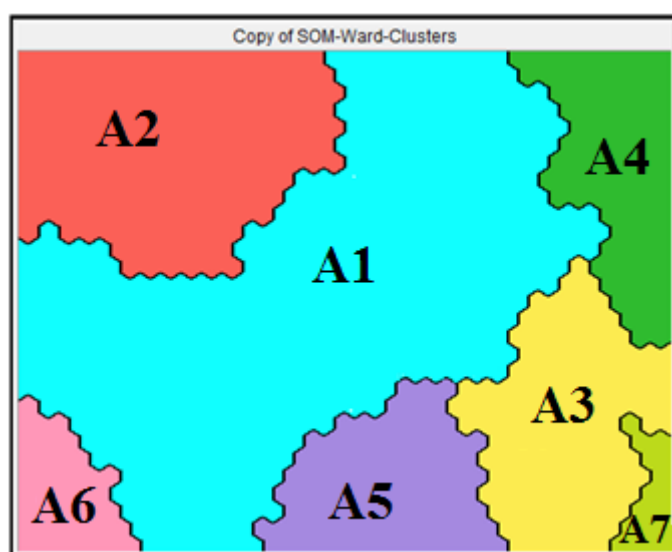
Розрахунки підтвердили наявність взаємозалежності між станом ФАП, показниками розвитку фондового та кредитного ринків. Між рівнем розвитку фондового ринку та ФАП підприємств існує обернена залежність, тобто при збільшенні рівня розвитку фондового ринку на 1 %, фінансовий леверидж змінюється в бік зменшення на 0,493 %. Між рівнем розвитку фондового ринку та рівнем розвитку кредитного ринку існує пряма залежність. У випадку зростання рівня розвитку кредитування підприємств на 1 % буде спостерігатися зміна фінансового левериджу у бік збільшення на 0,810 % а також це сприятиме зростанню рівня розвитку фондового ринку на 1,402 %. Таким чином, кредитування не лише виконує функцію забезпечення необхідними фінансовими ресурсами підприємства, а і неявно стимулює розвиток фондового ринку.

У третьому розділі роботи «**Удосконалення науково-методичних засад формування фінансової архітектури підприємств**» оцінено стан ФАП реального сектору економіки, розроблено та обґрунтовано науково-методичний підхід щодо визначення якості та інтегрального оцінювання сформованої ФАП та її впливу на ринкову позицію підприємства.

ФАП визначає не лише ефективність сформованої структури капіталу з точки зору його власників та узгодженість їх цілей із цілями менеджменту компанії, а і його ринкову позицію. Узгодженість інтересів між власниками та менеджерами визначає узгодженість стратегічних та оперативних цілей компанії та фінансову складову їх досягнення. В зв'язку з чим є потреба в пошуку таких методів оцінювання її якості, які б дозволяли визначити, яким чином, зміни, що відбулись в її складових елементах змінюють ринкову позицію.

Формування ефективної ФАП має значний вплив на утримання певної ринкової позиції та забезпечення стабільної рентабельності діяльності. Для дослідження були відібрані 22 українських підприємства з переліку ТОП-200 за найбільшим обсягом отриманого доходу від реалізації, та ті з них, які надавали в повному обсязі фінансову звітність за період з 2007 по 2018 роки. Обрані підприємства належать до наступних галузей: машинобудування (виробництво авіаційних двигунів), гірничо-металургійний комплекс (виробництво сталі та прокату, видобуток та збагачення руди), агропромисловий комплекс (виробництво кондитерської продукції), хімічна промисловість (виробництво ліків, виробництво азотних добрив), енергетика (виробництво електроенергії) та інформація та телекомунікація (надання послуг мобільного зв'язку та інтернету).

Для визначення стану ФАП та відповідної ринкової позиції використано кластерний аналіз із застосуванням методу найбільш віддалених сусідів. Застосовано алгоритми пакетних самоорганізованих карт Кохонена. Для визначення інтегрального показника використовувалась функція бажаності Гаррінгтона. Сформована вибірка засвідчила високий рівень концентрації власності практично у всіх підприємствах, та при цьому показала що значна сума активів контролюється лише декількома особами, тим самим підтвердила олігархічну структуру української економіки. У результаті отримано 7 груп кластерів, що відобразили підприємства в розрізі якості фінансової архітектури (рисунок 5). Встановлено, що лише 5 підприємств із загальної вибірки мають фінансову архітектуру високої якості, тобто структура капіталу та структура власності є узгодженими та оптимальними і забезпечують утримання підприємством провідної ринкової позиції.



**Рисунок 5 – Карта кластерів аналізованих підприємств**

Кількісні характеристики отриманих кластерів представлено в таблиці 1.

**Таблиця 1 – Характеристика підприємств на основі оцінки кластерів**

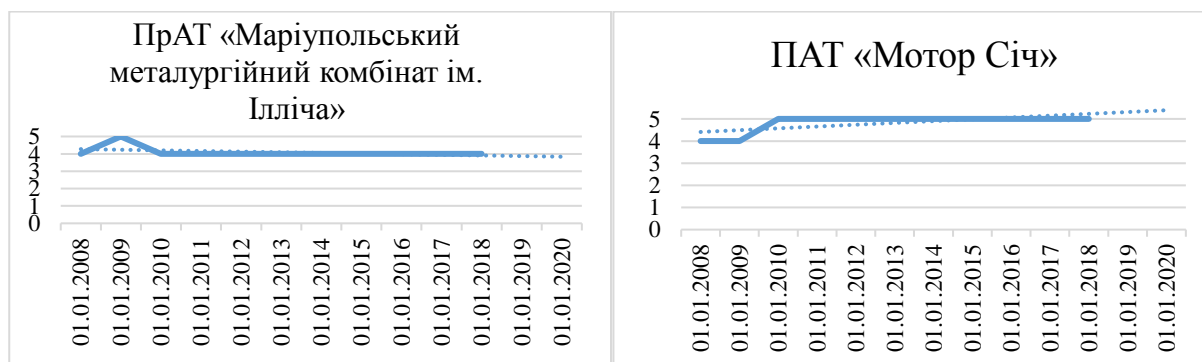
Клас-тер	Значення функції бажаності	Оцінка	Група підприємств
A2	0,6266	5	Підприємства з високою якістю ФАП
A1	0,5593	4	Підприємства з якістю ФАП вище середнього
A6	0,5475		
A5	0,3848	3	Підприємства з середньою якістю фі ФАП
A3	0,3452		
A4	0,3312	2	Підприємства з якістю ФАП нижче середнього
A7	0,1790	1	Підприємства з низькою якістю ФАП

Динаміка патернів аналізованих підприємств за період 2011-2018 рр. представлена в таблиці 2.

**Таблиця 2 – Динаміка патернів аналізованих підприємств за період 2011-2018 рр. (фрагмент)**

Підприємство	Динаміка патернів за 2011-2018 рр.
ПрАТ «Азовсталь»	A6→A2→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»	A6→A2→A1→A2→A2→A1→A1→A1→A1→A1→A1
ПАТ «Дніпроазот»	A6→A1→A6→A5→A3→A1→A1→A1→A1→A1→A2
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»	A6→A4→A3→A3→A3→A7→A7→A3→A4→A3→A7
ПрАТ «Євраз Суха балка»	A6→A2→A6→A1→A2→A2→A1→A2→A1→A3→A1
ПАТ «Запоріжжяобленерго»	A3→A3→A1→A1→A1→A2→A2→A1→A1→A5→A1
ПрАТ «Інгулецький гірничозбагачувальний комбінат»	A6→A2→A1→A2→A2→A1→A1→A1→A3→A3→A1

Серед 22 досліджуваних об'єктів найбільш стабільними з позиції ФАП були 5 підприємств, а саме: ПрАТ «Азовсталь»; ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»; ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»; ПАТ «Мотор Січ»; ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»; ПАТ «Центренерго». Дані підприємства протягом всього аналізованого періоду перебували у межах кластерів А2 (підприємства з високою якістю ФАП) та А1, А6 (підприємства з якістю ФАП вище середнього). На основі трендового прогнозування, можна стверджувати, що зміна показників діяльності даних підприємств протягом найближчих 2 років у межах релевантного діапазону не передбачається.

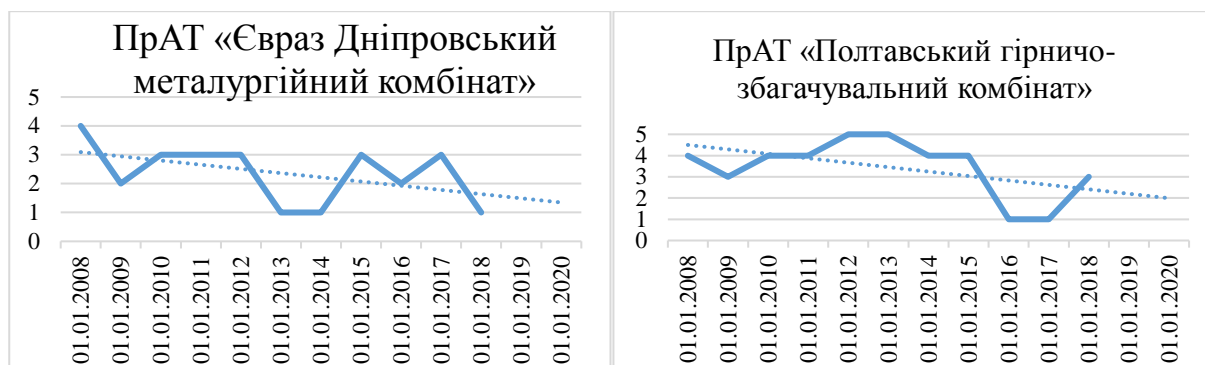


**Рисунок 6 – Фрагмент групи підприємств України з високою якістю ФАП**

Серед досліджуваних підприємств було виявлено 4 підприємства, що перебувають у глибокому кризовому стані і мають негативні прогнози подальшої діяльності (рис. 7).

Підприємства сфери надання послуг мобільного зв'язку та інтернету (ПрАТ «МТС Україна» та ПАТ «Укртелеком») відповідно до прогнозних розрахунків мають можливості до покращення свого фінансового стану.

Для перевірки адекватності моделі кластерного аналізу була використана методика введення умовно найкращих і умовно найгірших об'єктів. Показники даних об'єктів формуються на основі максимально- та мінімально можливих значень дослідженої сукупності об'єктів.



**Рисунок 7 – Фрагмент групи підприємств України, що мають низьку якість ФАП**

При дослідженні описової статистики новосформованої карти кластерів за свідчимо, що нововведене підприємство ПАТ «Потужне» потрапило до кластеру А2 (підприємства з високою якістю ФАП), а ПАТ «Кризове» – до А6 (підприємства з низькою якістю ФАП), що свідчить про адекватність розробленої моделі.

Таким чином запропонований науково-методичний підхід дозволяє оцінити стан та якість сформованої ФАП та визначити їх вплив на ринкову позицію, яку займає підприємство, а також здійснити трендове прогнозування, яке дозволить скоригувати розроблену фінансову стратегію підприємства.

## ВИСНОВКИ

У дисертації надано теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми, що полягає в удосконаленні теоретичних засад та науково-методичних підходів до формування фінансової архітектури підприємств.

За результатами дослідження зроблено такі висновки:

1. На основі проведеного структурно-декомпозиційного аналізу дефініції «фінансова архітектура підприємства» розвинуто концептуальні засади її забезпечення та визначено її основні елементи. Обґрунтовано, що на фоні всіх інших елементів (структури власності, корпоративного управління та фінансової моделі) основним залишається структура капіталу підприємства, формування якої відбувається в рамках політики управління капіталом, яка є невід'ємною складовою фінансової політики підприємства.

2. Систематизовано та узгоджено існуючі теорії структури капіталу та концепції фінансових моделей з основними елементами ФАП. Формування структури капіталу обґрунтовано в класичній теорії Міллера-Модільяні, теорії чистого операційного прибутку, традиційній теорії, динамічній компромісній та теорії вільних грошових потоків підприємства; роль структури власності визначено в сигнальній теорії та теорії агентських витрат; значення корпоративного управління та контролю і їх ролі у формуванні оптимальної структури капіталу розкрито в теорії агентських витрат, корпоративного контролю, відстеження ринку, інформаційних каскадів та теорія ієрархій. Визначено, що методологія формування фі-



нансової моделі підприємства, найбільш повно відображена в концепціях вартісно-орієнтованого управління, збалансованої системи показників та доданої вартості.

3. Враховуючи, що основним елементом ФАП є структура капіталу, удосконалено концептуальні засади політики управління капіталом підприємства, з акцентом на формування цільової структури капіталу. Доведено, що для формування ефективної політики управління капіталом важливого значення набуває здійснення якісного контролю за формуванням та виконанням завдань у відповідності до поставленої мети, що передбачає постійний моніторинг таких значення фінансового левериджу як фактичне, оптимальне, цільове, стратегічне. З точки зору такої політики основні детермінанти, що визначають цільову структуру капіталу підприємства запропоновано класифікувати за ознакою їх впливу на значення фінансового левериджу.

4. Стан фінансового сектору країни, проаналізований в розрізі фондового та кредитного ринку з точки зору його впливу на стан ФАП засвідчив, що протягом останніх років відбувається значне зменшення розмірів як фондового ринку, підтвердженням чого є суттєве зниження ринкової капіталізації, так і кредитного ринку. В результаті підприємства не отримують в достатньому обсязі необхідного капіталу.

5. Визначено, що підприємства не мають широких можливостей до залучення ресурсів з зазначених ринків, а для здійснення капітальних інвестицій та фінансування поповнення оборотних активів використовують власні джерела фінансування. Використання можливостей емісії цінних паперів суттєво ускладнюється високим рівнем вимог щодо проходження процедури лістингу, а також низькою інвестиційною привабливістю. Серед ринкових джерел фінансування переважають банківські кредити. Стримуючими чинниками для розвитку підприємств є низький платоспроможний попит, недостатнє фінансування, складність та висока вартість залучення капіталу, висока вартість кредитування.

6. Використання методу моделювання структурними рівняннями для встановлення взаємозалежності між станом ФАП, показниками розвитку фондового та кредитного ринків дозволило виявити: обернену залежність між рівнем розвитку фондового ринку та ФАП підприємств, тобто при збільшенні рівня розвитку фондового ринку на 1 %, фінансовий леверидж змінюється в бік зменшення на 0,493 %; пряму залежність між рівнем розвитку фондового ринку та рівнем розвитку кредитного ринку. Доведено, що кредитування не лише виконує функцію забезпечення необхідними фінансовими ресурсами підприємства, а і неявно стимулює розвиток фондового ринку.

7. Встановлено, що ФАП визначає не лише ефективність сформованої структури капіталу з точки зору його власників та узгодженість їх цілей із цілями менеджменту компанії, а і його ринкову позицію. Запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення стану ФАП та відповідної ринкової позиції на основі використання кластерного аналізу (алгоритми пакетних самоорганізованих карт Кохонена) із застосуванням методу найбільш віддалених сусідів.

8. Для визначення інтегрального показника використовувалась функція бажаності Гаррінгтона. Сформована вибірка засвідчила високий рівень концентрації власності практично у всіх підприємствах, та при цьому показала що значна сума активів контролюється лише декількома особами, тим самим підтвердила олігархічну структуру української економіки. Встановлено, що із досліджуваної вибірки підприємств (22 підприємства, із переліку ТОП-200 за обсягами отриманого доходу від реалізації) лише 5 мають фінансову архітектуру високої якості, тобто структура капіталу та структура власності є узгодженими та оптимальними і забезпечують утримання підприємством провідної ринкової позиції.

9. Запропонована модель перевірена на адекватність шляхом введення умовно найкращого і умовно найгіршого за показниками підприємства. Сформовані патерни досліджуваних підприємств та аналіз їх динаміки дає змогу здійснити трендове прогнозування, яке дозволить скоригувати розроблену фінансову стратегію підприємства.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### *Публікації у наукових фахових виданнях України*

1. Душак М.І. Фінансова архітектура як система основних структурних характеристик компанії (підприємства). *Приазовський економічний вісник*. (Index Copernicus). 2017. № 5 (5). С. 129–132. (0,4 друк. арк.). URL: [http://rev.kpu.zp.ua/journals/2017/5\\_05\\_uk/](http://rev.kpu.zp.ua/journals/2017/5_05_uk/) 26.pdf

2. Малиш Д.О., Душак М.І. Фінансова архітектура підприємства як основа протидії фінансовому рейдерству. *Причорноморські економічні студії* (Index Copernicus та ін.). 2018. №. 36. С. 80–85. (0,5 друк. арк.) *Особистий внесок: визначено сутність фінансового рейдерства в контексті фінансової архітектури підприємства, його види, а також позитивні та негативні наслідки.* (0,2 друк. арк.).

3. Душак М.І. Структура капіталу як умова формування ефективної фінансової архітектури підприємства. *Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка* (Google Scholar та ін.). 2018. №. 3 С. 44–53. (0,77 друк. арк.)

4. Душак М.І. Концептуальні засади формування фінансової архітектури підприємства. *Бізнес Інформ* (Ulrichsweb, DOAJ, Index Copernicus та ін.). 2019. № 7. С. 205–211 (0,6 друк. арк.).

5. Душак М.І. Теоретичне підґрунтя формування фінансової архітектури підприємства. *Економіка та держава* (Index Copernicus та ін.). 2019. № 8. С. 62–66 (0,75 друк. арк.).

6. Душак М.І. Аналіз стану фондового ринку України з позиції його впливу на фінансову архітектуру підприємств реального сектору економіки. *Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка* (Google Scholar та ін.). №2, 2019. С. 26–35 (0,62 друк. арк.).

### *Тези доповідей на науково-практичних конференціях*

7. Душак М.І. Фінансова архітектура, її основні компоненти. *Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України* : матеріали II Всеукр.

наук.-практ. конф., м. Суми, 23 листоп. 2017 р. Суми : СумДУ, 2017. С. 93–97 (0,2 друк. арк.).

8. Душак М.І. Фінансова архітектура компанії (підприємства). *Регулювання міжнародних економічних відносин: проблеми та перспективи*: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф., м. Київ, 8–9 груд. 2017 р. Київ : Київський економічний науковий центр, 2017. С. 113-115 (0,22 друк. арк.).

9. Душак М.І. Передумови формування фінансової архітектури компанії (підприємства): *Глобальний економічний простір: детермінанти розвитку*: матеріали IV Міжнар. наук.-практ. конф. Част. 2. м. Миколаїв, 15 груд. 2017 р. Миколаїв : Миколаївський національний університет імені В.О. Сухомлинського, 2017. С. 63–66 (0,23 друк. арк.).

10. Душак М.І. Детермінанти формування структури капіталу підприємства як елементу його фінансової архітектури. *Проблеми розвитку фінансово-кредитної системи* : збірник тез XIX Міжнар. наук. конф. молодих вчених, аспірантів та студентів, м. Львів, 29 берез. 2019 р. Львів : ЛННІ ДВНЗ «Університет банківської справи», 2019. С. 465–467 (0,15 д.а.).

11. Душак М.І. Детермінанти формування капіталу підприємств. *Сталий розвиток соціально-економічних систем*: матеріали III Всеукр. наук.-практ. конф., м. Харків, 14 трав. 2019 р. Харків, 2019. С. 110-113 (0,25 д.а.).

12. Душак М.І. Управління капіталом як базовий елемент фінансової архітектури підприємств. *Фінансово-кредитні системи в умовах зміни ділових циклів*: матеріали Міжнар. наук.-практ. інтернет конф. м. Київ, 15 трав. 2019 р. Київ, КНТЕУ, 2019. С. 84–86 (0,1 д.а.).

## АНОТАЦІЯ

**Душак М.І. Науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств.** – На правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Сумський державний університет, Суми, 2020.

Дисертаційна робота присвячена удосконаленню теоретичних засад та науково-методичних підходів до формування фінансової архітектури підприємств. У роботі на основі проведеного структурно-декомпозиційного аналізу розвинуто концептуальні засади поняття фінансова архітектура підприємства; досліджено основні теорії її формування та узгоджено їх із структурними елементами, удосконалено концептуальні засади політики управління капіталом підприємства. Проаналізовано стан та тенденції розвитку фінансового сектору України; оцінено фінансовий стан підприємств реального сектору економіки; обґрунтовано науково-методичний підхід щодо оцінки впливу стану фінансового сектору на стан та якість фінансової архітектури підприємства. Оцінено стан фінансової архітектури підприємств реального сектору економіки, розроблено та обґрунтовано науково-методичний підхід щодо визначення її якості та її впливу на ринкову позицію підприємства.

**Ключові слова:** фінансова архітектура, фінансова стратегія, підприємство, структура капіталу, структура власності, корпоративне управління, фінансова модель.

## SUMMARY

**Dushak M.I. Scientific and methodological approaches of the company's financial architecture formation.** – Manuscript.

Thesis for a candidate degree in economic science, specialty 08.00.08 – Money, finance, and credit. – Sumy State University, Sumy, 2020.

The thesis is devoted to the improvement of theoretical foundations and scientific and methodological approaches of the company's financial architecture formation.

Revision of established approaches to the implementation of the financial activity of the company actualizes the study of the peculiarities of the company's financial architecture formation and determine the role of each of its elements. The main purpose of the research is to improve the scientific and methodological foundations of the formation and development of the company's financial architecture in the real sector of the economy. The application of the concept of financial architecture makes it possible to focus on the dynamic nature of the processes occurring in the financial activities of companies.

In the work based on structural and decomposition analysis of the definition of «company financial architecture» conceptual bases of its providing are developed, and its main elements are defined. It is substantiated that on the background of all other elements (ownership structure, corporate governance, and financial model), the company capital structure remains the main one. The main purpose of company financial architecture formation in the work is determined to ensure the growth of the market value of the business and the growth of income of the owners of the company, as the main stakeholders.

The existing theories of capital structure and concepts of financial models are systematized and harmonized with the main elements of the company's financial architecture.

The conceptual principles of the company capital management policy have been improved, with the emphasis on the formation of the target capital structure, which can provide strategic development, increase the return on equity while maintaining the necessary level of financial independence and financial risk of the company. It is proved that for the formation of an effective capital management policy it is important to have good control over the formulation and execution of tasks following the set goal, which provides for determination and constant monitoring of the actual, optimal, target and strategic value of financial leverage. The main determinants that determine the target capital structure of the company are classified according to their influence on the value of financial leverage.

The current state of the financial sector of the country in the context of the stock and credit markets from its influence on the state of the company financial architecture is analyzed. It has been determined that in recent years there has been a significant reduction in the size of the financial sector, which limits the access of companies to low-cost capital.

It is determined that companies mainly use their sources of financing for capital investments and financing of the replenishment of current assets. A significant increase in listing requirements has restricted access to the stock market even for large companies. Restraining factors for business development are low solvency demand, insufficient financing, complexity and high cost of raising capital, high cost of lending.

The structural equation modeling method was used to establish interdependence between the state of the company's financial architecture and indicators of the development of stock and credit markets. As a result, the inverse relationship between the level of stock market development and the company financial architecture is revealed, and a direct relationship between the level of stock market development and the level of credit market development. It is proved that lending not only performs the function of providing the necessary financial resources of the company but also implicitly stimulates the development of the stock market.

It is established that the company's financial architecture determines not only the efficiency of the formed capital structure in terms of its owners and the consistency of their goals with the goals of the management of the company but also its market position. The scientific and methodological approach to determine the state of the company's financial architecture and the corresponding market position based on the use of cluster analysis (algorithms of Kohonen self-organized cards) is proposed.

Harrington's desirability function was used to determine the integral index. The selected sample (22 companies) from the list of TOP-200 in terms of received income from sales showed a high level of ownership concentration in almost all companies, and at the same time showed that a considerable amount of assets is controlled by only a few persons, thus confirming the oligarchic structure of the Ukrainian economy. Only 5 companies were found to have high-quality financial architecture from the surveyed sample, that is, capital structure and ownership structure are consistent and optimal and provide the company with a leading market position.

The proposed model has been tested for adequacy by introducing the conditionally best and conditionally worst-performing company. The generated patterns of the studied companies and the analysis of their dynamics allow performing trend forecasting, which will allow adjusting the developed financial strategy of the company.

**Key words:** financial architecture, financial strategy, company, capital structure, ownership structure, corporate governance, financial model.

Відповідальний за випуск  
доктор економічних наук, професор  
*Школьник Інна Олександрівна*

Підписано до друку 00.02.2020  
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 0,9  
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Видавець і виготовлювач  
Сумський державний університет  
Вул. Римського-Корсакова, 2, м. Суми, 40007  
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 3062 від 17.12.2007