

СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова праця  
на правах рукопису

**ДУШАК МАЙЯ ІВАНІВНА**

УДК 658.14+658.15

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

**Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит**

Подається на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень.

Використання ідей, результатів і текстів інших

авторів мають посилання на відповідне джерело \_\_\_\_\_ М.І. Душак

Науковий керівник:  
Школьник Інна Олександрівна  
Доктор економічних наук, професор

Суми – 2020

## АНОТАЦІЯ

**Душак М.І. Методичні засади формування фінансової архітектури підприємств. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук (доктора філософії) 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.

Перегляд усталених підходів щодо здійснення фінансової діяльності підприємства актуалізує дослідження особливостей формування фінансової архітектури підприємства та визначення ролі кожного її елемента. Основною метою дослідження є удосконалення науково-методичних засад формування та розвитку фінансової архітектури підприємств реального сектору економіки. Застосування концепції фінансової архітектури дає змогу сфокусуватися на динамічному характері процесів, що відбуваються у фінансовій діяльності підприємств.

На основі узагальнення наукового доробку обґрунтовано та розвинено поняття дефініції фінансової архітектури підприємства 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. Головною метою формування фінансової архітектури в роботі визначено забезпечення зростання ринкової вартості бізнесу та зростання доходів власників підприємства, як головних стейкхолдерів.

Сформована фінансова архітектура 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. Виходячи з цього, систематизовано та узгоджено існуючі теорії структури капіталу та концепції фінансових моделей з основними елементами фінансової архітектури підприємства: 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 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; з позиції фінансової моделі, що використовується підприємством, визначено, що найбільш вживаними є концепція вартісно-орієнтованого управління, збалансованої системи показників та концепція доданої вартості.

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 запропоновано її 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. 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

Удосконалено концептуальні засади політики управління капіталом підприємства, з акцентом на формування цільової структури капіталу, яка здатна забезпечити стратегічний розвиток, зростання рентабельності власного капіталу із дотриманням необхідного рівня фінансової незалежності та фінансового ризику підприємства. 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 визначення та постійний моніторинг фактичного, оптимального, цільового та стратегічного значення фінансового левериджу. Запропоновано основні детермінанти, що визначають цільову структуру капіталу підприємства класифікувати за ознакою їх впливу на значення фінансового левериджу. До детермінант, що визначають швидкість подолання розбіжності значень левериджу віднесено: перспективи зростання підприємства, його розмір, макроекономічний цикл, існуючу розбіжність між фактичним та цільовим значенням фінансового левериджу. До детермінант, що визначають цільовий показник розмаху варіацій значень левериджу віднесено: перспективи зростання підприємства, його розмір, рентабельність підприємства, волатильність грошових потоків від операційної діяльності, структуру активів, рівень регулювання фінансової діяльності підприємства та рівень його оподаткування. Зауважимо, що перших два детермінанти є спільними для обох груп.

Проаналізовано сучасний стан фінансового сектору країни, в розрізі фондового та кредитного ринку з позиції його впливу на стан фінансової архітектури підприємства. Визначено, що протягом останніх років відбувається значне зменшення розмірів фінансового сектору, що обмежує доступ підприємств до недорогого капіталу. 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. Визначено, що підприємства для здійснення капітальних інвестицій та фінансування поповнення оборотних активів переважно використовують власні джерела фінансування. Суттєве підвищення вимог щодо проходження процедури лістингу, обмежило доступ до фондового ринку навіть для великих підприємств. Стримуючими чинниками для розвитку підприємств є низький платоспроможний попит, недостатнє фінансування, складність та висока вартість залучення капіталу, висока вартість кредитування.

Для встановлення взаємозалежності між станом фінансової архітектури підприємства та показниками розвитку фондового і кредитного ринків використано метод моделювання структурними рівняннями. В результаті виявлено обернену залежність між рівнем розвитку фондового ринку та ФАП підприємств та 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.

Формування ефективної фінансової архітектури 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). Встановлено, що фінансова архітектура підприємств 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 фінансової архітектури підприємств та відповідної ринкової позиції на основі використання кластерного аналізу (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. Встановлено, що із досліджуваної вибірки лише 5 мають фінансову архітектуру високої якості, тобто структура капіталу та структура власності є узгодженими та оптимальними і забезпечують утримання підприємством провідної ринкової позиції.

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.

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

## ABSTRACT

### **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.

Based on a generalization of scientific work the concept of the definition of the company's financial architecture as an integrated dynamic system, including financial (capital structure, the financial model of the company) and quasi-financial (ownership structure, corporate governance, and control) elements, interrelations and interactions between them are grounded and developed. the financial strategy of the company. 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.

Formed financial architecture plays a key role in forming relationships with financial market institutions, and therefore in shaping the capital structure of the company and generating input and output cash flows in the context of its financial activities. Based on this, 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: purely the formation of the optimal capital structure is carried out in the classical Miller-Modigliani theory, the theory of net operating profit, the traditional theory, dynamic trade-off and the theory of free cash flows of the company; from the role of the ownership structure and the capital structure a significant role belongs to the signal theory and the theory of agency costs; In terms of disclosing the importance of corporate governance and control and their role in shaping the optimal capital structure, the most significant is the theory of agency costs, corporate control, market tracking, information cascades, and the theory of hierarchies; From the financial model used by the company, it is determined that the most used are the concept of cost-oriented management, a balanced scorecard and the concept of value-added.

Taking into the account that the capital structure is the result of decisions made by the owners and managers on the one hand, and on the other reflects the effectiveness of the existing financial architecture, the theoretical foundations of the development and implementation of the capital management policy are explored, and its author's understanding of how developed and agreed by the owners and managers of the company system aimed at forming the target capital structure that is capable of providing strategic development, increasing the return on equity and with the necessary level of financial independence and financial risk of the company. Considering that the main indicator characterizing capital is financial leverage, it is proposed to distinguish the following types of capital: actual value, which reflects the ratio of equity to debt, recorded in the balance sheet of the company; optimum – the permissible range over which a company can achieve economic and market value-added growth under favorable financial and commodity market conditions; targeted – achieving which maximizes economic and market value-added; strategic – the predicted value that is embedded in the financial strategy of the company development, as a rule in the development of the emission policy.

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. The stock market of Ukraine is characterized by a low level of its development, limited instruments presented on the market and failure to fulfill its basic function, which involves attracting financial resources from issuers. All this has a significant impact on the capital structure of domestic companies since they have limited ability to enter the stock market and manage the ownership and capital structure through the issue of shares and bonds of the company.

The inability of the stock market instruments to be adequately used by companies substantially limits their potential for expansion of their activities and economic growth and, as a consequence, limits the economic growth of the country's economy as a whole. 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.

The formation of an effective financial architecture has a significant impact on maintaining a certain market position and ensuring the stable profitability of operations. The survey selected 22 Ukrainian companies from the list of TOP-200 in terms of the largest amount of sales revenue received, and those that provided full financial statements for the period from 2007 to 2018. The selected companies belong to the following branches: mechanical engineering (production of aircraft engines), mining and metallurgical complex (production of steel and rolled metal, mining, and processing of ore), agro-industrial complex (production of confectionery products), chemical industry (production of medicines, production of nitrogen fertilizers), energy (electricity generation) and information and telecommunications (mobile and internet services). 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 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.

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

### Список публікацій здобувача

*Список публікацій здобувача в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:*

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/26.pdf](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.).

*Список публікацій, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації*

1. 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.).

2. 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.).

3. 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.).

4. 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.).

5. 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.).

6. 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.).

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	16
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВ.....	23
1.1 Структурно-декомпозиційний аналіз поняття «фінансова архітектура підприємства».....	23
1.2 Характеристика базових теорій формування фінансової архітектури підприємств.....	41
1.3 Удосконалення концептуальних засад політики управління капіталом підприємства як складової фінансової архітектури.....	64
Висновки до розділу 1.....	83
РОЗДІЛ 2. ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ.....	87
2.1 Сучасний стан та тенденції розвитку фінансового сектору України	87
2.2 Аналіз фінансового стану підприємств реального сектору економіки.....	111
2.3 Науково-методичний підхід щодо оцінки впливу стану фінансового сектору на стан та якість фінансової архітектури підприємства.....	132
Висновки до розділу 2.....	145
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНОГО ЗАСАД ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВ.....	149
3.1 Обґрунтування науково-методичного підходу щодо визначення якості сформованої фінансової архітектури підприємства та її впливу на ринкову позицію.....	149
3.2 Інтегральне оцінювання стану фінансової архітектури підприємств	167
Висновки до розділу 3.....	181

	15
ВИСНОВКИ .....	184
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	187
ДОДАТКИ .....	208

## ВСТУП

**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 напрямам 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 визначення 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 одержаних 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 і зміст 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.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВ

### 1.1 Структурно-декомпозиційний аналіз поняття «фінансова архітектура підприємства»

На сучасному етапі розвитку фінансової системи 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.

Нині актуальними питаннями є дослідження фінансової архітектури підприємства (далі ФАП), її фундаменту та конструкції, необхідність фінансового аналізу саме структурних, стрижневих характеристик для розуміння результатів діяльності підприємства. Застосування концепції фінансової архітектури дає змогу сфокусуватися на динамічному характері процесів, що відбуваються на сучасному підприємстві. Особлива роль відводиться фінансовій архітектурі як системній конструкції, що дає можливість вивчення фінансової організації підприємств, методів, які використовуються в ній для пристосування до умов, що змінюються в конкурентному середовищі і на ринку капіталу.

Існуючі погляди науковців щодо формування ФАП досить часто зводяться до поєднання інституційного та інтеграційного підходів у її розумінні. Слід зазначити, що поняття фінансової архітектури взагалі є відносно новим, тому можна констатувати відсутність єдиного усталеного розуміння даного поняття в працях різних науковців. В зв'язку з чим є необхідність провести структурно-декомпозиційний аналіз дефініції ФАП. Варто зазначити, що термін «фінансова архітектура» наразі активно використовується як з точки зору макроекономічних досліджень, так і з точки

зору мікроекономічних досліджень, при чому найбільш активно його почали використовувати після світової фінансової кризи 2008 року саме в макроекономічному, а точніше в глобальному контексті. В даному випадку термін «фінансова архітектура» використовувався з трьох точок зору: по-перше, як сукупність інститутів таких як фінансова політика, правила гри, стандарти і принципи функціонування та регулювання фінансових ринків, моніторинг ефективності регулювання; по-друге – як система світових фінансових регуляторів, що відповідають за забезпечення світової фінансової стабільності; по-третє – як матриця світової фінансової системи, яка формується через функціональні взаємозв'язки між елементами світової фінансової системи такими як валютна система, фондові ринки, банківська та парабанківська система [82].

На відміну від макроекономічного рівня, на рівні окремих підприємств, тобто на мікрорівні, ФАП розглядають як взаємодію базових елементів, які визначають фінансові відносини та слугують інструментами впливу на результати господарської діяльності підприємства. Вважається, що вперше і сам термін «корпоративна фінансова архітектура», і проблеми, що з нею пов'язані, були озвучені у вступній промові С. Майєрса (S. Myers) на конференції Європейської асоціації фінансового менеджменту і маркетингу (EFMA) у 1998 році. Фінансова архітектура, згідно з С. Майєрсом, означає весь «фінансовий дизайн бізнесу, що охоплює власність (концентровану або розпорошену), організаційно-правову форму, стимули, способи фінансування і розподілу ризиків між інвесторами». Фінансова архітектура (або фінансовий устрій компанії) пов'язана з корпоративним управлінням, з корпоративним контролем, з правовою формою організації компанії (корпорація або товариство), джерелами фінансування (акціонерний або приватний власний капітал), взаєминами з фінансовими інститутами [181].

З точки зору корпоративного управління «архітектура» в загальному вигляді – це «формування закономірностей побудови, що притаманна системі, загальний план або концепція, яка використовується для її створення, а за



іншого боку, абстрактний опис системи, її структури, компонентів та їх взаємозв'язків» [9]. При цьому необхідно уточнити, що корпоративну архітектуру досить часто в науковій літературі прирівнюють до бізнес-моделі, яка може визначатись економічною політикою підприємства, його стратегією розвитку, технологічними процесами та операційною діяльністю та структурою підприємства, хоча в принципі цей зв'язок може бути оберненим, тобто сформована бізнес-модель визначає всі зазначені елементи підприємства.

Розглянемо більш детально термін ФАП (табл. 1.1). Отже систематизувавши наукові погляди щодо визначення ФАП, можна виокремити два базових підходи, зокрема визначення ФАП як динамічної системи, та як сукупності певних елементів. Якщо не брати до уваги визначення, надане основоположником С. Маєрсом, що наведено вище, а саме ФАП як фінансового дизайну бізнесу, то на нашу думку більш повним з точки зору розкриття функціонального підходу є визначення, що характеризує ФАП як динамічну систему та відображає сукупність тих фінансових відносин, що сформовані в результаті фінансової діяльності підприємства.

Стосовно визначення Наконечної А.С., то вона в своєму дослідженні опирається також на розуміння ФАП як інтегрованої динамічної системи, але при цьому акцентує увагу на тому, що саме ФАП є визначальним фактором формування ринкової вартості бізнесу, і також досліджує вплив сформованої ФАП на ефективність його функціонування.

Варто також зазначити, що в процесі аналізу наукових підходів щодо визначення ФАП було встановлено, що її основними структурними компонентами як правило вказують структуру капіталу, структуру власності, корпоративне управління і контроль та організаційно-правову форму. В тому чи іншому вигляді такий підхід знайшов своє відображення в роботах Житара М.О. та Немсадзе Г.Г. [48], Калінської І. [58], Лактіонової О.А., Лук'яненко А.С. [75], Майерса С. [181], Наконечної А.С. [87], Семенюк В.О. [111], Бичкової Н.В. та Ярового А.Т. [6].

Таблиця 1.1 – Систематизація наукових підходів щодо терміну ФАП

Автор	Визначення
Майєрс С. [181]	Фінансовий дизайн бізнесу, що охоплює власність (концентровану або розпорошену), організаційно- правову форму (публічні чи приватні), стимули, способи фінансування і розподілу ризиків між інвесторами.
Прудніков А. О. [104]	Цілісна система управління капіталом, активами, грошовими потоками, інвестиціями та інноваціями, призначена для організації даного процесу на основі фінансового механізму та методів його реалізації.
Лактіонова О. А., Лук'яненко А. С. [75]	Динамічна система (інтегрована цілісність) взаємопов'язаних характеристик, що втілюють фундаментальні закономірності та визначають якісну своєрідність реалізації фінансової діяльності суб'єкта господарювання (з боку її структури, об'ємів та потенціалу відтворення), її ефективність та вплив на ринкову вартість бізнесу. По суті є інституціональною структурою суб'єкта господарювання, в межах якої будуються його фінансові відносини.
Степанова А. Н., Балкіна Є. А. [116]	Є динамічною системою.
Семенюк В. О. [111]	Інтегрована динамічна система, що детермінує характер фінансових відносин корпорації на основі взаємодії та взаємозв'язку основних структурних компонентів, що формують її внутрішню будову та впливають на ефективність фінансової діяльності через фінансові рішення, які приймаються в корпорації.
Житар М. О., Немсадзе Г. Г. [48]	Взаємозв'язок між структурою власності, структурою капіталу та ефективністю діяльності корпорації.
Калінська І. [58]	Сукупність елементів організаційно-правова форма, структура власності, структура капіталу та система корпоративного управління. Суб'єктами реалізації механізму оптимізації фінансової архітектури є найбільш важливі для даного підприємства групи стейкхолдерів.
Бичкова Н. В., Яровий А. Т. [6]	Система взаємопов'язаних елементів – структурних характеристик корпорацій, що визначають систему організації фінансів корпорації та впливають на ефективність фінансової діяльності господарюючого суб'єкта, яка в свою чергу, виявляється в ступені досягнення фінансових цілей діяльності корпорацій у процесі розробки та реалізації фінансових рішень.
Барклай М. Дж., Сміт К. В. [135]	Визначається інвестиційними можливостями підприємства.
Наконечна А. С. [87]	Визначальним фактором ринкової вартості бізнесу, а отже і ефективності його діяльності.

Джерело: систематизовано автором

Дещо інший підхід з точки зору визначення складових елементів наведено у визначенні Пруднікова А. О., який зазначає, що ФАП є цілісною системою та зосереджується на базових напрямках фінансового менеджменту – управлінні капіталом, активами, грошовими потоками інвестиціями, тощо, тобто перераховує класичні об'єкти фінансового менеджменту підприємства. При цьому зазначає, що ФАП включає в себе концепцію фінансового управління, фінансовий механізм та систему прийняття фінансових рішень з позиції методології фінансів.

Фінансова архітектура є інституціональною структурою компанії, в межах якої будуються її фінансові відносини. На думку І. Івашковської, А. Степанової, М. Кокоревої, причина полягає в тому, що, по-перше, вона охоплює три ключові структури, такі як капітал, власність та корпоративне управління. Саме вони здійснюють суттєвий вплив на інвестиційні ризики, формуючи як унікальні ризики компанії, так і її схильність до систематичних (ринкових) ризиків [53]. Структура власності і корпоративне управління спрямовані на пошук методів, що дають змогу погодити з одного боку інтереси власників підприємства, а з іншого його менеджерів. Важливим компонентом при цьому є сформована та потенційно можлива структура капіталу, яка безпосередньо визначає фінансовий ризик підприємства, та відповідну ймовірність банкрутства та втрати контролю власників над підприємством. Саме власники та менеджери підприємства можуть спільно, або ж самостійно – в залежності від структури власності визначати як процедури так і механізми розробки та реалізації стратегії та її коригування через прийняття відповідних рішень. Е більшості випадків визначення фінансової архітектури пов'язано саме з корпоративною структурою компанії, що обумовлено диверсифікацією її основних елементів. Саме в корпорації може бути максимально диверсифікована структура власності за складом мажоритарних та міноритарних акціонерів, а також структура капіталу підприємства, оскільки розмір капіталу корпорації як правило є суттєвим і для корпорації є

можливості використання різних джерел фінансування, в тому числі і з доступом до ресурсів фінансового ринку.

На основі аналізу наукової літератури, нами систематизовано основні поняття, що пов'язані з ФАП (рис. 1.1). Одним із ключових елементів є структура капіталу, саме вона є результатом рішень, що приймають власники та менеджери підприємства, адже в сформованій структурі капіталу концентрується фінансовий ризик функціонування підприємства. В цьому випадку при прийнятті рішення щодо використання позикового чи власного капіталу важливу роль відіграє як позиція власника так і позиція менеджменту. Позиція власника буде визначатись в залежності від форми власності (державна, колективна, приватна), її структури – співвідношення між мажоритаріями та міноритаріями, а також рівнем концентрації власності, тобто наявність акціонера з виключним контролем, або із значним впливом при прийнятті стратегічно важливих рішень. Власники підприємства визначають модель корпоративного управління та корпоративного контролю. Для формування ФАП важливого значення набувають також види економічної діяльності підприємства та їх диверсифікація. В даному випадку вид економічної діяльності може в значній мірі визначати формування структури капіталу підприємства. Організаційно-правова форма становить свого роду конституцію, модель, основу, на підставі якої здійснюється господарська діяльність суб'єкта господарювання. Задля ефективного ведення господарської діяльності підприємствами важливо чітко визначитися з вибором своєї організаційно-правової форми, оскільки від такого вибору залежить порядок створення, функціонування, реорганізації та ліквідації.

Таким чином, необхідно здійснювати постійний моніторинг адекватності вибраної правової форми господарювання з точки зору її потенційних можливостей, відповідності потребам стадії життєвого циклу підприємства та витрат на його утримання. В даному випадку важливого значення набуває нормативне забезпечення, що врегульовує питання організаційно-правових форм господарювання. Зміни, що були внесені до

ряду законодавчих документів у зв'язку з прийняттям Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів» [99] змінили нормативні підходи до поняття публічного та приватного акціонерного товариства. Так наразі, відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства» публічним може бути лише акціонерне товариство, яке здійснює публічну пропозицію, а не просто зазначає таку форму в своїх засновницьких документах, а приватне акціонерне товариство, якщо в нього виникає потреба в проведенні публічної пропозиції повинне прийняти рішення про зміну статусу приватного на публічне. В установчі документи акціонерних товариств повинні були внесені відповідні зміни до 1 січня 2019 року. При цьому відповідно до законодавства товариство не зобов'язане в своїй назві відображати тип товариства. Проаналізувавши дані Державної служби статистики України (далі – Держстат), наведені в таблиці 1.2 можна зробити висновок, що кількість акціонерних товариств в цілому в Україні поступово зменшується, але при цьому суттєво скорочується кількість саме публічних акціонерних товариств, так за період з 2015 по 2019 роки (саме за цей період Держстат надає статистичну інформацію щодо кількості публічних та приватних акціонерних товариств) їх число скоротилось більше ніж в 2,6 рази.

Таблиця 1.2 – Кількість товариств України за видами

Тип товариства	2019	2018	2017	2016	2015
акціонерні товариства	14155	14355	14763	15266	15630
з них					
– публічне акціонерне товариство	1569	1787	2274	3182	4170
– приватне акціонерне товариство	5371	5276	5017	4328	3494
товариство з обмеженою відповідальністю	649719	627884	572316	528318	485045
товариство з додатковою відповідальністю	1501	1492	1444	1383	1334
повне товариство	1318	1325	1349	1376	1359
командитне товариство	370	325	379	384	387

Джерело: складено автором за даними Держстату

При цьому на фоні такого скорочення кількість приватних акціонерних товариств та товариств з обмеженою відповідальністю зросла відповідно в 1,5

(1877 одиниць) та 1,3 (164674 одиниць) рази. Звичайно не можна цілком стверджувати, що ці зміни, обумовлені виключно змінами в зазначеному законодавстві, але вплив його очевидний, якщо аналізувати звітність, в тому числі фінансову окремих підприємств, особливо тих, які мають високий рівень корпоративного управління та оприлюднюють таку інформацію на своїх сайтах. В першу чергу це стосується підприємств, які мають в структурі власності іноземних власників, або ж мають іноземні інвестиції. Інші типи господарських товариств є стабільними в кількості з незначними коливаннями. Варто також зазначити, що значна частка акціонерних товариств взагалі не поділена на публічні або ж приватні, оскільки протягом вказаного періоду частка чітко визначених за типами публічних та приватних акціонерних товариств становить сталу цифру в 49 %.

Враховуючи, що ФАП, включає такий елемент як корпоративне управління саме акціонерний тип товариства та акціонерна форма власності є найбільш доречними при її дослідженні.

Цікаве бачення організаційно-правової форми підприємницьких товариств висловила К. Кочергіна, яка розглядає її як систему «урегульованих у законодавстві трьох типів відносин, а саме відносин, що виникають всередині підсистеми «засновників/учасників» між її системно-структурними елементами, а саме засновниками/ учасниками, щодо створення, функціонування та припинення господарського товариства як організації; відносин, що виникають всередині підсистеми «юридична особа» щодо взаємодії її структурних елементів, таких як правоздатність, правовий режим майна, порядок управління; відносин, що виникають між названими підсистемами щодо функціонування та припинення господарського товариства як юридичної особи, включаючи межі та порядок відповідальності» [70]. Таким чином, простежується взаємозалежність таких компонентів фінансової архітектури підприємства, як організаційно-правова форма підприємства та структура власності компанії.



Рисунок 1.1 – Ключові поняття ФАП

Джерело: розвинуто автором на основі [23]

У цілому «концепт фінансової архітектури представляє собою приклад ефективного застосування комплексного підходу в дослідженні фінансових рішень компанії, що дозволяє одночасно враховувати особливості різних структурних елементів суб'єктів господарювання та оцінювати їх вплив на ефективність бізнесу» [75]. Крім того, при формуванні ФАП та особливо її подальшому розвитку необхідно враховувати, оскільки це динамічна інтегрована система, то зміни, що відбуваються в одному з її базових елементів мають вплив на інші елементи. Тобто 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, перехід до більш консервативного варіанту структури капіталу.

Фінансова архітектура підприємства, на наш погляд, включає чотири базові елементи, та має визначальний вплив на вартість бізнесу підприємства.

Провівши аналіз дефініції ФАП, варто зазначити, що окрім базових елементів, про які вказано вище, важливим є визначення принципів, мети створення, її суб'єктів. На рисунку 1.1 представлено авторське розуміння фінансової архітектури підприємства. Стандартно основними елементами фінансової архітектури є структура власності, структура капіталу та структура корпоративного управління, але не менш важливим елементом є фінансова модель підприємства. На відміну від організаційно-правової форми, яка визначає юридично закріплені норми функціонування підприємства, фінансова модель формується самим підприємством та в значній мірі визначає фінансову стратегію розвитку підприємства.

На наш погляд головною метою формування ФАП є забезпечення зростання ринкової вартості бізнесу та зростання доходів власників підприємства, як головних стейкхолдерів. Ми свідомо не визначаємо задоволення інтересів інших груп стейкхолдерів, як це досить часто зазначається в науковій літературі, оскільки, враховуючи, що всі виплати власникам здійснюються з чистого прибутку підприємства, а також зростання ринкової вартості підприємства забезпечується за умови нарощення чистого прибутку та його оптимального розподілу на дві частини – накопичення та споживання, то задоволення інтересів інших стейкхолдерів, а саме здійснення всіх розрахункових операцій, виконання та обслуговування своїх фінансових зобов'язань, виконання зобов'язань фактично перед іншими зовнішніми та внутрішніми стейкхолдерами вважаються такими, що виконані. Можливо єдиним, що може розглядатись як «умовні зобов'язання» власників, це виплата бонусів менеджерам за високі фінансові результати роботи підприємства.



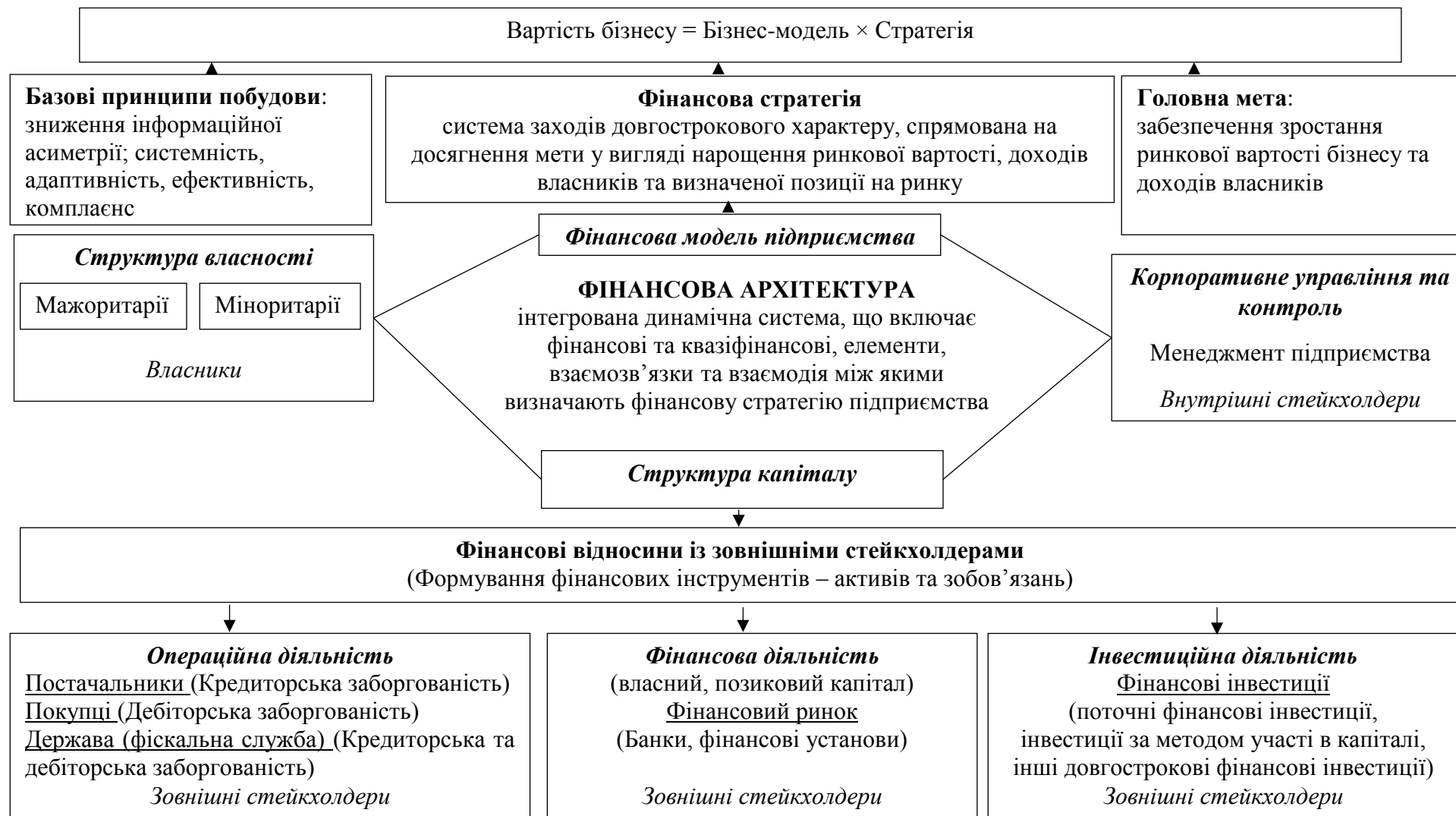


Рисунок 1.2 – Концептуальні засади формування ФАП

Джерело: складено автором

На рисунку 1.2 відображено базові фінансові відносини, що виникають в межах сформованої ФАП та визначаються операційною, фінансовою та інвестиційною діяльністю підприємства. З точки зору операційної діяльності важливого значення при формуванні фінансової моделі відіграє сформована розрахунково-касова система, яка включає наявність типових та індивідуальних договорів з базовими контрагентами – постачальниками та покупцями продукції. При цьому на контролі необхідно тримати як якість та структуру дебіторської заборгованості так і кредиторської заборгованості. Важливим є диверсифікація структури як дебіторів, так і кредиторів, з одного боку позитивним для підприємства є наявність замовника продукції, який може забезпечити надходження значної частки доходу від реалізації продукції, а з іншого боку це формує значний ризик залежності фінансових результатів діяльності та ефективності роботи від фінансового стану одного контрагента. Аналогічною є ситуація з кредиторами, за наявності можливості диверсифікувати постачальників це варто робити задля зниження ризику втрати ритмічності операційної діяльності.

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 фінансової діяльності підприємства. 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.

За умови інвестиційної привабливості підприємства важливим є залучення інвестицій для стратегічного розвитку компанії. з одного боку це може відбуватись через розширення діяльності шляхом реальних інвестицій, побудови нових споруд, будівель, закупівлі нового обладнання чи нових технологій, а з іншого – шляхом фінансових інвестицій отримувати виключний або ж асоційований контроль над відповідним об'єктом, або ж через добровільну угоду злиття чи приєднання, або ж шляхом «ворожого

поглинання», що на сьогодні є одним із основних видів економічних злочинів. В основному це відбувається шляхом рейдерства і саме одним із елементів захисної політики підприємства є формування такої ФАП, яка здатна протистояти потенційній загрозі рейдерського захоплення та зміни власника.

Структура власності підприємства це частка власності кожного засновника в корпоративних правах. На відміну від юридичної площини, з економічної точки зору важливого значення у відносинах власності, що формуються на підприємстві має також кінцевий бенефіціар, який може прямо або опосередковано здійснювати виключний контроль над розробкою та реалізацією стратегії розвитку підприємства, в тому числі її фінансової складової. У сучасних економічних умовах все більш важливого значення набуває прозорість структури власності. Це особливо важливо для підприємств, які планують проводити публічну пропозицію та виходити на фондовий ринок, а також у випадку, коли підприємство планує отримати значний розмір позикового капіталу чи у вигляді банківського кредиту чи у вигляді емісії корпоративних облігацій. Формування ФАП, забезпечення ефективного розвитку визначається значною мірою саме власниками та сформованим ними менеджментом.

У загальному розумінні корпоративне управління є системою відносин між органами управління підприємства та контролю, а також зацікавленими особами, створеною з метою забезпечення ефективної діяльності підприємства. Згідно з Р. Брейлі та С. Майерсом, «корпоративне управління означає владні повноваження здійснювати інвестиції і приймати рішення щодо фінансування. Будь-яке вороже поглинання – це спроба передати корпоративне управління в інші руки. Водночас зазвичай під корпоративним контролем розуміються роль ради директорів, право акціонерів на голосування, боротьба за голоси акціонерів та всі інші засоби, якими власники можуть впливати на прийняття важливих рішень корпоративного життя» [9].

Основними методами здійснення корпоративного управління можна визначити раціональний і чіткий розподіл повноважень між органами

управління та контролю підприємства, організацію їх ефективної діяльності; визначення стратегічних цілей діяльності підприємства та контроль за їх реалізацією; контроль за запобіганням, виявленням та врегулюванням конфліктів інтересів, які можуть виникнути між основними стейкхолдерами підприємства як внутрішніми так і зовнішніми; розробка та дотримання кодексу корпоративної етики; контроль за рухом інформації як по внутрішнім так і по зовнішнім каналам, розкриття якої повинно бути чітко дозованим, щоб з одного боку забезпечити зовнішніх стейкхолдерів правдивою та достатньою інформацією щодо фінансового стану підприємства з метою створення умов для подальшого залучення інвестицій та отримання капіталу на більш вигідних для підприємства умовах, а з іншого – забезпечення комерційної таємниці, розкриття якої може привести до суттєвих збитків компанії. Вочевидь роль корпоративного управління є не менш вагомою ніж інших елементів ФАП, в тому числі з точки зору забезпечення ефективного функціонування підприємства в подальшому.

З точки зору ФАП важливого значення в частині корпоративного управління набуває система комплаєнсу. Наразі вона в Україні знаходиться на стадії впровадження. В першу чергу комплаєнс впроваджується в банках, що обумовлено вимогами Базельського комітету з питань банківського нагляду. Комплаєнс – це є здатність установи, підприємства діяти у відповідності до існуючої нормативно-правової бази, внутрішньої системи норм та правил. Водночас на підприємствах реального сектору економіки розробка та запровадження системи комплаєнсу є поодинокими випадками та як правило спостерігається на підприємствах з іноземним капіталом. Але саме наявність комплаєнсу на підприємствах може знижувати репутаційні ризики, які можуть проявлятися у втраті довіри клієнтів через відсутність етичного та морального кодексу, через витік конфіденційної інформації, тощо [20].

Стосовно фінансової моделі як елементу ФАП, то тут позиція науковців неоднозначна, оскільки частина взагалі не розглядає її в складі ФАП, а ті хто розглядають не мають усталеної та достатньо обґрунтованої точки зору щодо

її сутності. Досить часто під фінансовою моделлю підприємства розуміють підхід, що пов'язаний з тією інформаційною базою, яка покладається в основу прийняття управлінського рішення в рамках фінансового менеджменту компанії. Крім того фінансову модель можна розглядати як взаємозв'язок фінансових параметрів, що впливають на досягнення цілей підприємства. Тобто ці два підходи є взаємопов'язаними.

«На сучасному етапі менеджери багатьох корпорацій фактично опинились перед вибором між бухгалтерською (обліковою) та фінансовою (вартісною) моделями фінансового аналізу» [74].

Так на сучасному етапі найбільш розповсюдженим є підхід в фінансовому аналізі, який лежить в основі прийняття фінансових рішень, що базується на розрахунку коефіцієнтів на основі бухгалтерських даних та фінансової звітності. Водночас, розрахунок показників, в тому числі таких як рентабельність активів (ROA) та рентабельності власного капіталу (ROE) має недолік у вигляді своєї статичності, особливо це стосується підприємств реального сектору економіки. З одного боку баланс підприємств, на відміну від фінансових установ, є достатньо статичним, але з іншого боку зміни, які можуть відбуватись в балансі можуть і суттєво змінити значення цих показників. Наразі як науковці так і практики пропонують в фінансовому менеджменті опиратись на фінансову або вартісну модель. Основними чинниками переходу на фінансову модель є наступні:

- значне посилення ролі фінансів в економічній системі на всіх рівнях (мікрорівні – підприємства, субнаціональному, національному та міжнародному);
- зміни, що відбуваються на фінансовому ринку, який характеризується постійним зростанням але при цьому невизначеністю;
- багатоваріантність стратегій, які розробляються підприємствами та іншими учасниками системи фінансових відносин;
- зниження довіри до фінансових операцій між учасниками, яке може суттєво наростити фінансові ризики;

– суттєве зростання ролі нематеріальних активів, які становлять значну частку в ринковій вартості фінансових активів.

З іншого боку, фінансову модель бізнесу можна розглядати як сукупність концепцій, методик та інструментів управління фінансовими активами, але на нашу думку таке визначення обмежує фінансові операції, та не враховує не менш важливі елементи фінансового менеджменту, зокрема інструменти управління фінансовими зобов'язаннями та прибутком.

На наш погляд, фінансова модель підприємства повинна базуватись на узгодженні політик управління капіталом, ліквідності, платоспроможності, рентабельності та ризиками. Крім того фінансова модель підприємства повинна базуватись на методології, яка узгоджується з метою формування ФАП – зростання ринкової вартості та доходів власників. Такий підхід узгоджується з розумінням ФАП.

Важливого значення при формуванні ФАП є принципи, яким вона повинна відповідати, щоб досягти своєї головної мети. Так в роботі Житара М. О. та Немсадзе Г. Г. [47], Калінської І. [58] визначені наступні принципи: комплексність, превентивність, терміновість, адекватність, альтернативність, адаптивність, пріоритетність, ефективність. На наш погляд такий перелік є досить узагальненим, враховуючи трактування кожного з принципів, а також набір цих принципів більшою мірою відповідає саме відповідності фінансової системи підприємства антикризовим заходам. Так принцип комплексності означає розгляд всіх компонентів ФАП як єдиного комплексу, які взаємозалежні між собою і якісна або кількісна зміна одного з них зумовлює зміну всієї системи. Принцип превентивності означає розробку та реалізацію заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи на підприємстві. Принцип терміновості, на думку науковців, означає швидку реакцію на кризові явища. Принцип адекватності означає, що рівень витрат, пов'язаних з реалізацією антикризових заходів відповідає потенційному розміру фінансових ризиків. Принцип альтернативності передбачає розробку декількох альтернативних варіантів зміни ФАП, в залежності від зміни

екзогенних та ендогенних детермінант. Створена ФАП повинна відзначатись гнучкістю та здатністю пристосовуватись до мінливих умов зовнішнього середовища. Принцип пріоритетності науковці трактують як першочергове використання власних фінансових ресурсів. Ефективність означає прийняття витрат на здійснення оптимізаційних заходів.

Ми вважаємо, що базовими принципами побудови ФАП мають бути наступні чотири: зниження інформаційної асиметрії, системність, адаптивність та ефективність. Принцип зниження інформаційної асиметрії закладений в суті фінансової архітектури, а саме у формуванні інформаційних потоків між внутрішніми та зовнішніми стейкхолдерами, з метою зниження інформаційної асиметрії, яка дає змогу сприяти нарощенню ринкової вартості. Наступний принцип – системності, означає, що ФАП є системою, цілком погоджуючись з визначеннями науковців Прудніковим А. О. [104], Лактіоновою О. А., Лук'яненко А. С. [75], Семенюк В. О. [111], Бичкової Н. В., Ярового А. Т. [6], а отже є набором елементів, які є взаємопов'язаними між собою. Принцип адаптивності означає, що на підприємстві повинні бути розроблені декілька сценаріїв розвитку ФАП в залежності від зміни вектору розвитку фінансової системи країни. У випадку зміни впливу того чи іншого фактору, ФАП повинна мати в своєму розпорядженні інструменти, які дозволять поглинути зовнішні шоки та забезпечити стабільний розвиток підприємства і упередити формування кризового фінансового стану. Стосовно принципу ефективності, то на наш погляд він означає, що витрати, понесені на формування ФАП, а також її реструктуризації повинні бути мінімальними та сприяти нарощенню ринкової капіталізації.

Як представлено на рисунку 1.2 ФАП фактично визначає фінансову стратегію підприємства. Сутність фінансової стратегії досить детально проаналізовано в роботі Пестовської З. С. та Гриценка Є. Г. [93], зокрема визначено, що фінансову стратегію можна розглядати з двох точок зору, по-перше, фінансову стратегію як мету фінансової діяльності підприємства, як правило довгострокову; по-друге, як певний план дій, спосіб досягнення цілей,

як і в першому випадку довгострокового характеру. Крім того, в роботі наводиться ще ряд визначень, в тому числі як функції управління, як ефективне формування та використання власних та залучених фінансових ресурсів, а також як особливий вид практичної діяльності.

На наш погляд, фінансова стратегія це система заходів довгострокового характеру, спрямована на досягнення мети у вигляді нарощення ринкової вартості підприємства, доходів власників та визначеної ринкової позиції. Таке визначення фінансової стратегії цілком узгоджується з концепцією ФАП, а також узгоджується з розумінням бізнес-моделі. В даному випадку ми погоджуємось з визначенням Бичкайло І., який під бізнес-моделлю розуміє «конфігурацію діяльності компанії по створенню цінності, яка усвідомлюється підприємцем чи керівником як набір елементів (процесів бізнесу), їх взаємозв'язків і може бути представлена у вигляді схеми [11]. Крім того з метою узгодження розуміння ФАП та бізнес-моделі ми вважаємо також, що останню можна розглядати як певну архітектурну конфігурацію бізнес-процесів, яка націлена на формування ефективного бізнесу». Формування ефективної бізнес-моделі дозволяє підприємству мати запас фінансової міцності та забезпечувати не лише фінансову а і в цілому економічну безпеку підприємства.

ФАП повинна забезпечувати три основних види ефективності – операційну, ринкову та стратегічну. Операційна ефективність повинна проявлятися у забезпеченні достатнього рівня ліквідності активів та балансу підприємства та його поточної платоспроможності. Маючи достатній рівень операційної ефективності є мінімальні умови для забезпечення ринкової ефективності як більш довгострокової та такої, яка опирається на формування структури капіталу, наближену до її оптимального значення, а отже з мінімальними ризиками, вартістю та максимальною рентабельністю власного капіталу. Стосовно стратегічної ефективності, то вона проявляється у формуванні достатнього обсягу капіталу та такої його структури, яка б забезпечила перспективну платоспроможність, а також можливості



додаткового залучення капіталу для розширення своєї діяльності на умовах мінімізації його середньозваженої вартості. Все це в сукупності може привести до зростання ринкової капіталізації підприємства та доходів його власників.

Отже на основі проведеного структурно-декомпозиційного аналізу ФАП на наш погляд варто розглядати як інтегровану динамічну систему, 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. В свою чергу, будучи елементами системи більш високого рівня: фінансова стратегія як елемент загальної економічної стратегії розвитку підприємства та ФАП як елемент бізнес-моделі вони мають вирішальний вплив на формування вартості бізнесу. За умови зростання такої вартості ФАП є ефективною, оскільки виконує своє основне завдання: нарощення ринкової капіталізації підприємства та доходів його власників.

## 1.2 Характеристика базових теорій формування фінансової архітектури підприємств

У сучасних економічних умовах, які характеризуються суттєвою нестабільністю функціонування фінансового сектору важливого значення набуває формування якісної ФАП. Останнє передбачає узгоджену взаємодію всіх елементів. Структура капіталу є одним із чотирьох складових фінансової архітектури підприємства разом із структурою власності, корпоративним управлінням та фінансовою моделлю. Всі ці чотири елементи є тісно пов'язаними між собою і стан кожного з них є взаємообумовленим.

Методологічну основу формування ФАП складають теорії, що присвячені формуванню структури капіталу підприємства, які з одного боку досліджують власне пошук оптимальної структури капіталу, а з іншого –

вплив корпоративного управління на пошук оптимальної структури капіталу, а також роль інформаційної асиметрії. Враховуючи, що авторський підхід передбачає наявність такого елемента як фінансова модель, яка більшою мірою опирається на концепції, що спрямовані на оцінювання та визначення параметрів розвитку ФАП, то варто також враховувати в методології дослідження основні концепції за якими можуть розвиватись фінансові моделі.

На основі проведених досліджень варто відзначити, що серед робіт науковців є ряд праць, які присвячені систематизації існуючих теорій структури капіталу підприємства. Серед них варто виокремити роботи Малиша Д. О. [82], Байстрюченко Н. О. [3], Заліско О. І. [50], Рубанова П. М., Шишової Ю. Г. [107], Круша П. В., Мастюка Д. О. [73], Нікітушкіної І. В., Макарової С. Г. [118] та інших. На основі даних робіт запропоновано авторський підхід щодо узгодження існуючих теорій структури капіталу та концепцій фінансових моделей та їх взаємозв'язку з базовими елементами ФАП такими як власне структура капіталу, корпоративне управління та контроль, структура власності та фінансова модель (рис. 1.3.). Враховуючи існуючу систематизацію, запропоновані теорії структури капіталу також згруповано за ознакою їх статичності. «У статичних теоріях структура капіталу є статичною, вона не змінюється, а самі теорії визначають вплив тієї чи іншої структури капіталу на різні показники діяльності корпорацій, насамперед на ринкову вартість та вартість капіталу. У динамічних теоріях під впливом різноманітних чинників змінюється сама структура капіталу, у чому і полягає динаміка» [50].

Проблема формування структури капіталу постала в центрі уваги дослідників ще з середини ХХ сторіччя, особливо після виходу основоположної статті Ф. Модільяні та М. Міллера, яка лягла в основу однієї з базових теорій формування структури капіталу [176, 177, 178]. З того часу активно проводяться дослідження щодо пошуку оптимальної структури капіталу, з'явилися нові напрями теорії структури капіталу, в тому числі, які

досліджували вплив не лише суто фінансових моментів формування структури капіталу, а і не фінансових, а саме, стану корпоративного управління, взаємовідносин між власниками та основними стейкхолдерами підприємства в першу чергу менеджерами.



Рисунок 1.3 – Узгодження теорій структури капіталу та концепцій фінансових моделей з основними компонентами ФАП

Джерело: складено автором

Основними теоріями, що присвячені формуванню оптимальної структури капіталу є теорія чистого операційного прибутку, традиційна теорія, теорія Міллера-Модільяні та її модифікації, які вважаються статичними теоріями структури капіталу. Характерною їх відмінністю є те, що вони мають досить низький рівень практичної придатності та мають досить суттєвий перелік обмежень, при висуненні гіпотези. Але безперечною їх

перевагою є те, що вони заклали фундамент в цілому для розвитку наукової теорії формування оптимальної структури капіталу. Крім того до теорій структури капіталу, які в більшій мірі носять суто фінансовий характер можна віднести динамічну компромісну теорію та теорії «вільних грошових потоків».

Варто зазначити, що всі ці теорії застосовують показник середньозваженої вартості капіталу підприємства. Не зважаючи на те, що теорія Міллера-Модільяні на сучасному етапі визнана як головна теорія структури капіталу, тим не менш вона не була першою, оскільки до праць М. Міллера та Ф. Модільяні була напрацьована теорія чистого операційного прибутку, автор якої Д. Дюрбан [147] зазначав, що рівень боргу підприємства не впливає на ринкову вартість компанії, і враховуючи, що вартість боргу була по факту значно нижче ніж вартість власного капіталу, то підприємство було зацікавлене в максимізації використання позикового капіталу. виходячи з чого можна було припустити, що найбільш оптимальною могла бути така структура капіталу в якій майже 100 % становив борг, тобто в цьому випадку підприємство мінімізувало середньозважену вартість капіталу. Але в практичній площині такого відбутись не могло, оскільки існувала загроза банкрутства підприємства. Однак дана теорія частково відповідала тій ситуації, яка склалась в 50 – 60 роках ХХ сторіччя, адже в цей період найбільш значимим індикатором, що характеризував ефективність фінансового менеджменту підприємства був показник дивідендного виходу. Більше того, аналіз динаміки показника «дивідендний вихід», дозволяє стверджувати, що компанії в періоди кризових явищ нарощували саме цей показник (рис. 1.4). Так в період з 1935 по 50-ті роки значення показника знаходилось на досить високому рівні, більше 4 % і мало максимальне значення в 8 % в 1941 році. З 50 по 70 роки ХХ ст. динаміка показника була досить рівномірною та знаходилась в межах 3 – 4 %. Після незначного підвищення в 70 – 80-х роках почався період поступового зниження даного показника, який до сьогоднішнього дня коливався в межах 2 % з незначними відхиленнями, за виключенням 2008 року, в період світової фінансово кризи.

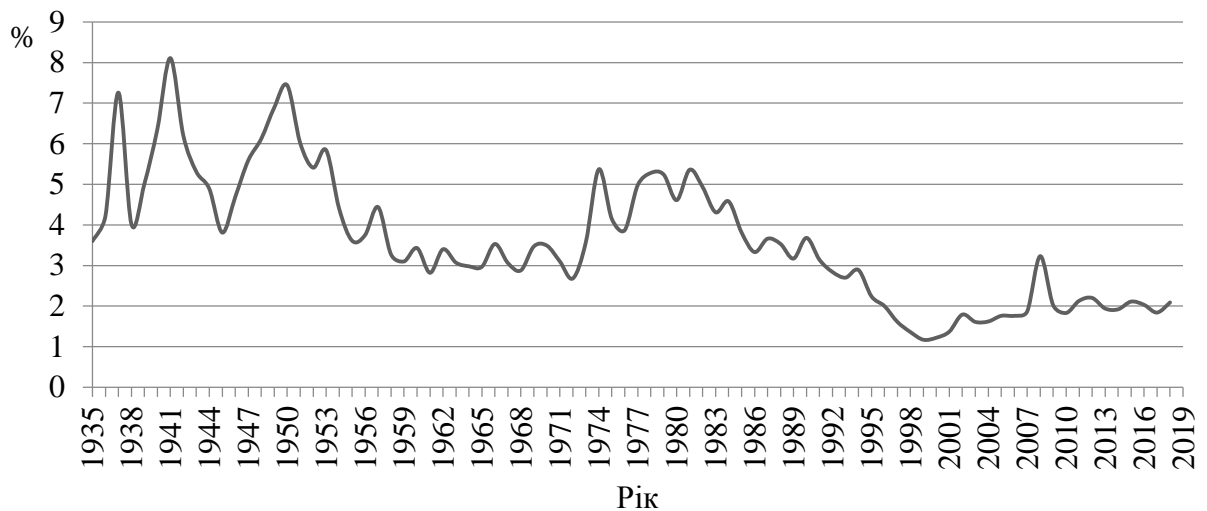


Рисунок 1.4 – Динаміка показника «дивідендний вихід»

Джерело: складено за даними компанії S&P [189]

Ці тенденції, на наш погляд, мають свої причини, оскільки період 30-кінця 40-х років (світова фінансова криза 30-х років, друга світова війна та повоєнне відновлення) був нестабільним та надто ризикованим для власників капіталу, а тому вони визначаючи більший рівень ризику, отримували і більші дивіденди. Враховуючи, що період 50-70 років – це період відновлення та економічного зростання, то і вартість капіталу була меншою, оскільки власники не відчували значних загроз і отримували значний прибуток. Інтенсивний розвиток фінансового сектору, початок глобалізаційного процесу поступово призвів до переорієнтації власників з показника дивідендний вихід на показник ринкова ціна акцій. Це також було обумовлено і зростанням рівня фінансових ризиків і розвитком ринку похідних фінансових інструментів, які давали змогу хеджувати ризики. Інвестори, орієнтовані на дивідендний вихід, як мінімально ризикований вид доходу, поступово віддавали перевагу операціям купівлі-продажу цінних паперів та отримання доходу у вигляді різниці ринкової вартості. Такі тенденції на фінансовому ринку мали певний вплив і на формування теорій структурі капіталу.

Стосовно традиційної теорії структури капіталу, то її авторами були Е. Соломон [193], та Дж. Уестон [203], які вважали, що оптимальна структура

капіталу підприємства може бути досягнена, якщо з одного боку буде мінімізована середньозважена вартість, а з іншого – максимізована ринкова вартість підприємства. Як і автор теорії чистого операційного прибутку, в традиційній теорії також вважалось, що мінімізувати середньозважену вартість можна шляхом використання більш дешевого, порівняно з власним капіталом, боргу. Водночас, це можливо лише в межах певного релевантного діапазону, коли частка боргу досягає певного значення, після якого його вартість може зростати на розмір премії за ризик, пов'язаний із ймовірним банкрутством та неможливістю покрити власним капіталом сформовані боргові зобов'язання. При цьому до певного значення, яке відповідає оптимальному розміру коефіцієнта фінансового левериджу ринкова вартість компанії буде також зростати, що продемонстровано на рисунку 1.5.

Найбільш наближеною до практики із всіх зазначених теорій структури капіталу є динамічна компромісна теорія [169, 151, 202, 175]. Динамічна компромісна теорія визнає наявність цільової структури капіталу, яка відображається в цільовому значенні фінансового левериджу компанії, але при цьому важливого значення набуває доцільність та швидкість досягнення цього значення.

Водночас в роботах авторів динамічної компромісної теорії зазначається, що цільова структура капіталу існує, але підприємство повинно дати відповідь на запитання чи варто її досягати та за яких умов варто це робити.

Враховуючи це, також існує твердження, що фактичне значення левериджу може також відхилятися від його оптимального значення. За умов, коли підприємство має розбіжність між фактичним та цільовим значенням левериджа виникає необхідність до їх зрівняння, але це може відбуватись із різною швидкістю в залежності між розмахом варіації їх значень, що може супроводжуватись різним рівнем фінансових витрат.

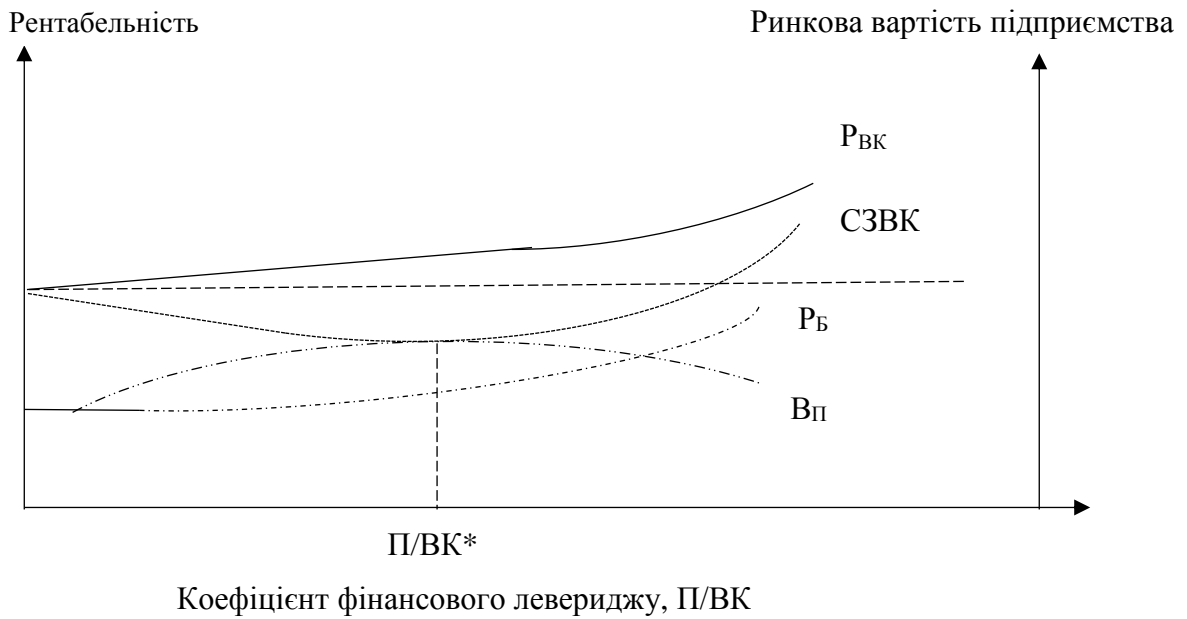


Рисунок 1.5 – Графічна інтерпретація традиційної теорії структури капіталу

Джерело: авторська інтерпретація на основі [193, 203]

ВК – власний капітал,

Б – борг (позиковий капітал),

$R_{BK}$  – рентабельність власного капіталу компанії, %

$CЗBK$  – середньозважена вартість капіталу,

$R_B$  – рентабельність позикового капіталу,

$(П/ВК)^*$  – оптимальний розмір коефіцієнта фінансового левериджу.

Швидкість подолання розбіжності залежить від співвідношення швидкості з якою зростає ринкова вартість та швидкості зростання фінансових витрат. На основі аналізу робіт, присвячених динамічній компромісній теорії систематизовано основні детермінанти, що визначають цільову структуру капіталу підприємства (рис. 1.6).

Отже згідно динамічної компромісної теорії всі детермінанти, що впливають на формування цільової структури капіталу умовно можна поділити на дві групи: детермінанти, що визначають швидкість подолання розбіжності значень левериджу та детермінанти, що визначають цільовий

показник розмаху варіації значень левериджу. Два з них одночасно мають вплив як на швидкість подолання так і на розмах варіації – перспективи зростання підприємства та розмір підприємства. З точки зору швидкості подолання розбіжності цільового та фактичного значення левериджу, то перспективи зростання підприємства як і його розмір можуть працювати як в бік прискорення, так і в бік уповільнення даного процесу.



Рисунок 1.6 – Основні детермінанти, що визначають цільову структуру капіталу підприємства

Джерело: систематизовано автором на основі [169, 151, 202, 175]

Так за умов інтенсивних темпів розвитку, підприємство може використовувати значну частку боргу та формувати високий рівень фінансового левериджу, відповідно і високий рівень фінансового ризику, а отже суттєво відхиляться від цільової структури капіталу, водночас швидкість подолання буде в значній мірі залежати від терміну окупності інвестиційного



проекту. Ця ж ситуація визначатиме і сформований розмах варіації між фактичним та цільовим значенням левериджу, при чому чим більше за розмірами буде підприємство, чим більш суттєва сума задіяного капіталу, тим більшим може бути розмах варіації, що також супроводжуватиметься значними фінансовими ризиками. При цьому на вирішення даного питання буде мати суттєвий вплив та політика, яку дотримуються як менеджери так і власники підприємства а також узгодженість в прийнятті рішень між ними як в короткостроковому так і перспективному періоді.

Швидкість подолання розбіжності значною мірою залежить від стадії макроекономічного циклу, оскільки подолати розбіжність на стадії економічного зростання значно простіше та менш витратно, ніж на стадії, коли економіка знаходиться в кризовому стані. В даному випадку важливим також є стан розвитку того виду діяльності яким займається підприємство, оскільки у випадку, якщо на фоні кризового стану, окремі види діяльності демонструють позитивну динаміку, то підприємство може отримати більш вигідні умови по обслуговуванню свого боргу.

І власне швидкість подолання існуючої розбіжності залежить від розміру самої розбіжності а також наявності часового обмеження для її подолання. чим більший розмір розбіжності та менший часовий лаг, тим з більшою швидкістю його необхідно подолати, що може формувати досить значні витрати по обслуговуванню боргу.

Власники як і менеджери можуть визначати цільове значення розмаху варіації, якого варто досягати, при цьому необхідно враховувати такі детермінанти. Рентабельність підприємства, при цьому має значення як рентабельність операційної діяльності так і чиста рентабельність діяльності. Рентабельність операційної діяльності має значення для визначення граничної вартості боргу, яка є прийнятною для підприємства, та найбільш важлива для менеджерів, які зацікавлені в розвитку підприємства, а чиста рентабельність є важливою для власників, як джерело отримання їх доходу.

Волатильність грошових потоків від операційної діяльності – чим більш стабільно будуть формуватися як вхідні так і вихідні грошові потоки підприємства в розрізі операційної діяльності, тим більш безпечним для підприємства буде використання боргу, і тим менша може біти його вартість.

Структура активів має суттєве значення, оскільки наявність мобільного, а отже при всіх інших рівних умовах ліквідного балансу дає змогу отримувати борг з меншою вартістю і навпаки. Наявність в структурі активів значної частки основних засобів призводить до уповільнення обертання капіталу, а отже і до формування більш консервативного пасиву балансу.

Рівень оподаткування як і рівень регулювання фінансової діяльності підприємства є зовнішніми детермінантами, які можуть як стимулювати підприємство використовувати більшу частину боргу так і навпаки, особливо ці детермінанти можуть суттєво впливати на цільові параметри, що визначаються підприємством, якщо нормативно-правове регулювання за короткий проміжок часу може значно змінюватись, що є характерним для економічної ситуації в Україні.

Водночас всі окреслені детермінанти та їх вплив на зазначені параметри можуть поводити себе індивідуально в межах кожного підприємства, що залежить від рішень як його власників так і менеджерів

Стосовно теорії вільного грошового потоку, то вона з'явилась відносно недавно та запропонована в роботі Морелека Е., Ніколова Б. та Шурхова Н. [156] (рис. 1.7) є розвитком динамічної компромісної структури капіталу. Згідно з даним підходом саме грошові потоки підприємства, особливо потік від операційної діяльності відображає специфіку діяльності підприємства. При цьому сам грошовий потік не має зв'язку з структурою капіталу. Ця модель є спробою запропонувати комплексний підхід щодо визначення оптимальної структури капіталу, в якій фінансова політика підприємства представляється як результат компромісу між податковим коректором (щитом), агентськими конфліктами та конфліктами в контрактах. Передбачено, що фінансову політику підприємства визначають її менеджери, а агентські конфлікти мають

вплив на рівень та динаміку кредитного плеча. Автори визначають, що агентські витрати в розмірі 1,5 % від вартості капіталу в середньому можуть бути достатні для вирішення конфліктів та узгодження інтересів власників та менеджерів підприємства.

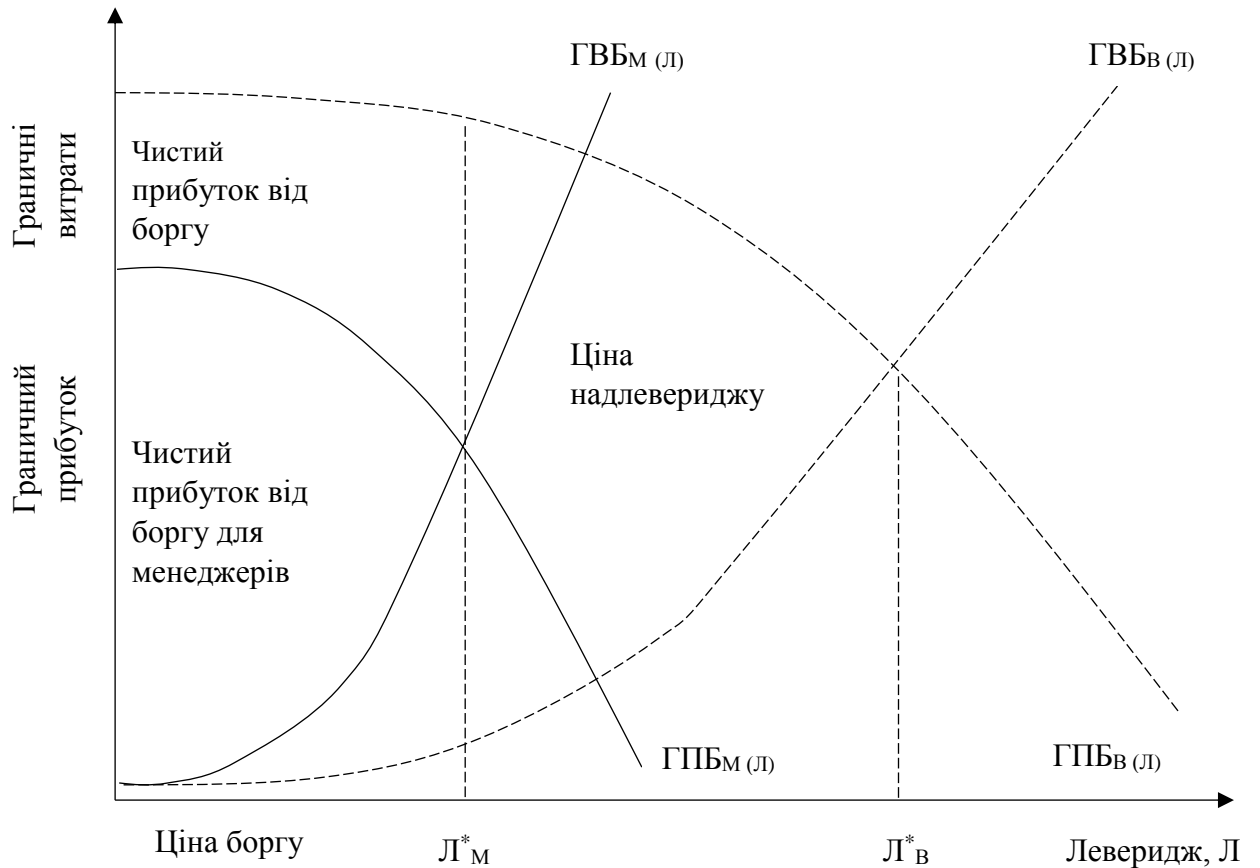


Рисунок 1.7 – Графічна інтерпретація теорії вільного грошового потоку [156]

Рисунок 1.7 демонструє суть теорії вільного грошового потоку та відображає граничний прибуток від боргу для менеджерів (ГПБ<sub>М</sub>) та для власників (ГПБ<sub>В</sub>), а також граничну вартість боргу відповідно (ГВБ<sub>М</sub> та ГВБ<sub>В</sub>). крім того відображено оптимальний коефіцієнт левериджу з точки зору власників та менеджерів ( $L^*_B$ ,  $L^*_M$ ) який знаходиться в точці перетину граничних витрат та граничного прибутку в очікуванні менеджерів та в очікуванні власників підприємства.

Отже, на наш погляд дана теорія, враховуючи що вона є відносно новою та базується не лише на динамічній компромісній теорії, а і враховує теорії,

що досліджували вплив корпоративного управління на структуру капіталу є найбільш наближеною до практичної діяльності.

Що стосується теорій, які визначають вплив структури власності на структуру капіталу (сигнальна теорія, теорія агентських витрат та теорія стейкхолдерів), то їх можна виокремити досить умовно, оскільки їх можна також віднести до теорій, які досліджують вплив корпоративного управління. Зокрема теорія агентських витрат виникла внаслідок того, що відбулося відокремлення власників підприємства від процесу управління, доручене менеджерам, які досить часто мають інший погляд на формування капіталу та його обслуговування. Це лягло в основу виникнення агентських конфліктів, які найчастіше бувають між менеджерами та власниками, або власниками та кредиторами. Вперше ці проблеми були досліджені в роботі М. К. Дженсена та У. Х. Меклінга [160] та в подальшому розвинуті в роботах Гросмана С. Дж. та Харта О. [154], а також в роботі Харвея С. Р., Лінса К. В., Ропера Е. Х. [158].

З точки зору конфлікту, що може виникати між менеджерами та власниками, то він пов'язаний з тим, що менеджери можуть бути зацікавлені в нарощенні ринкової вартості підприємства та збільшенню обсягів реінвестованого прибутку. Це в принципі спрямовано на зростання доходів власників, але з одного боку може бути розтягнуто в часі, а власники можуть отримати свій дохід у вигляді більшої суми дивідендних виплат вже в поточному періоді, а з іншого – може відволікати кошти від вкладання їх в більш високодохідні, але водночас більш ризиковані проекти. Варто зазначити, що конфлікт, який виникає між власниками та менеджерами має певний парадокс, оскільки, як правило, обумовлений захистом менеджерів своїх позицій перед власниками. Це пов'язано з тим, що традиційно контрактом передбачається, що дохід менеджера залежить від фінансових результатів діяльності підприємства, а також зростання його ринкової вартості. Внаслідок зростання ринкової вартості може зменшуватись ризик поглинання підприємства, а отже менеджери почуваються більш захищеними з позиції збереження свого робочого місця та доходів. Крім того нарощення

обсягів власного капіталу шляхом емісії акцій, дає можливість менеджерам або отримати додатковий дохід, або ж стати співвласником компанії, отримавши пакет акцій, втому числі в якості бонусів.

Тому виникає потреба у формування додаткових витрат, таких як: по-перше, витрати, пов'язані з моніторингом діяльності менеджерів, по-друге, витрати обумовлені необхідністю запобігання збитків, які можуть бути нанесені власникам підприємства в результаті дій їх менеджерів (гарантійні витрати), по-третє – витрати, які можуть відшкодовувати різницю між результатами оптимальних та фактичних рішень менеджерів.

Головна ідея цієї теорії «в контексті формування структури капіталу полягає в тому, що незалежно від того, хто безпосередньо несе такі агентські витрати, зрештою вони все одно лягають на акціонерів» [50].

З іншого боку може виникати конфлікт між власниками та кредиторами. Оскільки власники по зобов'язанням перед кредиторами відповідають виключно в межах свого внеску в підприємство, то вони більш схильні перекладати свої ризики. Відповідно і менеджери, які діють в інтересах власників будуть більш схильні до реалізації більш ризикових проектів та перекладання більшої частини ризиків на кредиторів. Крім того, залежно від типу дивідендної політики, власники можуть отримувати більшу суму дивідендів тим самим зменшуючи потенційну можливість підприємства своєчасно та якісно обслуговувати сформовані боргові зобов'язання. А також менеджери в інтересах власників можуть нарощувати борг за рахунок нового позикового капіталу, тим самим нарощуючи ризик «старих» кредиторів.

Враховуючи потенційну можливість виникнення таких ситуацій, відповідними контрактами між власниками та кредиторами можуть бути передбачені умови, що обмежують фінансову діяльність підприємства, особливо з дочірніми та асоційованими підприємствами, а також контролюють операційну та інвестиційну діяльність в першу чергу через контроль заставного майна. Це може призводити до недоотримання прибутку, і як результат зниження ринкової вартості підприємства.

З точки зору формування ФАП, ця теорія є значимою, оскільки визначає вплив не лише власників та менеджерів а також і зовнішніх стейкхолдерів – кредиторів та інвесторів на формування структури капіталу, а також і на реалізацію фінансової стратегії та досягнення головної мети формування ефективної ФАП.

Не менш важливою для методологічного підґрунтя формування ФАП є сигнальна теорія, в якій важлива роль відводиться проблемі існування асиметрії в інформації, якою володіють менеджери та яку вони надають власникам, та учасникам фінансового ринку. С. Росс є одним із авторів сигнальної теорії [188, 187], який застосував її саме з позиції визначення структури капіталу. Згідно з теорією саме менеджери володіють достовірною інформацією про перспективи подальшого розвитку підприємства, та зацікавлені в максимізації свого добробуту. Водночас С. Росс доводить, що у випадку, коли підприємство має стійке фінансове становище менеджери будуть надавати достовірну інформацію, що призводитиме до зростання ринкової вартості. Якщо підприємство матиме нестійкий фінансовий стан, то для менеджерів буде вигідно надавати правдиву інформацію, якщо їх вигоди від подачі неправдивої інформації будуть нижче частки витрат, пов'язаних з банкрутством. Якщо вигода менеджерів буде вище витрат від банкрутства, то вони можуть надати неправдиву інформацію. Відповідно до даної теорії для підприємства оптимальною структурою капіталу є така, в якій переважає власний капітал, оскільки необхідно мати певний запас фінансової міцності, який може бути використаний у випадку термінового залучення позикових коштів. Згідно даної теорії додаткова емісія акцій може мати негативний вплив на ціну акцій, які знаходяться на ринку, в той час як нарощення боргового капіталу є позитивним сигналом про фінансовий стан підприємства. Негативний вплив на акції проявляється в тому, що додаткова емісія акцій може привести до зниження виплат власникам вже випущених акцій, і це є сигналом для ринку щодо зниження їх ціни, а отже і ринкової капіталізації.

У більш пізніших дослідженнях, зокрема в роботі Сінха П. та Гошша С. [192] встановлено, що вартість асиметричної інформації, пов'язаної з структурою капіталу залежить від недооцінки чи переоцінки інвесторами ринкової ціни акцій, і може носити лише короткостроковий характер. У випадку, коли ринок переоцінює чи навпаки недооцінює акції підприємства, менеджери схильються до використання внутрішніх джерел фінансування. автори також зазначають, що вартість асиметрії інформації в довгостроковому періоду не має підтвердження.

З точки зору формування ФАП, в частині структури власності як основного елементу привертає увагу робота П. Хогфельда та А. Оборенко [159]. Автори зазначають, що на формування структури капіталу безпосередній вплив має саме співвідношення в структурі власності мажоритарних та міноритарних акціонерів, а також на відміну від попередніх теорій, дане дослідження доводить, що рішення про емісію акцій не залежить від наявності чи відсутності можливості використовувати внутрішні джерела фінансування. Вони також зазначають, що у випадку якщо власність та контроль над капіталом поєднані, то структура капіталу не має значної залежності від структури власності, але, якщо власність та контроль роз'єднані, тобто з'являються менеджери, які приймають рішення про використання власного та позикового капіталу, то в цьому випадку першочерговим джерелом фінансування стає нерозподілений прибуток, як внутрішнє джерело, а до використання зовнішніх джерел, тобто боргу, а також додаткової емісії акцій будуть вдаватись лише у випадку, коли не вистачає внутрішніх джерел фінансування. В Україні, ситуація із фінансуванням діяльності підприємств реального сектору економіки складається таким чином, що більшість підприємств вдаються саме до внутрішніх джерел фінансування. Але причини цього не стільки в структурі власності, скільки в стані фінансового ринку, який надає позиковий капітал за досить високою ціною, а ефективне розміщення додаткової емісії акцій є не можливим в силу низької інвестиційної привабливості фондового ринку.

Важливого значення для формування методологічного підґрунтя ФАП відіграють теорії, що вивчають роль корпоративного управління та контролю. Серед них на наш погляд найбільш поширеними є теорія ієрархій та теорія відстеження ринку. Стосовно теорії ієрархій (С. Майєрс та Н. Мейлаф [182]), то вона передбачає наявність трьох основних джерел фінансування діяльності підприємства: на першому рівні – внутрішні джерела фінансування, в першу чергу чистий прибуток підприємства, на другому рівні – позиковий капітал, і лише на третьому – нарощення власного капіталу, шляхом емісії акцій. Характерними рисами даної теорії є наступні: по-перше підприємства завжди віддають перевагу джерелам першого рівня, і до наступних вдаються лише у випадку коли використали їх повністю, але обсягів внутрішнього фінансування було недостатньо; по-друге, підприємства зацікавлені в реалізації стабільної дивідендної політики, і встановлюють плановий коефіцієнт дивідендних виплат у відповідності до своїх інвестиційних можливостей, тобто найчастіше це модель гарантованого мінімуму коефіцієнта дивідендних виплат; по-третє, за умови, що підприємству необхідно нарощення обсягів капіталу за рахунок зовнішніх джерел, то рішення щодо використання фінансових інструментів будуть прийматись в такій послідовності: спочатку емісія корпоративних облігацій, потім конвертованих облігацій і лише в крайньому випадку буде нарощуватись власний капітал. Це обумовлено формуванням відповідного ризику для власників підприємства, оскільки за умови емісії облігацій, вони не втрачають контроль над підприємством.

Згідно даної теорії у підприємства не існує планового коефіцієнта левериджу, і він відображає потребу підприємства у зовнішніх джерелах фінансування. Ця теорія вважається досить наближеною до практичних аспектів реалізації політики формування структури капіталу менеджерами, які діють в інтересах власників. Застосування такого підходу з одного боку може суттєво знижувати ризики власників, а з іншого обмежує темпи нарощення ринкової вартості компаній, тобто такий підхід може бути привабливим в



умовах, коли дотримується консервативна політика фінансового менеджменту.

Стосовно теорії відстеження ринку, запропонованої Бейкером М. та Ваглером Дж. [134], то її суть зводиться до наступного: сформована підприємством структура капіталу є результатом кумулятивного ефекту всіх попередніх рішень підприємства в різних сферах його діяльності, а отже підприємство не має цільової структури капіталу, вона формується виключно під впливом поточної кон'юнктури фінансового ринку. Вважається, що найбільш сприятливим моментом для нарощення акціонерного капіталу є формування на ринку ситуації, коли ринкова ціна акції та її справедлива (внутрішня) ціна мають розбіжність, і період, коли ринок переоцінює акції, є найбільш сприятливим з точки зору їх первинного публічного розміщення. При цьому тут може також відігравати важливу роль і асиметричність інформації – менеджери, володіючи повною інформацією можуть здійснювати емісію, усвідомлюючи, що існує потенціал щодо нарощення ринкової вартості акцій і в перспективі. У даній теорії вагома роль відводиться здатності здійснювати досить точне прогнозування поведінки ринку та акцій підприємства, а отже відводиться вагома роль контролю ринкових індикаторів.

У зв'язку з цим досить важливого значення набуває і фінансова модель, що використовується на підприємстві в процесі фінансового аналізу. Варто зазначити, що на сьогодні напрацьовані цілий ряд концепцій, які використовують різні показники, як основні індикатори фінансового стану підприємства, а отже і ефективності сформованої ФАП. Найбільш популярними серед них є концепція вартісно-орієнтованого менеджменту, концепція доданої вартості, концепція ключових показників бізнесу, концепція збалансованої системи показників.

Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту (Value Based Management) передбачає, що в основі фінансового менеджменту є орієнтація на інтегрований фінансовий показник – вартість підприємства. Він вбирає в

себе основні традиційні показники результативності фінансової діяльності які характеризують ефективність менеджменту, а саме: рентабельність сукупних активів підприємства – як результат загальної ефективності підприємства, рентабельність власного капіталу – як ефективність використання коштів акціонерів, рентабельність інвестицій – як результат інвестиційної діяльності, а також показники, що характеризують оцінку фондовим ринком діяльності підприємства – прибуток на акцію, дивідендний вихід, тощо.

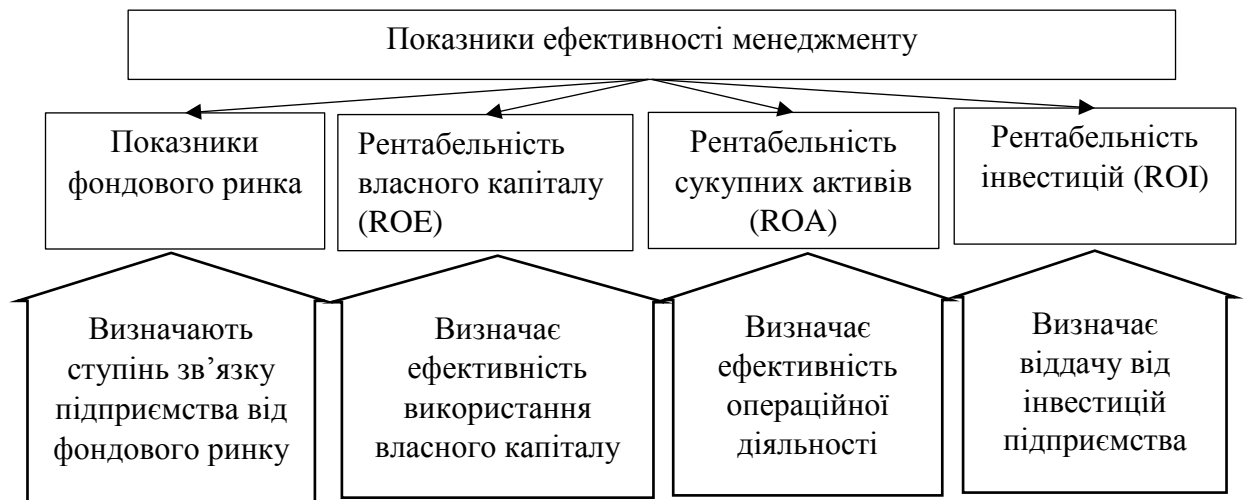


Рисунок 1.8 – Показники ефективності менеджменту, [105]

Зазначена концепція мала за мету встановити існування взаємозв'язків між фундаментальною вартістю підприємства та його ринковою капіталізацією на основі визначення здатності підприємства створювати акціонерну вартість шляхом оцінювання його інвестиційної та фінансової стратегії.

Вартісно орієнтований менеджмент спрямований на те, «щоб забезпечити послідовність наступних елементів: корпоративна місія (філософія бізнесу); корпоративна стратегія для досягнення корпоративної місії та цілі; корпоративне управління ( хто визначає корпоративну місію і регулює дії корпорації); корпоративна культура; корпоративна комунікація; організація корпорації; процеси і системи рішення; процеси і системи

управління продуктивністю; процеси та системи винагороди, з корпоративною метою і цінностями, яких прагне досягти корпорація» [115].

На думку Рапапорта А. [186], який є засновником даної концепції, вона включає чотири базових компоненти: оцінювання, стратегію, фінанси та корпоративне управління. При цьому оцінювання передбачало пошук відповідної моделі та певних процедур, які дозволили оцінити цінність підприємства для його власників, та забезпечення умов для створення нової цінності. Під стратегією розглядається система заходів з допомогою яких досягаються зростання вартості підприємства. Фінансова складова означає, що вартість підприємства формується лише в тій ситуації, коли рентабельність інвестицій перевищує витрати на обслуговування капіталу. Вона також передбачає наявність ключових параметрів, які повинні досягатись як окремими структурними підрозділами, так і підприємством в цілому. Не менш важливою складовою є корпоративне управління, побудоване таким чином, що дозволяє узгоджувати інтереси власників та менеджерів, визначає систему матеріального заохочення на різних рівнях менеджменту підприємства.

Крім того Рапапорт А. запропонував «мережу акціонерної вартості», подану на рисунку 1.8 [186]. «Вартісно-орієнтоване управління фінансами компанії можна трактувати як комплекс організаційних та управлінських заходів орієнтованих на зростання вартості компанії, що координується та здійснюється на підставі інформації фінансового характеру отриманої шляхом розрахунку вартісно-орієнтованих показників» [24].

На думку Захаркіна О.О. в концепції вартісно-орієнтованого менеджменту можна виокремити певні напрямки [51], а саме:

– класичний підхід до вартісно-орієнтованого менеджменту, який повинен забезпечити максимізацію вартості підприємства для його власників, та узгодження інтересів менеджерів та інвесторів;



Рисунок 1.9 – Мережа формування акціонерної вартості [186]

– стратегічний вартісно-орієнтований менеджмент, який передбачає визначення вартості з врахуванням стратегічних перспектив розвитку підприємства;

– підхід заснований на формуванні вартості для стейкхолдерів, та має за мету максимізацію вартості з урахуванням як фінансових так і нефінансових інтересів, що виникають у стейкхолдерів підприємства.

Водночас, дана концепція не позбавлена певних недоліків, зокрема «не розроблені ефективні методи оцінки рентабельності операційної діяльності, темпів зростання компанії, визначення терміну доходності вкладеного капіталу, врахування нематеріальних активів» [44].

Варто зазначити, що дана концепція не лише активно використовується в практиці, а і створила підґрунтя для появи цілого ряду нових підходів щодо побудови фінансових моделей бізнесу. Зокрема це стосується концепцій доданої вартості – в першу чергу економічної доданої вартості (EVA), яка

виникла внаслідок того, що єдиним джерелом інформації для проведення оцінювання вартості підприємства на початку 90-х років ХХ ст. були дані бухгалтерського обліку, які необхідно було трансформувати в фінансову інформацію, що не давало об'єктивної фінансової інформації. Даний підхід передбачає, що висновок, про те, що підприємство отримало економічний прибуток може бути зроблений лише тоді, коли дохід відшкодовує операційні витрати, а також вартість капіталу. У такій ситуації у підприємства реально залишається частина прибутку для подальшого розвитку. Такий показник не відображається в бухгалтерській звітності та вказує на розбіжності в розумінні прибутку з точки зору бухгалтерського обліку та з точки зору фінансового менеджменту. Головний економічний зміст показника економічної доданої вартості EVA полягає в тому, що інвестор повинен отримати дохід у вигляді нарощеної вартості, який був адекватним та компенсував інвестиційний ризик, який в свою чергу закладений у вартості капіталу. Тобто інвестор повинен отримати дохід, який був не меншим за можливий альтернативний дохід на інвестований капітал. Лише в цьому випадку можна стверджувати про наявність прибутку. Даною концепцією передбачено, що рішення про інвестування капіталу повинно базуватись на порівнянні середньозваженої вартості капіталу та як мінімум внутрішньої ставки доходності по інвестиційному проекту, а також середньозважена вартість капіталу має сприйматись як мінімально необхідний рівень рентабельності операційної діяльності. Цей підхід спрямований на пошук оптимальної структури капіталу, та означає, що підприємство «не повинно всіляко нарощувати капітал вище необхідних розмірів, але повинно розуміти, що кінцева мета його діяльності – це створення вартості шляхом нарощення позитивного спреда, помноженого на інвестований капітал» [44].

У подальшому концепція економічної доданої вартості була розширена та отримала продовження в концепції ринкової доданої вартості (MVA) та грошової доданої вартості (CVA). На відміну від економічної доданої вартості, ринкова додана вартість, формується як різниця між вартістю підприємства та

вартістю всього капіталу, що використовується як власного так і позикового, тобто при прийнятті рішень в фінансовому менеджменті необхідно враховувати, що інвестований капітал повинен мати таку норму доходності, яка б перевищувала середньозважену вартість капіталу підприємства.

Концепція грошової доданої вартості [138], має свою відмінність від попередніх в тому, що зростання вартості підприємства повинно бути цікавим не лише для власників, а і для стейкхолдерів. Вона також опирається на формування грошових потоків підприємства від його операційної діяльності, а не на показник рентабельності інвестицій. Саме тому, що в основу розрахунку закладені дисконтовані грошові потоки по операційній діяльності дана модель дозволяє більш точно визначити норму доходності підприємства. Найбільш суттєвим недоліком даного підходу є те, що він має досить високу ступінь суб'єктивності, а також складність здійснюваних розрахунків, в тому числі через врахування інфляції, та інших детермінант, які можуть впливати на вартість грошей в часі.

Досить популярною наразі є концепція збалансованої системи показників, яка була запропонована Р. С. Капланом та Д. П. Нортонем [61, 164, 163], на відміну від розглянутих вище дана концепція є комплексною та враховує не лише фінансові показники, але і показники, що характеризують діяльність підприємства з точки зору його клієнтської бази, мотивації персоналу, його навчання та розвитку, внутрішні процеси, що відбуваються на підприємстві, тобто виділено 4 групи показників – фінанси, маркетинг, персонал, виробництво. Водночас, фінансові показники є вершиною даної моделі і концентрують в собі результати управління підприємством та досягненням чи недосягненням стратегічних завдань. Дана концепція наразі розглядається як інструмент підвищення економічної ефективності функціонування підприємства. Варто також зазначити, що з моменту свого виникнення дана концепція вдосконалюється та на думку Давиденко О. А. [27] наразі вже представлена четвертим поколінням, яке пов'язано з переходом підприємств до цифрової економіки, та вимагає чергового перегляду набору

показників, та включення цифрової еко-системи. Тобто концепція весь час доповнюється новими наборами показників. Водночас ключові ідеї концепції залишаються незмінними, зокрема: дотримання балансу між фінансовими та нефінансовими показниками, тобто не враховані у поточних фінансових показниках результати діяльності повинні компенсуватись майбутніми результатами; дотримання балансу між інтересами зовнішніх стейкхолдерів – власників та клієнтів і внутрішніх стейкхолдерів – працівників, а також балансування з внутрішніми процесами, що відбуваються на виробництві; дотримання балансу між показниками з запізненням, які відображають результати минулих періодів, та показниками з випередженням, які призводять до появи показників з запізненням.

На підставі проведеного дослідження можна зробити висновок, що ФАП має глибоке теоретичне обґрунтування з точки зору всіх її елементів. Водночас, на фоні всіх інших елементів основним залишається структура капіталу підприємства. Систематизація існуючих теорій структури капіталу 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 та 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 як базовий елемент і фінансову 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 використовуваними в практичній діяльності та узгоджуються з метою та принципами побудови ФАП, а також максимально

повно характеризують набір детермінант, що визначає оптимальну структуру капіталу та ефективну ФАП.

### 1.3 Удосконалення концептуальних засад політики управління капіталом підприємства як складової фінансової архітектури

Як було зазначено вище, основним елементом ФАП є структура капіталу, оскільки з одного боку вона є результатом прийнятих рішень як власниками підприємства так і його менеджерами, а з іншого боку створює умови для досягнення головної мети формування ФАП – зростання ринкової вартості підприємства та можливості отримання доходів власниками. Теоретичні засади формування структури капіталу було розглянуто в попередньому пункті, водночас на практиці розробка політики управління капіталом знаходиться в тісній взаємодії з іншими напрямками фінансового менеджменту і повинна розглядатись виключно комплексно.

На нашу думку, управління структурою капіталу є базовим елементом фінансового менеджменту, але тісно взаємопов'язаним із іншими його елементами. При цьому, на відміну від розповсюджених стандартних підходів щодо основних елементів фінансового менеджменту таких як управління активами, управління витратами, управління прибутком підприємств, на наш погляд стратегія фінансового менеджменту підприємства повинна бути зосереджена не на об'єктах, а на цільових параметрах, таких як ліквідність, платоспроможність, рентабельність, фінансовий ризик. В досягненні кожного із цих цільових параметрів є вплив сформованої структури капіталу підприємства.

Фактично сформована структура капіталу є основою для досягнення головної мети ФАП, а саме забезпечення зростання ринкової вартості підприємства та зростання доходів власників. З одного боку власники та



менеджери своїми рішеннями визначають структуру капіталу, а з іншого боку вони отримують і реальний фінансовий результат, як плату за правильно чи неправильно обгрунтоване та прийняте рішення. Це в сукупності може відобразити ефективність фінансової архітектури підприємства. Взаємозв'язок структури капіталу підприємства та цільових параметрів фінансового менеджменту проявляється в наступному: управління ліквідністю – використання сформованого капіталу для фінансування відповідних активів підприємства та узгодження їх між собою з точки зору ліквідності активу та терміну виконання фінансового зобов'язання; управління платоспроможністю – здатність виконати всі фінансові зобов'язання (обслужити капітал) перед всіма стейкхолдерами підприємства за рахунок отриманих фінансових результатів; управління фінансовими ризиками через виконання зобов'язань перед стейкхолдерами по обслуговуванню сформованого капіталу. Таким чином структура капіталу є з одного боку результатом прийнятих рішень власниками та менеджерами, а з іншого відображає ефективність існуючої фінансової архітектури.

Формування структури капіталу відбувається в рамках політики управління капіталом, яка є невід'ємною складовою фінансової політики підприємства. Так на думку Школьник І. О., політика управління структурою капіталу підприємства – «це забезпечення такого поєднання власного і позикового капіталу, яке оптимізує рівень фінансових ризиків згідно з обраними критеріями управління прибутком підприємства». Автор також зазначає, що оптимальна структура капіталу «це таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість» [24].

На наш погляд політика управління капіталом – це 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.

Стосовно досліджень проблеми управління капіталом підприємства, то варто відзначити, що вони є доволі розповсюдженими як серед вітчизняних так і зарубіжних науковців. Наразі можна виокремити роботи таких вітчизняних авторів як, Герасимова С. М. [21], Гулюгіної Т. І. [26], Кіршина І. О. [62], Корнєєва М. В. [67], Сологуб С. [113], Корбутяк А. Г. [66], Михайленко О. В., Скоморохова С. Ю. [84], Жорова Є. Р. [49], Кочкодана В. Б. [71], Сороки Р. С. [114], Щербань О. Д., Насібова О. В. [126] та багатьох інших. Водночас їх напрями досліджень є дуже схожими, та можна вважати традиційними, оскільки в основі визначення оптимальної структури капіталу використовується модель розрахунку ефекту фінансового левериджу, що базується на трьох складових – податковий коректор, диференціал та плече фінансового важелю, а також стандартно застосовуються критерії оптимізації такі як мінімізація середньозваженої вартості капіталу, максимізація рівня фінансової рентабельності, тощо.

На наш погляд, варто більш звернути увагу на дослідженнях, що здійснюються в даному напрямі та використовують поняття цільової структури капіталу, що було закладено в динамічній компромісній теорії, а також визначення таргетованого значення фінансового левериджу. Зокрема з цієї позиції варто розглянути роботи Анісімової В. С. [1], яка досліджує саме проблеми визначення швидкості пристосування фактичного левериджу до його цільового значення, Ашана Т., Мена В., Куреші М. [128], які на прикладі значної вибірки підприємств Пакистану дослідили переваги застосування компромісної динамічної теорії та доцільність формування цільової структури капіталу, а також довели необхідність регулювання з боку держави основних індикаторів фінансового ринку. У роботі їх колег Муртази С. та Азама І. [179] доведено наявність тісного зв'язку між структурою власності та структурою капіталу підприємства. Також цікавими є результати дослідження, що

проведені на прикладі країн, що розвиваються [148, 155], та присвячене динамічному коригуванню цільової структури капіталу в умовах фінансових ринків, що розвиваються. Аналогічні дослідження проводяться і для країн з високим рівнем розвитку економіки. Так в роботі П. Кастро, М.Т.Т. Фернандес, Б. Амор-Тапіа та А. де Мігель [141], Ксю З. [204] проводиться дослідження щодо формування таргетованого важелю для європейських країн. В роботі Ліано Х., Чен Ц. К., Ченг Й. Х. досліджується вплив внутрішніх боргів на таргетовані важелі підприємств. Також ґрунтовним є дослідження Гетцмана А., Ланг С., Спреман К. [153], яке вивчає структуру капіталу азійських корпорацій більш ніж 1000 компаній з капіталізацією більше 1 млрд дол та швидкість коригування рівня левериджу.

На рисунку 1.10 представлено авторське розуміння концептуальних засад політики управління структурою капіталу, яка є базовим елементом ФАП. Політика управління структурою капіталу включає два основних елементи – управління власним капіталом та зобов'язаннями. В свою чергу управління власним капіталом передбачає розробку емісійної політики, спрямованої на його нарощення шляхом емісії акцій, а також через розробку дивідендної політики в рамках якої відбувається розподіл чистого прибутку на частину, що направляється власникам підприємства, частину, яка може бути використана для стимулювання персоналу, в першу чергу менеджерів, та частину, що може бути спрямована на поповнення нерозподіленого прибутку підприємства, а також частину чистого прибутку, яка спрямовується на поповнення резервного капіталу. Формування дивідендної політики з одного боку є невід'ємною складовою політики управління власним капіталом, а з іншого – політики управління прибутком підприємства.

Друга складова політики управління капіталом є управління зобов'язаннями, яке передбачає формування суми зобов'язань, а також розміру фінансових витрат.



Рисунок 1.10 – Концептуальні засади політики управління структурою капіталу підприємства  
Джерело: складено автором

У сукупності політика управління капіталом визначає рівень фінансового левериджу – та відповідно фінансового ризику, а політика управління прибутком підприємства визначає рівень операційного левериджу та відповідно операційного ризику. Крім того, як зазначалось вище в сучасних умовах важливого значення набуває визначення комплаєнс ризику, який може суттєво збільшити бізнес ризик підприємства.

При формуванні політики управління капіталом одним із головних контрольних показників, який необхідно контролювати та чітко визначати є фінансовий леверидж. Саме він відображає рівень фінансового ризику підприємства. Фінансовий леверидж безпосередньо відображає сформовану структуру капіталу підприємства.

Вивчення результатів наукових досліджень в напрямі формування структури капіталу дозволило зробити висновок, що можна виділити такі типи структури капіталу: фактична, оптимальна, цільова або таргетована та стратегічна. У даному контексті необхідно зазначити, що більшість вітчизняних науковців ототожнюють поняття оптимальної (optimal capital structure) та цільової (target capital structure) структури капіталу [90]. Водночас на думку іноземних вчених ці поняття дещо відрізняються, основна відмінність полягає в тому, що оптимальна структура капіталу дає певний діапазон значення «від і до», а цільова чітко визначає таргет – конкретне значення. Це особливо важливо, коли розраховується значення фінансового левериджу, який визначає фінансовий ризик, оскільки для прийняття фінансового рішення необхідне чітке значення, а не діапазон, який може мати більший чи менший розмах. Крім того, на думку Ю. Брігхема та Дж. Х'юстона на прийняття рішення щодо визначення структури капіталу підприємства мають значний вплив наступні позиції: фактичний рівень бізнес-ризик підприємства; податкова позиція підприємства, під якою розуміють можливість застосування підприємством податкового коректора; фінансова гнучкість – здатність підприємства змінювати структуру капіталу та терміни його використання, пристосовуючись до мінливих умов; тип корпоративного

управління – консервативний чи агресивний, що визначає здатність менеджменту підприємства приймати чи не приймати певний рівень фінансового ризику. Враховуючи вище викладене доречно виокремити наступні значення фінансового левериджу

Фактичний фінансовий леверидж – 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.

Враховуючи, напрям досліджень щодо формування структури капіталу в контексті побудови цільової структури капіталу пропонується таку послідовність розробки політики управління капіталом, відображеній на рис. 1.11.

Для розробки політики управління важливого значення набуває аналіз детермінант, що визначають формування структури капіталу. Загалом дана проблема цікавить багатьох науковців як в Україні так і за її межами. Серед робіт, присвячених даній проблематиці можна відзначити роботи Анісімової В. С. [1], Вострокнутової А. І., Дорогана Н. Д. [18], Колодки К. В., Терещенко Ю. [65], Рябової Є. В., Романова С. В. [108], Савельєвої Т. М. [109], Сініцина О. О. [112] та інших. Водночас зміна умов існування фінансової системи та загальноекономічної ситуації обумовлюють потребу в проведенні подальших досліджень.

У цілому всі детермінанти можна класифікувати за різними класифікаційними ознаками – зовнішні та внутрішні або екзогенні та ендогенні, макроекономічного та мікроекономічного характеру, системні та диверсифіковані – але в загальному вигляді їх набір буде практично один і той

же, а питання систематизації визначається поставленим завданням дослідження та висунутими гіпотезами.

У найбільш узагальненому вигляді детермінанти можна класифікувати, як вже зазначалось вище за ознакою їх системності (системні – недиверсифіковані та несистемні – диверсифіковані). Як правило до системних належать детермінанти, як економічного так і неекономічного характеру – загальний стан економіки країни в цілому, стабільність/нестабільність політичної ситуації, інституціональна складова розвитку економіки, тощо.

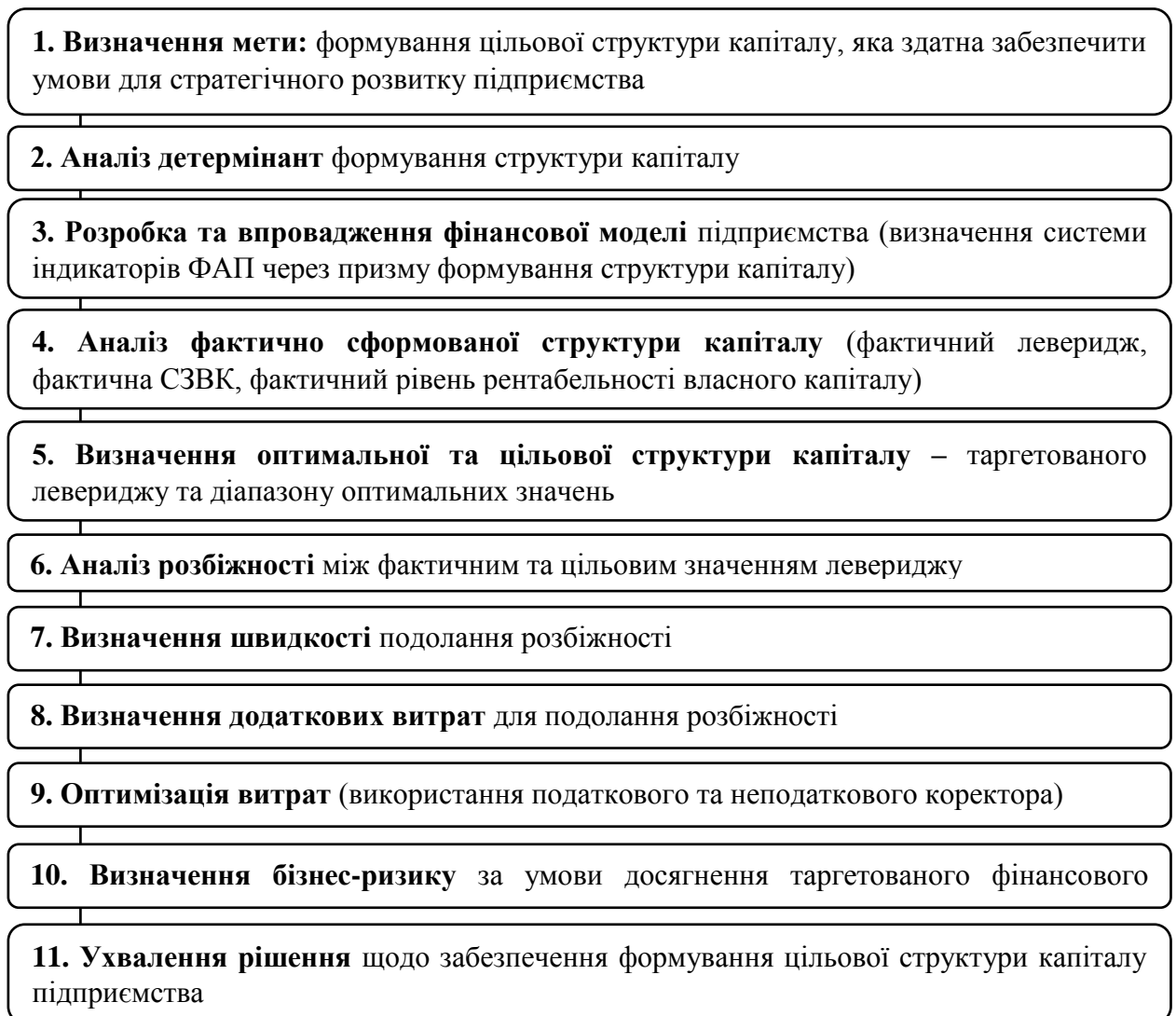


Рисунок 1.11 – Етапи формування політики управління структурою капіталу підприємства

Джерело: складено автором

Несистемні детермінанти характерні для конкретного підприємства і обумовлені поточним фінансовим станом підприємства, вже існуючою структурою капіталу, фінансовою стратегією його розвитку та тією фінансовою політикою, яку визначають основні стейкхолдери – власники та менеджери.

Зовнішні детермінанти (екзогенні) як правило визначають системний ризик до них належать політичні, інституціональні, загальноекономічні, тощо. Для вітчизняних підприємств протягом тривалого часу вагоме значення має політична ситуація в країні, яка значною мірою визначає її економічний стан, особливо це стосується політичного вектору руху (просвіропейського чи проросійського). Це в значній мірі визначає економічні зв'язки, ринки збуту продукції, тощо. В останні роки економіка країни переорієнтується на нові ринки збуту не лише європейські а і інші, що в значній мірі визначає фінансовий стан не лише окремих підприємств а і видів економічної діяльності, які історично, з часів СРСР були зорієнтовані на російський ринок чи країн СНД і така переорієнтація вимагає значних обсягів капіталу.

Інституційні детермінанти також досить вагомі з точки зору системності ризиків, зокрема до таких варто віднести: тип конкуренції, що склався за певним видом економічної діяльності, та його усталеність, адже він може бути абсолютно різним для сільського господарства, машинобудування, харчової промисловості, фармацевтики чи енергетичної галузі; рівень державного регулювання та нагляду в межах відповідної галузі і навіть окремого виду економічної діяльності; пріоритетність розвитку галузі економіки з точки зору держави, яка визначає наявність чи відсутність фінансової підтримки з боку держави, в даному випадку варто зазначити, що це може суттєво стимулювати або, навпаки стримувати використання ринкових інструментів формування капіталу і визначати рівень фінансового ризику підприємства; соціальна значимість розвитку галузі, яка також може впливати на формування складу капіталу, його структури, присутність держави в структурі власності та вплив на корпоративне управління, непряма підтримка з боку держави через



здійснення публічних закупівель; прозорість бізнесу та публічних фінансів, які суттєво можуть підняти рівень довіри населення та сприяти притоку заощаджень у економіку, тощо.

Базовими детермінантами, які визначають системний ризик є загальноекономічні, які характеризують стан економіки країни в цілому, в залежності від макроекономічної циклічності. Наразі проводиться значна кількість досліджень, особливо серед зарубіжних науковців щодо гіпотези про зв'язок між левериджем підприємства та циклічністю економіки. Варто зазначити, що однозначного підтвердження чи спростування гіпотези не існує, оскільки ця залежність є нелінійною, та визначається рівнем розвитку не лише країни, але і виду економічної діяльності, яким займається підприємство та іншими детермінантами.

Особливо важливого значення серед екзогенних набувають детермінанти, які формуються в результаті розвитку фінансового ринку країни, його кредитного та фондового сегментів. Враховуючи банкоцентричність українського фінансового ринку, основними детермінантами є: середня ставка відсотку за кредитами, що надаються підприємствам реального сектору економіки (нефінансовим корпораціям – згідно статистичної звітності НБУ), та власне сама можливість отримати кредит в необхідному обсязі. Останнє є вкрай актуальним, враховуючи, що підприємства реального сектору економіки потребують кредитних ресурсів в значному обсязі для оновлення своїх виробничих потужностей, але банки не в змозі надати кредити в значному обсязі і особливо на довгостроковий період, враховуючи рівень кредитного ризику, який вони в цьому випадку беруть на себе. Крім детермінант кредитного сегменту для формування структури капіталу важливого значення набуває і стан фондового ринку країни, зокрема рівень ринкової капіталізації відносно ВВП, а також нормативні вимоги щодо допуску цінних паперів підприємства – його акцій та облігацій, до лістингу. Варто зазначити, що ці вимоги було суттєво змінено НКЦПФР в 2016 році.

Стосовно ендогенних детермінант, то їх варто розглядати з трьох позицій. По-перше, власне вже сформована на підприємстві структура капіталу. Саме фінансовий леверидж визначає стан фінансової незалежності та здатність залучати додаткові обсяги капіталу як власного так і позикового.

В умовах України також має вагоме значення рівень рентабельності підприємства, який значною мірою визначає здатність підприємства здійснювати самофінансування, не вдаючись до використання капіталу з фінансового ринку. На формування структури капіталу також впливає розмір капіталу підприємства, чим більший розмір капіталу, тим більші обсяги йому будуть потрібні, а отже більше можливостей, порівняно з середніми підприємствами використовувати саме інструменти фінансового ринку. Значна частина дослідників також виділяє вид економічної діяльності, якою займається підприємство, оскільки він визначає тривалість як виробничого, так операційного та фінансового циклів. Останні в свою чергу визначають: по-перше, мобільність балансу підприємства, чим він більш мобільний, а отже з більш високою ймовірністю є більш ліквідним за рахунок переважання оборотних активів, тим більше підприємство буде зацікавлене у використанні короткострокового капіталу, і навпаки; а по-друге, вони впливають на формування операційного левериджу, а отже на співвідношення постійних та змінних витрат і лежать в основі формування бізнес-ризиків підприємства.

По-друге, інтернальні детермінанти визначаються структурою сформованої власності, рівнем її концентрації, наявністю власника, що має контрольний пакет акцій, наявністю частки власності, що належить державі, тощо.

По-третє, власники, особливо, якщо структура власності є досить концентрованою визначають стан корпоративного управління, що сформовано на підприємстві. Структура капіталу формується в результаті, з одного боку прийняття рішення власниками підприємства, їх зацікавленості в подальшому його розвитку, їх вимог щодо розподілу чистого прибутку, нарощення власного капіталу, з іншого боку – менеджерами. Вплив на

формування структури капіталу основних стейкхолдерів буде залежати від узгодженості інтересів власників та менеджерів підприємства щодо стратегії його подальшого розвитку, а також зацікавленості менеджерів у формуванні високих показників рентабельності діяльності. Таким чином, перераховані детермінанти визначають не лише фактичну, але і оптимальну та стратегічну структуру капіталу підприємства.

Не менш важливого значення з точки зору формування ФАП та оптимальної структури капіталу має механізм фінансового левериджу, який вбирає в себе прояв всіх детермінант, в першу чергу фінансового характеру, тому варто розглянути та систематизувати детермінанти саме з цієї позиції. На наш погляд, основою для визначення детермінант є базова формула визначення ефекту фінансового левериджу, та три його елементи – податковий коректор, диференціал та плече (мультиплікатор) левериджу, в яких концентруються всі детермінанти як зовнішнього так і внутрішнього характеру.

Серед загальноекономічних варто також виділити фіскальну детермінанту, в частині оподаткування прибутку підприємств, віднесення/невіднесення фінансових витрат на валові витрати, оподаткування дивідендів, тощо, що суттєво впливає на формування в першу чергу складу, а потім вже і структури капіталу підприємств.

У даному випадку можна відзначити, що наразі наукова думка виокремлює два типи коректора – борговий податковий коректор, та неподатковий коректор. Рівень податкового (боргового) коректора фінансового левериджу створює сприятливі умови при використанні позикового капіталу зменшуючи його вартість шляхом включення фінансових витрат у валові. Він визначається фіскальним детермінантом, в частині оподаткування прибутку підприємств, віднесення/невіднесення фінансових витрат на валові витрати, оподаткування дивідендів, тощо, що суттєво впливає на формування в першу чергу складу, а потім вже і структури капіталу підприємств. Рівень податкового коректора визначається для конкретного

підприємства, виходячи з його ситуації, а отже може певною мірою диверсифікувати фінансовий ризик. Стосовно неподаткового коректора, то тут мається на увазі можливість використання підприємством метода прискореної амортизації, використання інвестиційних податкових кредитів, можливість відстрочення податкових платежів, тощо.

З точки зору диверсифікації ризику конкретного підприємства вагоме значення має диференціал фінансового важелю, який визначається як різниця між рентабельністю операційної діяльності та ціною позикового капіталу конкретного підприємства). У свою чергу рентабельність операційної діяльності визначається з одного боку зовнішньою ситуацією, а саме кон'юнктурою товарного ринку, а з іншого внутрішньою – політикою управління витратами підприємства та маркетинговою політикою. Варто зазначити, що високий рівень рентабельності може як стимулювати використання позикового капіталу так і навпаки стримувати його, віддаючи перевагу внутрішньому фінансуванню за рахунок чистого прибутку, що є досить розповсюдженим серед вітчизняних підприємств. Така ж ситуація і щодо ціни позикового капіталу, яка з одного боку визначається кон'юнктурою фінансового ринку, в тому числі середньою ставкою відсотку по позиковому капіталу, зокрема ставкою відсотку по кредитах, по корпоративним облігаціям, тощо, а з іншого – визначається фінансовим станом самого підприємства, рівнем його кредитоспроможності, його кредитною історією, можливістю виходу на фондовий ринок з ІРО, ліквідністю застави та існуючою структурою капіталу, яку відображає наступний елемент фінансового левериджу – його плече (фактичне співвідношення позикового та власного капіталу). Останнє визначається стейкхолдерами і в залежності від моделі корпоративного управління ключовими фігурами – можуть бути або власники, або менеджери, (в цьому випадку важливе значення має рівень концентрації власного капіталу співвідношення мажоритарних та міноритарних акціонерів) і, відповідно, може бути більша чи менша схильність до ризику і просування консервативної чи агресивної політики

управління капіталом та фінансового менеджменту підприємства в цілому. Крім того на формування ефекту фінансового левериджу може мати суттєвий вплив розмір підприємства, що характеризується сумою капіталу, яка знаходиться в його розпорядженні. Не менш важливою є фінансова стратегія, особливо якщо це стратегія зростання, наявність інноваційних проектів, яка може мати різновекторний вплив на структури капіталу.

Таким чином, при моделюванні структури капіталу для конкретного підприємства, чи групи підприємств за одним видом економічної діяльності набір детермінант може в значній мірі відрізнитись, а отже необхідно розглядати ситуацію системно, але з врахуванням особливостей розвитку досліджуваного об'єкта.

Після формування переліку детермінант, що впливають на структуру капіталу підприємства важливого значення набуває розробка та впровадження фінансової моделі та визначення системи індикаторів, які характеризують стан структури капіталу підприємства та відповідно ФАП. Основними індикаторами на наш погляд є показник середньозваженої вартості капіталу підприємства, рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, економічна додана вартість, ринкова додана вартість та показники, що визначаються на основі співвідношення між ними, та дають змогу оцінити ефективність розробленої фінансової стратегії та відповідно сформованої ФАП. На основі аналізу існуючих підходів запропоновано систему показників, які відповідають концепції вартісно орієнтованого менеджменту та наведені в таблиці 1.3.

Таблиця 1.3 – Система індикаторів, що характеризують стан структури капіталу

Індикатор	Формула	Характеристики і пояснення
Середньозважена вартість капіталу, %	$СЗВК = V_i \times U_i,$ $V_i$ – вартість $i$ -го елемента капіталу, %; $U_i$ – питома вага $i$ -го елемента капіталу.	Відображає ціну сформованого підприємством капіталу, та характеризує рівень зобов'язань, які має підприємство перед власниками, кредиторами та інвесторами

Продовження таблиці 1.3

Індикатор	Формула	Характеристики і пояснення
Рентабельність активів, %	$Pa = \frac{\text{ЧП}}{\bar{A}} \times 100,$ <p>ЧП – чистий прибуток, грн,  <math>\bar{A}</math> – середня вартість активів підприємства, грн.</p>	Відображає частку чистого прибутку в розрахунку на 1 грн активів підприємства
Рентабельність власного капіталу, %	$P_{BK} = \frac{\text{ЧП}}{\overline{BK}} \times 100,$ <p><math>\overline{BK}</math> – середня сума власного капіталу підприємства, грн.</p>	Відображає частку чистого прибутку в розрахунку на 1 грн власного капіталу підприємства. Є базовим індикатором для власників.
Економічна додана вартість, грн	$EDB = (Pa_t - CZBK_t) \times A_{t-1},$ <p><math>Pa_t</math> – рентабельність активів в період t,  <math>CZBK_t</math> – середньозважена вартість капіталу в період t,  <math>A_{t-1}</math> – вартість активів підприємства в період t-1.</p>	Відображає нарощення рентабельності після виконання всіх зобов'язань по обслуговуванню капіталу для власників в розрахунку на всю суму активів. Є абсолютним показником. Важливим є порівняння EDB по підприємству із значенням по виду економічної діяльності. Це дозволяє скоригувати фінансову стратегію підприємства.
Ринкова додана вартість, грн	$RDB = (PK_p + PK) - A,$ <p><math>PK_p</math> – сума позикового капіталу, оцінена в ринкових цінах, грн  <math>PK</math> – ринкова капіталізація, грн,  <math>A</math> – балансова оцінка активів, грн.</p>	Характеризує чистий приріст ринкової вартості підприємства
Відношення фактичної СЗВК підприємства до його середнього значення за видом економічної діяльності	$\frac{CZBK_{\Pi}}{CZBK_{VED}}$ <p><math>CZBK_{\Pi}</math> – середньозважена вартість капіталу підприємства, %,  <math>CZBK_{VED}</math> – середньозважена вартість капіталу за видом економічної діяльності, %.</p>	$CZBK_{\Pi} \leq CZBK_{VED}$ <p>Позитивним для підприємства є більше значення показника за видом економічної діяльності ніж у підприємства. це означає, що підприємство залучає капітал на більш вигідних умовах, має високий рівень кредитоспроможності та є конкурентоздатним.</p>
Відношення фактичної вартості власного капіталу підприємства до його середнього значення за видом економічної діяльності	$\frac{BVK_{\Pi}}{BVK_{VED}}$ <p><math>BVK_{\Pi}</math> – вартість власного капіталу підприємства, %  <math>BVK_{VED}</math> – вартість власного капіталу за видом економічної діяльності, %</p>	$BVK_{\Pi} \geq BVK_{VED}$ <p>Позитивним для підприємства є більше значення вартості власного капіталу по підприємству порівняно із значенням показника за видом економічної діяльності</p>

## Продовження таблиці 1.3

Індикатор	Формула	Характеристики і пояснення
Співвідношення приросту рентабельності активів до приросту СЗВК	$\frac{\Delta Pa}{\Delta CЗВК}$	$\Delta Pa \geq \Delta CЗВК$ Темпи приросту рентабельності активів підприємства повинні переважати темпи приросту вартості капіталу. Це свідчить про ефективність діяльності підприємства та можливість розширення виробництва за рахунок внутрішніх джерел фінансування.
Коефіцієнт Гудвіла	$KГ = \frac{PВК}{BВК}$	Коефіцієнт гудвіла відображає наявність фінансової оцінки ділової репутації підприємства, що характеризує ефективність фінансової стратегії розвитку підприємства. Може бути використаний для визначення рівня комплаєнс ризику
Ефективність використання власного капіталу	$EВВК = \frac{\Delta BК}{\Delta BВК}$	Для підприємства доцільно, щоб значення даного показника було більше 1, тобто темпи приросту власного капіталу випереджали темпи приросту його витрат по його обслуговуванню. Опосередковано це буде свідчити про зниження ризиків власників підприємства та про ефективну фінансову стратегію підприємства.

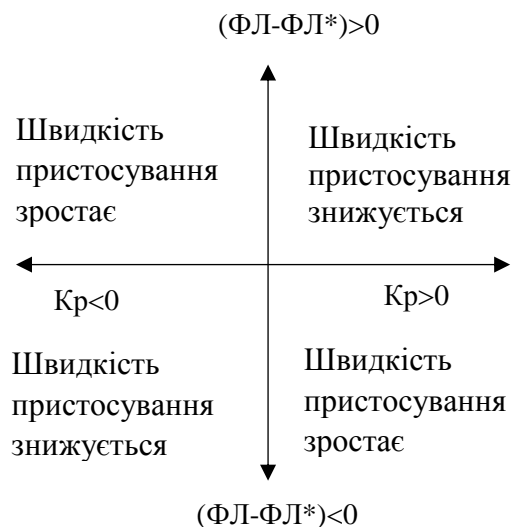
Джерело: систематизовано автором

Після розрахунку зазначених показників необхідно провести аналіз фактично сформованої структури капіталу підприємства, визначити фактичний рівень фінансового левериджу, та інші показники, а також оцінити рівень фінансового ризику підприємства.

Наступним етапом є аналіз наявності розбіжності між фактичним та цільовим значенням левериджу. Наявність такої розбіжності та її характеристика буде визначати швидкість пристосування існуючої структури капіталу до її цільових параметрів. Якщо у фактично сформованій структурі капіталу максимально використано позиковий

капітал і при цьому фактичний фінансовий леверидж перевищує його таргетоване значення, то швидкість пристосування може зростати, і навпаки.

Швидкість з якою фактичний фінансовий леверидж може бути наближений до його цільового значення буде також залежати і від розміру капіталу, який підприємству необхідно залучити, для формування цільової структури капіталу. Умовно взаємозв'язок між розривами у значенні фактичного та таргетованого значення фінансового левериджу, розриву в розмірі капіталу, необхідному для підприємства та швидкості пристосування відображено за допомогою матриці (рис. 1.12).



ФЛ – фінансовий леверидж, факт

ФЛ\* – фінансовий леверидж, таргетований

Кр – розрив у необхідному обсязі капіталу.

Рисунок 1.12 – Матриця пристосування фактичного та таргетованого фінансового левериджу підприємства, [64]

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 фактичного та таргетованого значення фінансового левериджу. Крім того необхідно відстежувати ситуацію на фінансовому ринку з метою здійснення ефективних інвестиційних операцій, а також з метою оптимізації вартості капіталу.

У даному контексті варто зазначити, що на думку Вострокнutowої А. І. та Дорогана Н. Д. існує взаємозв'язок між фінансовим левериджем підприємств та циклічністю розвитку економіки. Вони зазначають, що «загальний рівень левериджу на рівні економіки в цілому проциклічний, а на рівні окремих компаній – контрциклічний» [18]. Така ситуація досить часто пов'язана з тим, що на рівні підприємств виникає ефект «загадки низького левериджу», що обумовлено схильністю підприємств до використання внутрішніх джерел фінансування та небажання формувати досить ризиковану структуру капіталу. У багатьох випадках в період кризи фінансово нестабільними стають ті підприємства, які в період економічного зростання мали змогу залучати значні суми позикового капіталу під відносно невисокі відсотки та сформувати досить ризиковану структуру капіталу, що в період кризи обертається проблемами, обумовленими суттєвим скороченням вхідного грошового потоку.

На наш погляд, це твердження може бути характерним не для всіх підприємств в умовах різних циклів розвитку економіки, оскільки як відомо, в умовах економічної кризи підприємства окремих видів економічної діяльності можуть демонструвати зростання рентабельності, і поведінка їх фінансових показників може мати від'ємну кореляцію з макроекономічними показниками, тому для них загальне уповільнення економічних процесів та зниження вартості грошей може розглядатись як позитивний сигнал, в тому числі для нарощення позикового капіталу на досить вигідних умовах.

Отже, швидкість подолання розбіжності між фактичним та таргетованим значенням фінансового левериджу буде залежати не лише від внутрішньої ситуації на підприємстві, а і від стадії макроекономічного циклу.

При розробці політики управління капіталом підприємства одним із найбільш важливих етапів є визначення додаткових витрат, які можуть виникати для подолання існуючої розбіжності між фактичним та таргетованим значенням фінансового левериджу. Оскільки це фінансові витрати підприємства, які можуть суттєво наростити вартість капіталу. В зв'язку з цим варто проаналізувати планові фінансові витрати з їх фактичним значенням, та визначити допустимий рівень їх зростання, порівнюючи із значенням рентабельності операційної діяльності підприємства. Якщо рівень рентабельності операційної діяльності значно перевищує рівень фінансових витрат, що формуються з врахуванням додаткових витрат для подолання розбіжності то можна приймати позитивне рішення щодо наближення фактичної структури капіталу до її цільового значення. При цьому важливого значення також набуває врахування дії податкового та неподаткового коректора, а також за необхідності перегляду амортизаційної політики підприємства. Використання цих коректорів може суттєво підвищити ефективність використання позикового капіталу, а отже і сприятиме зростанню ефекту фінансового левериджу.

На наступному етапі важливо проаналізувати зміну бізнес-ризик за умови досягнення таргетованого значення фінансового левериджу. Бізнес-ризик традиційно акумулює в собі операційний та фінансовий ризик, при чому вони мультиплікують один одного. І формування високого рівня фінансового ризику, чому сприяє зростання рівня фінансового левериджу можливе за умови, коли операційний ризик знаходиться на досить низькому рівні, в цьому випадку підприємство має достатній запас фінансової міцності. Крім того, на наш погляд операційний та фінансовий ризик можуть бути відкориговані на рівень комплаєнс ризику. Але наразі його розрахунок в умовах вітчизняної економіки є вкрай ускладненим, оскільки більшість підприємств не мають розробленої системи комплаєнс та не визначають такий вид ризику.

Лише після того, як буде визначено рівень бізнес-ризиків з врахуванням досягнення цільової структури капіталу варто остаточно приймати рішення про початок переходу до цільової структури капіталу підприємства.

Таким чином, процес формування структури капіталу з одного боку визначається тією структурою власності та тим корпоративним управлінням, що склалось в межах існуючої ФАП, а з іншого є однією з головних умов забезпечення ефективної ФАП.

### Висновки до розділу 1

1. Застосування концепції фінансової архітектури дає змогу сфокусуватися на динамічному характері процесів, що відбуваються на сучасному підприємстві. Особлива роль відводиться фінансовій архітектурі як системній конструкції, що дає можливість вивчення фінансової організації підприємств, методів, які використовуються в ній для пристосування до умов, що змінюються в конкурентному середовищі і на ринку капіталу.

2. На основі аналізу наукової літератури, нами систематизовано основні поняття, що пов'язані з ФАП, а саме: структура капіталу, фінансова модель, форма, структура та концентрація власності, організаційно-правова форма, диверсифікація видів діяльності, корпоративний контроль та модель корпоративного управління. Серед них виокремлено базові – структура капіталу, структура власності, корпоративне управління та контроль, фінансова модель підприємства.

3. На основі узагальнення наукового доробку в сфері формування ФАП обґрунтовано та розвинуто поняття дефініції ФАП під якою пропонується розуміти інтегровану динамічну систему, 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.

4. 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 фінансової діяльності підприємства. 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.

5. 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.

6. 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 запропоновано її 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. 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

7. Удосконалено концептуальні засади політики управління капіталом підприємства, з акцентом на формування цільової структури капіталу, яка здатна забезпечити стратегічний розвиток, зростання рентабельності власного капіталу із дотриманням необхідного рівня фінансової незалежності та фінансового ризику підприємства. 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 визначення та постійний моніторинг фактичного, оптимального, цільового та стратегічного значення фінансового левериджу.

8. Запропоновано основні детермінанти, що визначають цільову структуру капіталу підприємства класифікувати за ознакою їх впливу на значення фінансового левериджу. До детермінант, що визначають швидкість подолання розбіжності значень левериджу віднесено: перспективи зростання підприємства, його розмір, макроекономічний цикл, існуючу розбіжність між фактичним та цільовим значенням фінансового левериджу. До детермінант, що визначають цільовий показник розмаху варіацій значень левериджу віднесено: перспективи зростання підприємства, його розмір, рентабельність підприємства, волатильність грошових потоків від операційної діяльності, структуру активів, рівень регулювання фінансової діяльності підприємства та рівень його оподаткування. Зауважимо, що перших два детермінанти є спільними для обох груп.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором в роботах [38, 40, 41, 42].

## РОЗДІЛ 2

### ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ

#### 2.1. Сучасний стан та тенденції розвитку фінансового сектору України

Стимулом до розвитку економічної системи є саме механізм формування та перерозподілу фінансових ресурсів в середині країни, що в значній мірі реалізовується через таку її складову як фінансовий ринок (фінансовий сектор). Завдяки своїй природі фінансовий сектор успішно виконує функції забезпечення реального сектору економіки та стимулювання виробництва за рахунок перерозподілу тимчасово вільних грошових коштів, та структурну перебудову економіки в наслідок трансформації відносин власності.

Враховуючи тему роботи фінансовий сектор досліджується нами з позиції його впливу на ФАП України. Серед компонентів ФАП найбільше корелює із станом розвитку фінансового ринку країни структура капіталу. Івашовська І. В. [53] зазначає, що структура капіталу здійснює значний вплив на створення прибутку нефінансових компаній, але характер цього впливу залежить саме від стану фінансового ринку країни, де функціонує підприємство.

Розглянемо стан розвитку фінансового ринку з позиції двох сегментів, що здійснюють ключовий вплив на структуру капіталу підприємств усіх секторів економіки України: банківський та фондовий. У структурі фінансового ринку прийнято виділяти ще страховий сектор, але оскільки розвиток страхового сектору не здійснює прямого впливу на структуру капіталу підприємств, особливо реального сектору економіки, то приділяти йому суттєву увагу у дослідженні ми не будемо.

Фондовий ринок впливає на структуру капіталу підприємств, створюючи умови щодо первинного та додаткового розміщення акцій, а також

щодо розміщення корпоративних облігацій, як джерела боргового фінансування для підприємств реального сектору економіки.

В Україні фондовий біржовий ринок на вересень 2019 р. представлений шістьма біржами: ПАТ «Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА», ПАТ «Фондова біржа ПФТС», ПАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПАТ «Українська фондова біржа», ПАТ «Українська біржа» та ПАТ «Фондова біржа «ІННЕКС» [120].

Важливим показником, що адекватно відображає загальну ситуацію, що склалася на фондовому ринку будь-якої країни, є фондовий індекс. Фондові індекси, що розраховуються на фондових біржах України наведені у таблиці 2.1.

Таблиця 2.1 – Загальна характеристика індексів фондових бірж в Україні [7, 56, 57]

Назва індексу	Дата початку розрахунку	Початкове значення	Значення на 1.12.18 р.	Спосіб розрахунку індексу	Частота розрахунку
Індекс ІННЕКС (i-INNEX)	22.07.2013 р.	100	100,05	середньо-арифметичний, зважений за ціною	на кінець кожного торговельного дня
Індекс UX (UX Index)	26.03.2009 р.	500	1793,69	середньо-арифметичний, зважений за капіталізацією	Протягом торгової сесії кожні 15 секунд
Індекс ПФТС (PFTS Index)	1.10.1997 р.	100	575,63	середньо-арифметичний, зважений за капіталізацією	на кінець кожного торговельного дня

Джерело: складено автором

Всі індекси розраховуються як середньоарифметичні зважені. Два із них зважуються за капіталізацією, і лише індекс ІННЕКС зважується за ціною (табл. 2.1). Два із трьох індексів визначаються на кінець кожного торговельного дня. В частішому розрахунку індексів на даних біржах немає потреби, оскільки торги на них не інтенсивні. Лише на Українській біржі індекс розраховується протягом торговельного дня. Потреба в розрахунку



індексу кожні 15 секунд на УБ полягає також в наявності фінансових інструментів (ф'ючерсів та опціонів), які базуються на ньому. Індеси ПФТС та Української біржі є загально визнаними з боку професійних учасників ринку цінних паперів України та світового співтовариства.

В Україні практика використання фондових індексів має порівняно нетривалу історію (з 1 жовтня 1997 року), тому природно що українські фондові індекси є далекими від досконалості. В Україні головним показником розвитку ринку цінних паперів України є індекс ПФТС, що розраховується на базі цін найбільш ліквідних акцій ПФТС з 1 жовтня 1997 року. Індекс ПФТС – ціновий індекс, зважений за обсягом емісії (free float), що реально доступна для широкого кола інвесторів. «Індексний кошик» ПФТС складається з акцій 20 емітентів. Перелік акцій для розрахунку індексу ПФТС формується Індексним комітетом ПФТС з цінних паперів, що входять до Списку ПФТС, на підставі даних про ринкову капіталізацію, обсяг торгів, кількість угод та інших факторів, що впливають на ліквідність акцій. Динаміка індексу ПФТС наведена на рисунку 2.1.

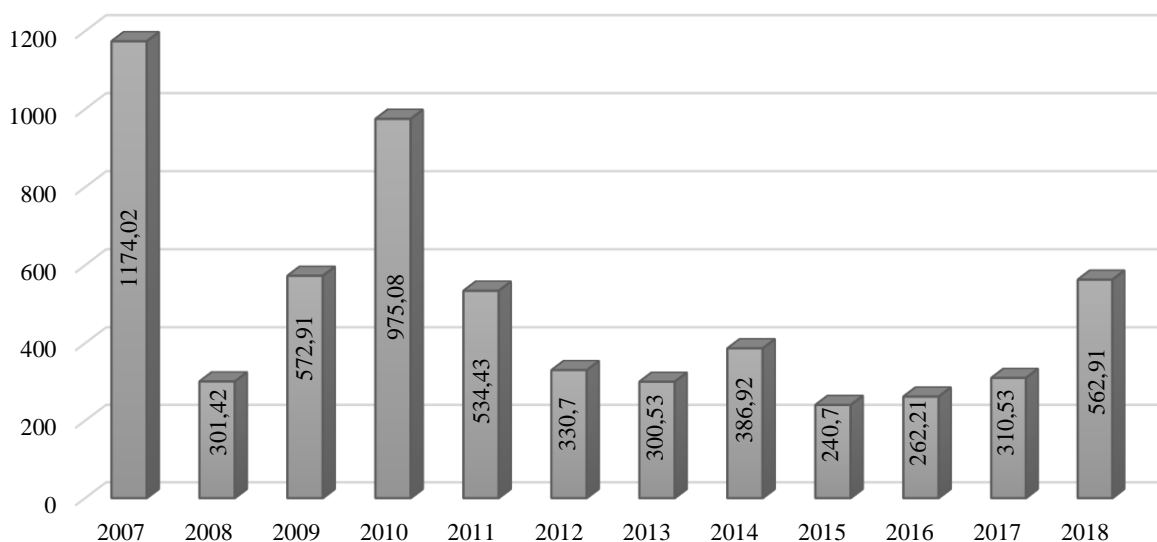


Рисунок 2.1 – Динаміка індексу ПФТС за 2007-2018 рр., пунктів

Джерело: складено автором за даними ПФТС [185]

На основі даних наведених на рисунку 2.1 можна зробити висновок, що найбільша активізація торгів на фондовій біржі ПФТС спостерігалася у 2007 році, коли значення індексу склало 1174,02. Мінімальні значення індексу спостерігалися у 2008 році (301,42 пункти) та у 2015 році (240,7), що було пов'язано із кризовими явищами в економіці України в ці періоди. В цілому, значення індексу за останні сім років, починаючи з 2011 року, свідчать про слабкий розвиток фондового ринку та незначний обсяг торгів на ньому. Але можна відмітити позитивну тенденцію останні три роки (з 2016 року) щодо приросту індексу ПФТС. У 2018 році індекс ПФТС за приростом обійшов навіть індекси таких країн як Катар, Македонія, ОАЕ та Саудівська Аравія [119], приріст індексу за рік склав 75,3 %. Крім того, варто відмітити, що індексний кошик ПФТС станом на вересень 2019 року складається лише з семи компаній ПАТ «Донбасенерго», ПАО «Центроенерго», ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», АТ «Мотор Січ», АТ «Райффайзен банк Аваль», ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Укртелеком». Саме порівнянням ціни на акції цих провідних компаній і визначається показник, який в комплексі характеризує попит на фінансові активи, що обертаються в конкретний момент на ринку.

Стрімке зростання індексу ПФТС у 2018 році пояснюється двома ключовими факторами: відкладеним попитом на акції вітчизняних підприємств та позитивними результатами діяльності емітентів (наприклад, АТ «Райффайзен Банк Аваль» отримав майже 4 млрд грн. прибутку лише за 9 місяців 2018 року). Але необхідно враховувати, що ринок акцій в Україні є мізерним і в структурі торгів ПФТС станом на 2018 рік частка акцій в загальному обсязі торгів склала лише 0,25 % або 328 млн грн.. Саме тому суттєве зростання індексу ПФТС у 2018 році не свідчить про інвестиційний бум в Україні, хоча й вартість усіх біржових контрактів на біржі ПФТС за цей період зросла майже вдвічі та склала на кінець 2018 року 114,09 млрд грн. Підсумовуючи, можна сказати, що зростання індексу ПФТС є досить позитивним сигналом для інвесторів.

Наступним етапом необхідно розглянути такі важливі показники розвитку ринку цінних паперів України як обсяг торгів на ньому та обсяги зареєстрованих Комісією випусків цінних паперів (рис. 2.2).



Рисунок 2.2 – Динаміка показників обсягу торгів на ринку цінних паперів та обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів за 2007-2018 рр., млрд грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [120]

На рисунку 2.2 наведена інформація щодо динаміки обсягу торгів на ринку цінних паперів України за 2007-2018 рр. Згідно наведених даних, можна зробити наступні висновки:

- з 2007 по 2012 рік спостерігалось стійке зростання обсягу торгів на ринку, причому у 2012 році обсяг торгів сягнув свого історичного максимуму – 2530,87 млрд грн., що склало 179,34 % від ВВП країни;

- у 2013 році відбулося суттєве скорочення ринку – на 853,9 млрд грн., що було пов'язано із впровадженням з 1 січня 2013 року особливого податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами, що і призвело до скорочення обсягу здійснюваних операцій на позабіржовому ринку;

– у 2014 році, не дивлячись на політичну ситуацію, що сталася в Україні, падіння курсу національної валюти, анексію Криму та початок воєнних дій на Сході країни, спостерігалось зростання обсягу торгів на ринку цінних паперів на 39,06 % в порівнянні із 2013 роком;

– починаючи з 2015 і до 2017 року відбулося скорочення ринку на 1863,25 млрд грн. (найбільше скорочення відбулося саме у 2017 році – на 1658,86 млрд грн. або на 71,14 %). В цей період часу НКФПФР розпочав роботу з очищення фондового ринку та підвищення прозорості біржового сегмента (впроваджено нові вимоги до лістингу цінних паперів на фондових біржах, що враховують європейські стандарти і сприяють перебуванню у лістингу лише якісних цінних паперів). Процеси з очищення ринку цінних паперів призвели до скорочення обсягу торгів і в той же час дали позитивні результати: якість активів, що торгуються на ринку, значно підвищилась. Крім скорочення кількості компаній, цінні папери яких відповідають вимогам лістингу, у 2017 році суттєвому зменшенню обсягу торгів на ринку цінних паперів сприяло ще й те, що депозитні сертифікати НБУ більше не враховувалися у розрахунках обсягу торгів;

– у 2018 році темп приросту обсягу торгів на ринку склав 26 %, що пов'язано із стабілізацією економічної ситуації в країні.

Обсяги українського фондового ринку у світовому масштабі залишаються незначними. Сумарно за 2018 рік обсяг торгів цінними паперами за даними Комісії з цінних паперів склав близько 260 млрд грн (8,5 млрд євро). Наприклад, обсяг торгів на Варшавській фондовій біржі щорічно складає більше 340 млрд євро, а на Нью-Йоркській фондовій біржі щодня торгується паперів на суму близько 54 млрд євро.

Ще важливим індикатором розвитку фондового ринку країни є співвідношення обсягу торгів на ринку цінних паперів із обсягом ВВП. В Україні з 2007 по 2015 роки обсяг торгів на ринку перевищував ВВП, з 2016 року та до теперішнього часу ми спостерігаємо зворотну ситуацію: обсяг ВВП значно перевищує обсяг торгів на ринку цінних паперів в Україні.

Співвідношення обсягів торгів на ринку цінних паперів до ВВП у 2018 році склало 19,8 %. В країнах із розвинутими ринками капіталу цей показник зазвичай складає більше 100 %.

Проаналізувавши динаміку показника обсягу зареєстрованого Комісією випуску цінних паперів, важко виділити чітку тенденцію. Спостерігається падіння показника обсягу випуску в післякризові періоди: у 2010, 2012, 2015 роках, оскільки в такі періоди спостерігається зменшення зацікавленості інвесторів в інструментах фондового ринку та кредитоспроможності підприємств, що мають потребу у залученні коштів на ринку цінних паперів. У 2018 році обсяг випуску цінних паперів досяг свого мінімуму за досліджуваний період – 60,34 млрд грн., що на 83,41 % менше ніж у попередньому році.

Оскільки аналіз фондового ринку України нас цікавить з точки зору його впливу на ФАП, то доцільним є розглянути окремо стан ринку акцій та стан ринку облігацій підприємств. Ключові показники діяльності ринку акцій наведені на рисунку 2.3.

Аналізуючи дані рисунку 2.3, можна зробити ряд висновків. По-перше, ринок акцій в Україні займає невелику питому вагу у структурі торгів на ринку цінних паперів. Максимальний обсяг питомої ваги ринку акцій спостерігався у 2009 році (44,11 %), У 2018 році питома вага ринку акцій склала лише 13,48 %.

По-друге, обсяг зареєстрованих Комісією випусків акцій в останні роки (з 2015 по 2017 роки) характеризувався суттєвим зростанням. Максимальний обсяг випуску був зареєстрований у 2017 році і склав 324,84 млрд грн. Проаналізувавши випуски цінних паперів на офіційному сайті НКЦПФР за 2017 рік [14], можна зробити висновок, що зростання обсягу випуску акцій було здебільшого забезпечено за рахунок випуску акцій ПАТ «Приватбанк» та ПАТ «Ощадбанк».

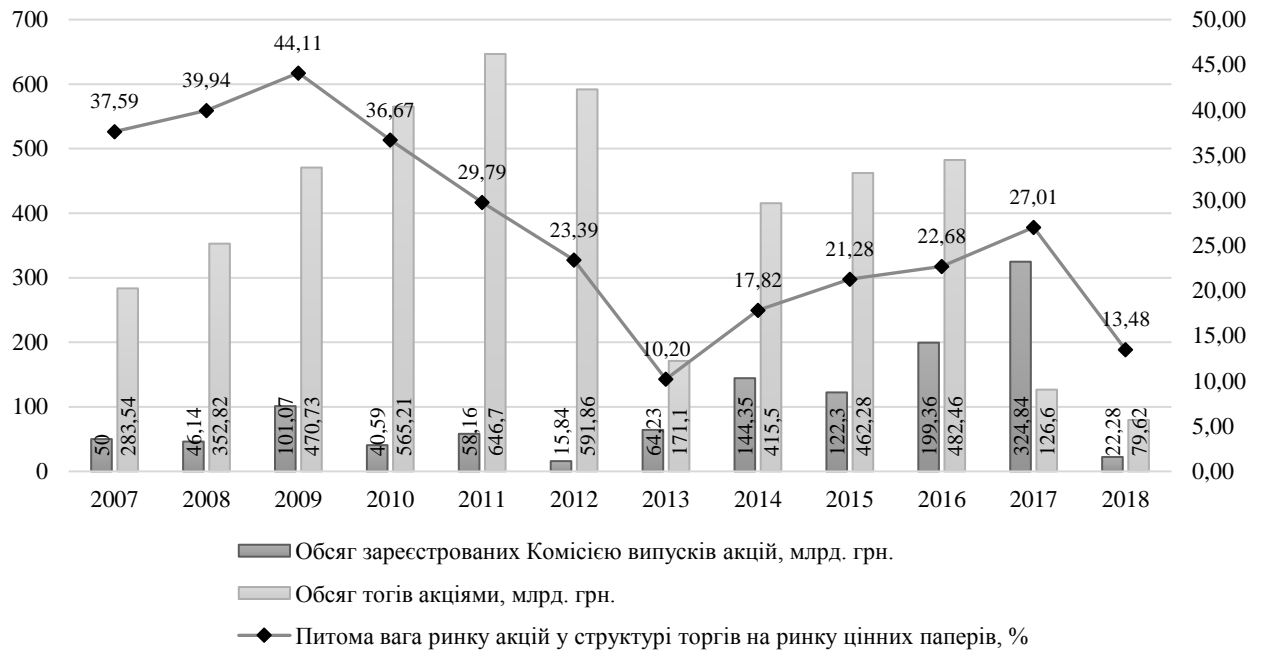


Рисунок 2.3 – Динаміка показників обсягу зареєстрованих випусків акцій та обсягу торгів акціями за 2007-2018 рр., млрд грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [120]

Крім того, у 2017 році спостерігалось зростання цін на сировинні товари на світовому ринку (на руду та сталь), що сприяло підвищенню інвестиційної привабливості українських емітентів та зростанню вартості їх акцій. Позитивно на ринок акцій вплинули також діяльність лістингових компаній, таких як «Райффайзен Банк Аваль», «Укрнафта», «Центроенерго», «МоторСіч» та інших. Зростання отримуваних ними доходів та прибутків призвело до зростання вартості акцій та обсягу операцій із акціями таких компаній. У 2018 році обсяг випуску акцій суттєво зменшився та склав лише 22,28 млрд грн., що складає лише 6,86 % від обсягу 2017 року.

У цілому, аналізуючи випуски акцій останніх років, можна зробити висновок, що найбільшими емітентами акцій є комерційні та державні банки, що змушені збільшувати обсяг власного статутного капіталу відповідно до вимог НБУ. Така ситуація свідчить не на користь ринку акцій, оскільки підприємства реального сектору економіки майже не виходять на ринок для залучення капіталу, що є індикатором «фіктивності» ринку акцій. Тобто ринок

акцій не виконує класичних функцій ринків капіталів щодо залучення та перерозподілу грошових коштів між його суб'єктами.

По-третє, обсяг торгів акціями в Україні має надзвичайно малий обсяг. Така ситуація має негативний вплив як на підприємства-емітенти (оскільки важко знайти інвестора), так і на самих інвесторів (інвестор, що хоче інвестувати на фондовому ринку України 5-10 млн дол. США просто не зможе купити акцій на таку суму). Незначний обсяг торгів на пряму пов'язаний із малою кількістю якісних емітентів, що можуть відповідати умовам лістингу українських бірж, що призводить до низької капіталізації ринку та його низької ліквідності.

Крім того, у червні 2017 року був прийнятий Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах» [98], що дозволив власникам домінуючого контрольного пакету акцій (95 % і більше) проводити процедуру squeeze-out (примусовий викуп акцій у міноритаріїв). Станом на серпень 2019 року цією процедурою скористалося 287 акціонерних товариств, серед яких Universal Bank, ПУМБ, УкрСіббанк, Credit Agricole Bank, Карлсберг Україна, ММК ім. Ілліча, Азовсталь, Фармацевтична фірма «Дарниця», Миргородський завод мінеральних вод та інші. Сума проведених операцій склала 667 млн грн. [16]. Проведення процедури squeeze-out має переваги для акціонерів-тримачів домінуючих контрольних пакетів акцій, а для ринку акцій – призводить до скорочення пропозиції акцій на ринку і, як наслідок, сприяє скороченню торгів на ньому.

Ще одним важливим фактором, що спричинив скорочення обсягу торгів акціями у 2018 році стало прийняття ще листопаді 2017 року Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів» [100]. Відповідно до даного закону перехід від приватного акціонерного товариства до публічного і навпаки не вважається реорганізацією підприємства. Полегшення процедури переходу від публічного до приватного акціонерного

товариства спонукає багатьох емітентів ставати приватними, що призводить до того, що вони йдуть з фондового ринка. До того ж, відповідно до зазначеного закону, публічними залишилися акціонерні товариства, акції яких допущені до торгів на фондовій біржі, а стати публічними можуть товариства, що здійснили публічну пропозицію акцій. Все вищезазначене суттєво скоротило пропозицію акцій на фондовому ринку і призвело до скорочення обсягу торгів на ньому.

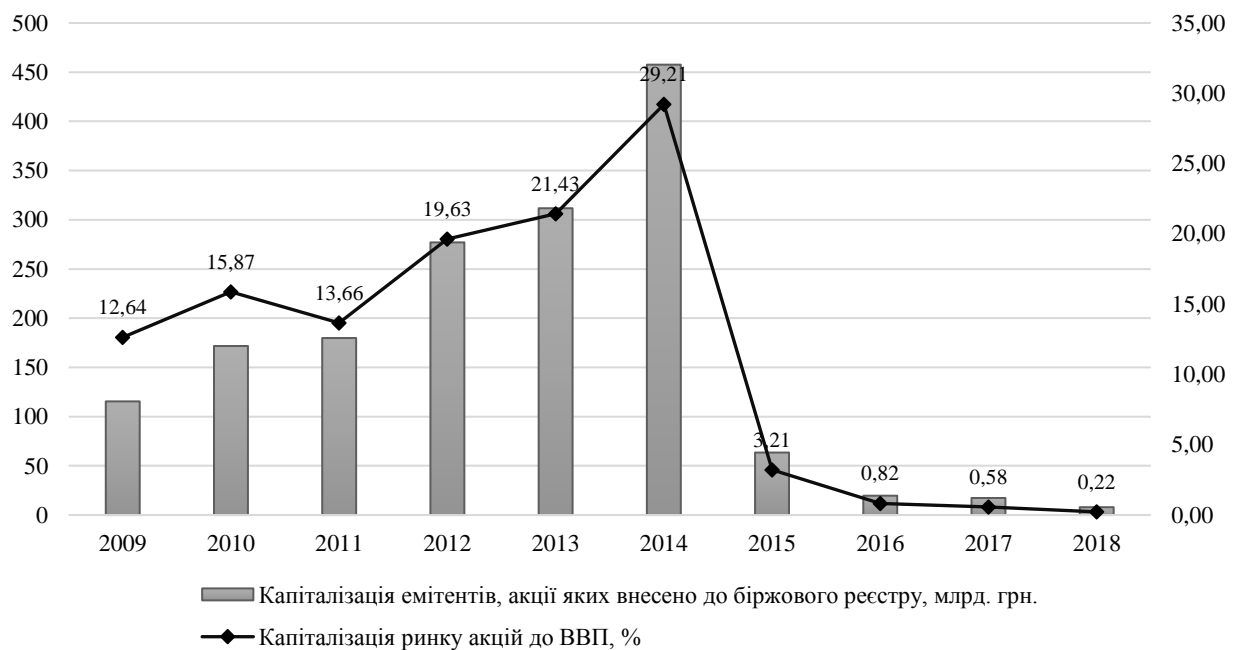


Рисунок 2.4 – Динаміка капіталізації емітентів, яких внесено до біржового реєстру (млрд грн) та капіталізації ринку акцій до ВВП (%) за 2009-2018 рр.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [120]

Дані рисунка 2.4 свідчать про катастрофічне падіння показника капіталізації емітентів, акції яких включено до біржового реєстру з 2015 року і до теперішнього часу. До 2015 року показник капіталізації навпаки характеризувався постійним ростом, особливо у 2014 році. Таке падіння суми капіталізації та рівня капіталізації пов'язано в першу чергу із прийняттям рішення НКЦПФР № 1217 від 06.08.2015 року «Про зміни до Положення про



функціонування фондових бірж» [101], відповідно до якого з 01 січня 2016 року передбачалося суттєве підвищення лістингових вимог до цінних паперів.

Нажаль, НКЦПФР не надає статистичні дані щодо сукупної капіталізації, тобто капіталізації (сумарної вартості) всіх цінних паперів, що перебувають в лістингу всіх фондових бірж України: акцій, векселів, депозитних сертифікатів, корпоративних облігацій, похідних цінних паперів, ощадних сертифікатів та інших. Саме тому, не можливо на даний час дати адекватну оцінку сукупній капіталізації фондового ринку України.

Цікавим є розглянути рейтинг 60 найбільших бірж світу по рівню їх капіталізації, наведений сайтом Masterforex-V [59]. Відповідно до даного рейтингу Українська біржа (Ukrainian Exchange, UE) зайняла 59 місце із ринковою капіталізацією станом на 01 квітня 2019 року – 3.95 млрд дол. США. Для порівняння, Московська фондова біржа посіла 22 місце із капіталізацією 636 млрд дол. США, Стамбульська фондова біржа – 31 місце (165 млрд дол. США), Варшавська фондова біржа – 32 місце (165 млрд дол. США), фондова біржа Будапешту – 48 місце (30,69 млрд дол. США), фондова біржа Бухаресту – 49 місце (21,75 млрд дол. США). В даному рейтингу враховані окремі біржі і дані по Україні представлені лише однією біржею – Українською біржею.

Розглянемо дані щодо сукупної капіталізації фондової біржі України та деяких інших країн світу, що представлені Світовим банком [173] (табл. 2.2).

Таблиця 2.2 – Капіталізація фондового ринку до ВВП України та деяких країн світу за 2007-2018 рр., %

Рік	Україна	Польща	Казахстан	Російська Федерация	Республіка Словенія	Туреччина	Світ
2007	51,57	49,32	39,46	н/д	59,98	42,11	113,80
2008	40,22	17,01	17,44	н/д	21,23	15,38	55,97
2009	14,47	34,33	24,22	62,30	24,16	35,94	84,46
2010	27,48	39,79	18,02	62,38	19,64	39,18	88,43
2011	20,17	26,14	11,7	38,19	12,33	23,67	68,45
2012	13,1	35,46	11,32	37,34	13,97	36,07	77,96
2013	н/д	39,02	11,08	33,55	14,82	20,59	89,09
2014	н/д	30,97	10,38	18,73	15,07	23,52	91,79
2015	н/д	28,85	18,92	28,84	14,00	21,97	94,96

## Продовження таблиці 2.2

Рік	Україна	Польща	Казахстан	Російська Федерація	Республіка Словенія	Туреччина	Світ
2016	н/д	29,38	29,25	48,50	11,79	19,89	97,45
2017	4,63	38,26	27,97	39,49	13,04	26,72	111,83
2018	3,38	27,40	21,70	34,76	13,40	19,47	92,98

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [120]

Відповідно до даних таблиці 2.2 ми бачимо, що Світовий банк не має даних щодо капіталізації українського фондового ринку за період з 2013 по 2016 роки. Але навіть ті дані, що наявні, свідчать про катастрофічний рівень капіталізації українського фондового ринку у 2017 та 2018 роках – це 4,63 % та 3,38 % відповідно. Дані по капіталізації інших країн світу: Польщі, Казахстану, Російської Федерації, Республіки Словенії, Туреччини є не співставними із даними України, оскільки їх фондові ринки є більш розвинутими в порівнянні з нашою країною. Показники по Світу є набагато вищими за показники наведених країн, що пов'язано із тим, що в загальному показнику капіталізації враховані дані по країнам із розвиненими фондовими ринками (США, Великобританія, Канада, Японія, Китай тощо).

Низький рівень капіталізації фондового ринку України піднімає питання: чи можна вважати, що в Україні взагалі існує фондовий ринок? А якщо ще взяти до уваги те, що близько 95 % від здійснюваних операцій на фондовому ринку України пов'язано із державними облігаціями, то можна говорити, що фондовий ринок України обслуговує здебільшого інтереси Державного бюджету України, а не є джерелом залучення коштів для розвитку бізнесу. Як зазначив голова НКЦПФР Тимур Хромаєв: «Наш фондовий ринок, як бачимо, ефективний тільки в питаннях власності – зміни прав, перерозподілу часток. Але аж ніяк не як джерело залучення коштів для розвитку бізнесу, як в розвинених країнах» [88].

Наступним етапом розглянемо ринок корпоративних облігацій України (рис. 2.5).

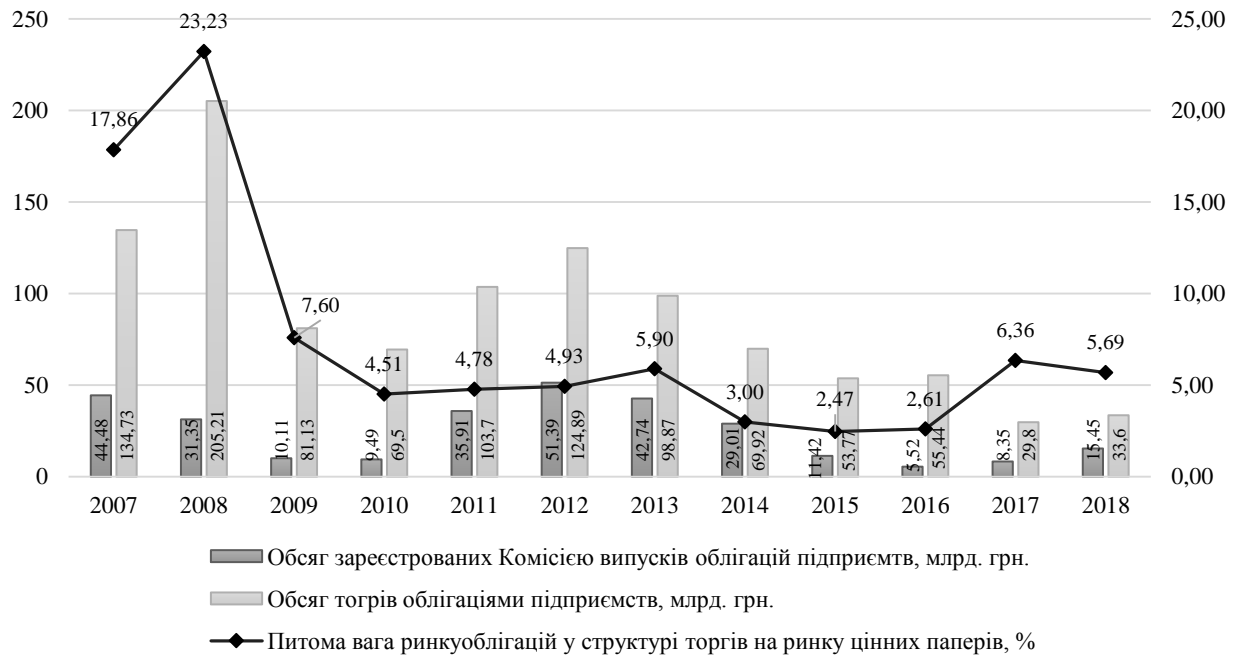


Рисунок 2.5 – Динаміка обсягу зареєстрованих випусків облігацій, обсягу торгів облігаціями підприємств та питомої ваги ринку облігацій у структурі торгів на ринку цінних паперів за 2007-2018 рр.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [120]

На основі даних рисунку 2.5, можна зробити висновок, що ринок корпоративних облігацій України є ще меншим за розмірами, ніж ринок акцій. Питома вага обсягу торгів облігаціями у загальному обсязі торгів за останні десять років (з 2009 до 2018 років) жодного разу не перевищувала 10 %, а у 2014-2016 рр. взагалі не досягла навіть 3 %. Якщо аналізувати обсяг торгів облігаціями, то можна зазначити, що ринок корпоративних облігацій майже перестав існувати після кризи 2008-2009 рр. – саме тоді спостерігалось катастрофічне падіння обсягу здійснюваних операцій на ринку, що було пов'язано, в першу чергу, з тим, що більшість боржників за облігаціями просто перестали обслуговувати власні зобов'язання.

У 2011-2012 спостерігалось незначне відновлення ринку за рахунок активності банків щодо випуску облігацій та попиту на них з боку нерезидентів. Але вже починаючи з 2013 року і до теперішнього часу

характерним є скорочення ринку корпоративних облігацій. Недовіру до корпоративних облігацій в Україні посилила ситуація із банківським сектором та виведенням великої кількості банків з ринку, в результаті чого потенційні інвестори обирали більш надійні інструменти: ОВДП та депозитні сертифікати НБУ.

Мінімальний обсяг торгів корпоративними облігаціями був зареєстрований у 2017 році – 29,8 млрд грн.. З 2018 року почалося незначне зростання на ринку та попит на корпоративні облігації дещо зріс. Проблемою ринку облігацій є те, що емітентам важко залучити кошти в потрібному обсязі на ньому (зазвичай це 0,5-4 млрд грн.), що пов'язано із невеликим обсягом самого ринку і складністю розмістити облігації на суми більші ніж 150-200 млн грн. без участі державних банків та нерезидентів. Крім того, бажаючі зробити незначну емісію облігацій (30-50 млн грн.) стикаються із проблемою низької ліквідності таких облігацій на початку обігу, що пов'язано із небажанням інвесторів вкладати кошти у маловідомі та невеликі за обсягами підприємства. Випуски облігацій розміром менше 30 млн грн. практично не є цікавими для ринку. Така ситуація обмежує коло емітентів, що можуть залучити кошти саме за допомогою випуску облігацій.

Крім того, для залучення емітентів на ринок корпоративних облігацій необхідно, щоб даний ринок міг запропонувати їм переваги в порівнянні із ринком банківського кредитування. Розглянемо, які переваги і недоліки має для емітентів залучення коштів за допомогою випуску облігацій. По-перше, перевагою ринку облігацій є те, що на ньому є можливість залучити коштів від інституційних інвесторів (страхових компаній, пенсійних фондів та інвестиційних фондів), не використовуючи при цьому банків у якості посередників. Залучення коштів без посередництва банків може сприяти зменшенню вартості залучення ресурсів, але це можливо лише в тому випадку, коли у банків з'являється конкуренція, а у емітентів та потенційних інвесторів є альтернатива банківських кредитам і депозитам.

Емітенти виходять на ринок облігацій за ресурсами в тому випадку, коли для них неможливе або не вигідне залучення коштів в банку, або коли є потреба диверсифікації джерел залучення. В Україні вартість залучення за допомогою емісії облігацій не завжди буде дешевшою банківського депозиту, що і не стимулює підприємства звертатися на ринок корпоративних облігацій. Крім того, емісія облігацій вимагає від емітента додаткових витрат ресурсів та часу на залучення коштів, тому для нього більш цікавими можуть виявитися такі способи фінансування як відстрочки платежу, кредити, факторинг, векселі, залучення в інвесторів у капітал та інші. Виходячи із вищезазначеного коло емітентів, зацікавлених в облігаціях, є незначним і це здебільшого державні компанії, роздрібні мережі та агрохолдинги [123].

До того ж, інтерес до облігацій з боку інвесторів є також не високим. Це пов'язано із рядом причин: по-перше, ринок цінних паперів на даний час представлений здебільшого ОВДП, що є більш привабливими для інвесторів з точки зору безпеки і прибутковості (поточна прибутковість ОВДП за 2018 рік складала 17 %. Саме тому, більш ризикові корпоративні облігації з рівнем доходу до 20 % річних не приваблюють інституційних та індивідуальних інвесторів. Крім того, доходи від операцій з корпоративними облігаціями для фізичних осіб обкладаються податком на доходи фізичних осіб, що призвело до відсутності в них інтересу до даного інструменту.

Підсумовуючи все вищесказане щодо стану фондового ринку України, можна зробити висновок, що фондовий ринок має дуже низький рівень розвитку, кількість інструментів, що пропонується на ринку, є обмеженою, фондовий ринок не виконує своєї базової функції щодо залучення емітентами фінансових ресурсів на ньому. Все це суттєво впливає на структуру капіталу вітчизняних підприємств, оскільки вони мають обмежені можливості щодо виходу на фондовий ринок та управління такою структурою за допомогою емісії акцій та облігацій підприємств. Неможливість адекватного використання юридичними особами 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.

Далі доцільно буде розглянути стан банківської системи України. Банківська система в Україні здійснює значний вплив на фінансову архітектуру підприємств в частині структури капіталу. Така ситуація пов'язана із тим, що саме банківський кредит виступає ключовим інструментом залучення позикових коштів, оскільки фінансова система в Україні є банкоцентричною. Банкоцентрична модель фінансової системи свідчить про те, що саме банки є тими фінансовими компаніями, які акумулюють більшу частину заощаджень населення та юридичних осіб. Крім того, фізичні та юридичні особи фактично делегують функції інвестування в економіці саме банкам, тобто банки виступають найбільшими інвесторами економіки та є ключовими гравцями на фондовому ринку.

Для підтвердження вищезазначеного розглянемо дані розвитку фінансової системи України за останні роки (рис. 2.6-2.8).

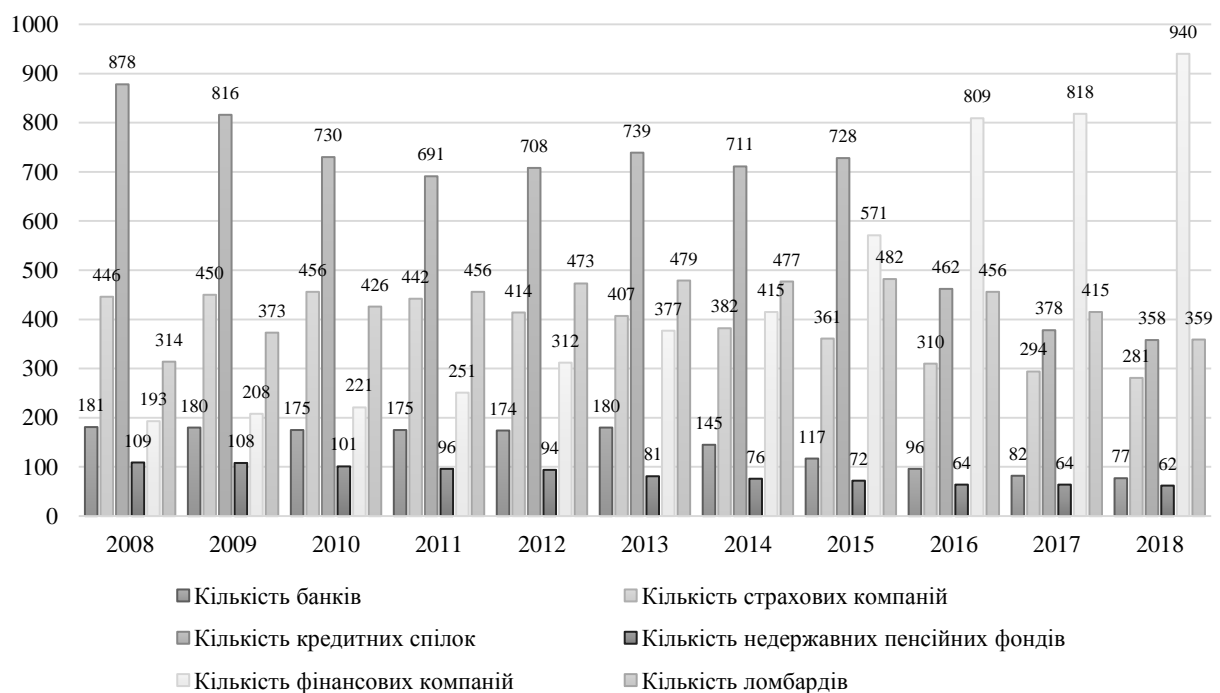


Рисунок 2.6 – Динаміка кількості компаній фінансового сектору України за 2008-2018 рр., шт.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [120]

На рисунку 2.6 наведена інформація щодо кількості компаній фінансового сектору України за 2007-2018 роки. Відповідно до даних рисунку, можна зробити висновок, що останні чотири роки переважає кількість фінансових компаній, що здійснюють надання фінансових кредитів, позик, гарантій, фінансовий лізинг, надання гарантій, факторинг, операції з обміну валют, операції з переказу грошових коштів. Їх кількість у 2018 році склала 940 компаній, що переважає їх кількість у 2008 році у 4,87 рази. На другому та третьому місцях знаходяться ломбарди та кредитні спілки відповідно. При чому, кількість як ломбардів так і кредитних спілок суттєво скорочується останні роки. Що стосується ломбардів, то їх максимальна кількість була у 2015 році – 482 компанії, а у 2015 році їх кількість скоротилася на 123 компанії і склала у 2018 лише 359. Така сама тенденція характерна і для кредитних спілок: максимальне значення їх кількості було 2008 році – 878 спілок, починаючи з 2008 року їх кількість постійно скорочується і на кінець 2018 року склала 358 компаній. Найменша кількість компаній припадає на банки та недержавні пенсійні фонди. У 2018 році кількість банків склала 77, що на 68 банків менше ніж у 2014 році (напочатку банківської кризи в Україні). Що стосується недержавних пенсійних фондів, то їх кількість у 2018 році склала 62 компанії. Кількість недержавних пенсійних фондів скорочується починаючи з 2008 року і їх скорочення склало – 47 компаній.

Виходячи із розподілу компаній фінансового сектору між їх видами, можна зробити хибний висновок щодо переважання розвитку фінансових компаній, ломбардів та кредитних спілок. Але роль компаній на фінансовому ринку характеризується не кількістю представлених компаній, а обсягом активів та капіталу, що вони мають. Розглянемо динаміку обсягу активів банків, страхових компаній, кредитних установ та фінансових компаній (рис. 2.7). Ми не враховували при розгляді дані недержавних пенсійних фондів та ломбардів, оскільки обсяг їх активів є мізерним в порівнянні із іншими видами компаній на фінансовому ринку України.

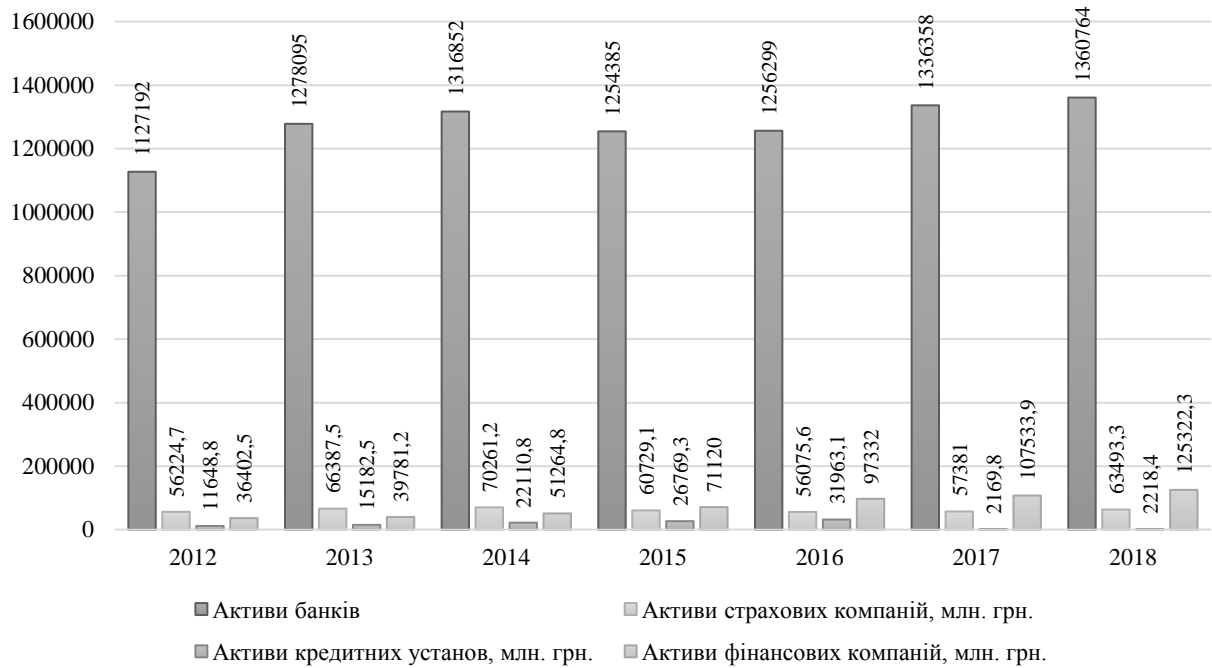


Рисунок 2.7 – Динаміка активів банків, страхових компаній, кредитних установ та фінансових компаній за 2012-2018 рр., млн грн.

Джерело: складено автором за даними НБУ та Нацкомфінпослуг

Відповідно до даних рисунку 2.7, можна зробити висновок, що абсолютним лідером за обсягом власних активів на фінансовому ринку України є саме банки, що підтверджує тезу про банкоцентричність нашої фінансової системи. Обсяг активів банків за досліджувані роки має тенденцію до зростання, лише у 2015-2016 роках даний показник дещо зменшився. Таке скорочення було пов'язано із скороченням кількості банків, що працюють на ринку. У цілому, за досліджуваний період, обсяг активів банків зріс на 20,7 % і склав у 2018 році 1360764 млн грн. Станом на 2018 рік обсяг банківських активів перевищує активи страхових компаній у 21,43 рази, активи кредитних установ – у 619,53 рази, активи фінансових компаній – у 10,86 разів.

Розглянемо динаміку обсягу капіталу банків, страхових компаній, кредитних установ та фінансових компаній (рис. 2.8).





Рисунок 2.8 – Динаміка капіталу банків, страхових компаній, кредитних установ та фінансових компаній за 2012-2018 рр., млн грн.

Джерело: складено автором за даними НБУ та Нацкомфінпослуг

Дані рисунку 2.8 свідчать про перевищення банківського капіталу над капіталами інших компаній фінансового сектору України. Суттєве зростання обсягу капіталу банків розпочалося у 2015 році, що було пов'язано із підвищенням вимог НБУ до суми статутного та регулятивного капіталів банків. У 2014 році банківський капітал переважав капітал страхових компаній у 2,64 рази, капітал кредитних установ – у 35,83 рази, капітал фінансових компаній – у 12,17 рази. У 2018 році переважання банківського капіталу стало ще більшим: у 7,33 рази над капіталом страхових компаній, у 476,44 рази над капіталом кредитних установ та у 19,51 рази над капіталом фінансових компаній.

Таке переважання активів та капіталу банків над активами та капіталами інших професійних учасників фінансового ринку дає підставу стверджувати, що саме банки є ключовими «гравцями» на фінансовому ринку України. Розглянемо джерела фінансування суб'єктів господарювання в Україні за 2007-2018 роки (рис. 2.9, табл. 2.3).

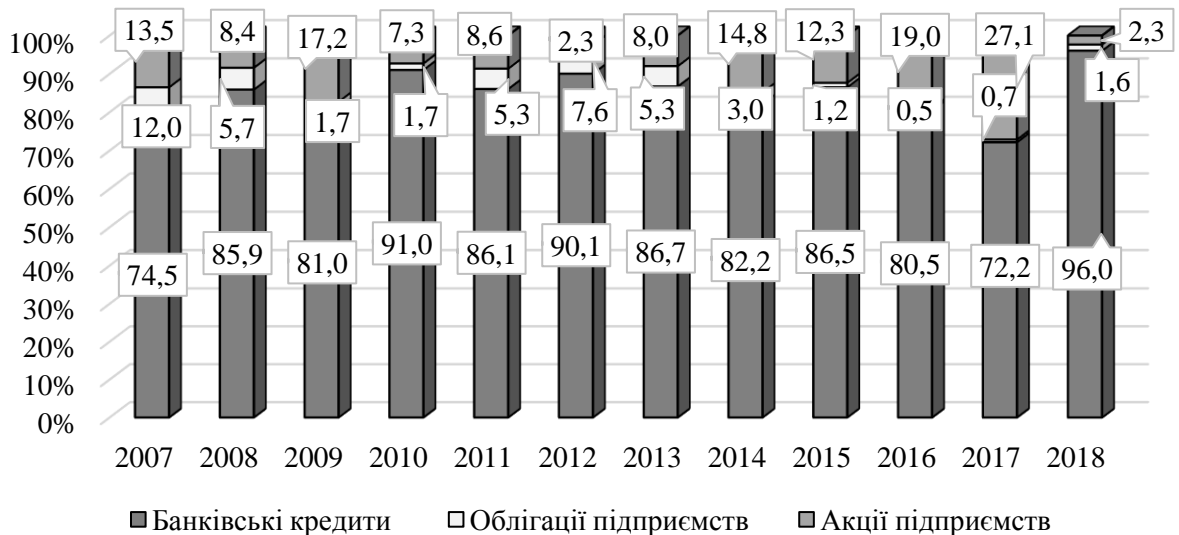


Рисунок 2.9 – Структурна динаміка ринкових джерел фінансування підприємств за 2007-2018 рр.

Джерело: складено автором за даними НБУ та НКЦПФР

Відповідно до даних рисунку 2.9 та таблиці 2.3 можна зробити висновок, що найбільшим за обсягом джерелом фінансування для суб'єктів господарювання є банківське кредитування. Обсяг наданих кредитів суб'єктам господарювання за досліджуваний період мав тенденцію до зростання, незначне скорочення кредитування спостерігалось 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 % відповідно, що спричинило зростання питомої ваги кредитів до 96,06 %. Ситуація, що склалася у 2018 році на фондовому ринку призвела до ще більшої залежності суб'єктів господарювання від банківського кредиту, оскільки більшість підприємств не мають доступу до фондового ринку через неможливість виконання підвищених вимог до емісії акцій та облігацій.

Оскільки метою дослідження даного підрозділу є дослідження стану та тенденцій банківського сектору з позиції його впливу на структуру

підприємств реального сектору економіки, то доцільним буде розглянути відсоткові ставки по кредитах у банківському секторі (рис. 2.10).



Рисунок 2.10 – Динаміка облікової ставки НБУ, офіційного курсу гривні та процентних ставок банків за наданими кредитами (в національній та іноземній валюті) за 2007-2018 рр.

Джерело: складено автором за даними НБУ

Відповідно до даних рисунку 2.10, можна зробити висновки, що середні відсоткові ставки за наданими кредитами в національній валюті є вищими за процентні ставки в іноземній валюті протягом усього досліджуваного періоду. Найбільші ставки в національній валюті були у 2008 році – 21,6 %, у 2015 – 20,8 % та у 2018 – також 20,8 %. Зростання відсоткових ставок корелює із підвищенням рівня облікової ставки НБУ. Крім того, зростання облікової ставки НБУ та кредитних відсоткових ставок співпадає із періодами економічних криз в країні та суттєвого зростання рівня інфляції. Що стосується кредитних ставок за валютними кредитами, то вони починаючи з 2008 року мають тенденцію до зниження: за період 2008-2018 років ставка

зменшилася на 5,8 % і склала у 2018 році 5,7 %. Суттєве падіння кредитних ставок у валюті співпало із суттєвим падінням курсу гривні, що призвело до скорочення попиту на валютні кредити з боку юридичних осіб, оскільки крім кредитного ризику вони наражаються ще й на валютний.

Розглянемо процентні ставки по кредитах (за новими кредитами), що надаються сектору нефінансових корпорацій, сектору загального державного управління та сектору інших фінансових корпорацій (крім банків) за 2007-2018 роки (рис. 2.11).

Відповідно до даних рисунку 2.11 можна зробити висновок, що кредитні відсоткові ставки для юридичних осіб є меншими ніж зазначені на рисунку 2.10 середні дані. Максимальне значення кредитної ставки для юридичних осіб в національній валюті спостерігалось у 2015 році (21,8 %). У 2016-2017 роках відсоткові ставки суттєво зменшилися – до 16,4 % річних, а у 2018 році на тлі зростання облікової ставки НБУ кредитна відсоткова ставка зросла – до 19,1 %. Кредитні відсоткові ставки у валюті за весь період досліджень є значно меншими за ставки у національній валюті і, до того ж, мають тенденцію до зростання. Якщо у 2007 році кредитна ставка у валюті складала 11,3 % річних, то у 2018 вона становила 5,9 %.

Розглянувши відсоткові ставки для різних секторів економіки, можна зробити висновок, що найдешевші кредити надаються сектору нефінансових корпорацій, тобто реальному сектору економіки. Якщо середня ставка для юридичних осіб у 2018 році склала 19,1 %, то для підприємств реального сектору економіки вона складала лише 16,1 % річних. Така сама тенденція спостерігається за увесь досліджуваний період.



Рисунок 2.11 – Динаміка обсягу кредитування юридичних осіб, обсягу кредитування підприємств сектору нефінансових корпорацій, відсоткових ставок в національній та іноземній валюті та відсоткових ставок за секторами економіки за 2007-2018 роки

Джерело: складено автором за даними НБУ

Найбільш дорогі кредити отримують юридичні особи-представники сектору інших фінансових корпорацій, оскільки їх діяльність є найбільш ризикованою. Відсоткова ставка для зазначеного сектору у 2018 році

становила 19,9 %, що на 0,8 % вище за середній рівень. Хоча за досліджуваний період в деякі роки найдорожчі кредити були для сектору загального державного управління: 2008 рік – 21,6 % (на 3,6 % вище ніж для сектору інших фінансових корпорацій), 2009 рік – 20,8 % (на 0,3 % вище), 2011 рік – 15,6 % (на 0,3 % вище), 2013 рік – 14,4 % (на 0,7 % вище), 2014 рік – 15,4 % (на 1,3 % вище) та 2016 рік – 24,6 % (на 5,9 % вище). Розглянувши кредитні ставки за новими кредитами, доцільно буде розглянути процентні ставки за непогашеними кредитами нефінансових корпорацій за строками погашення (рис. 2.12).

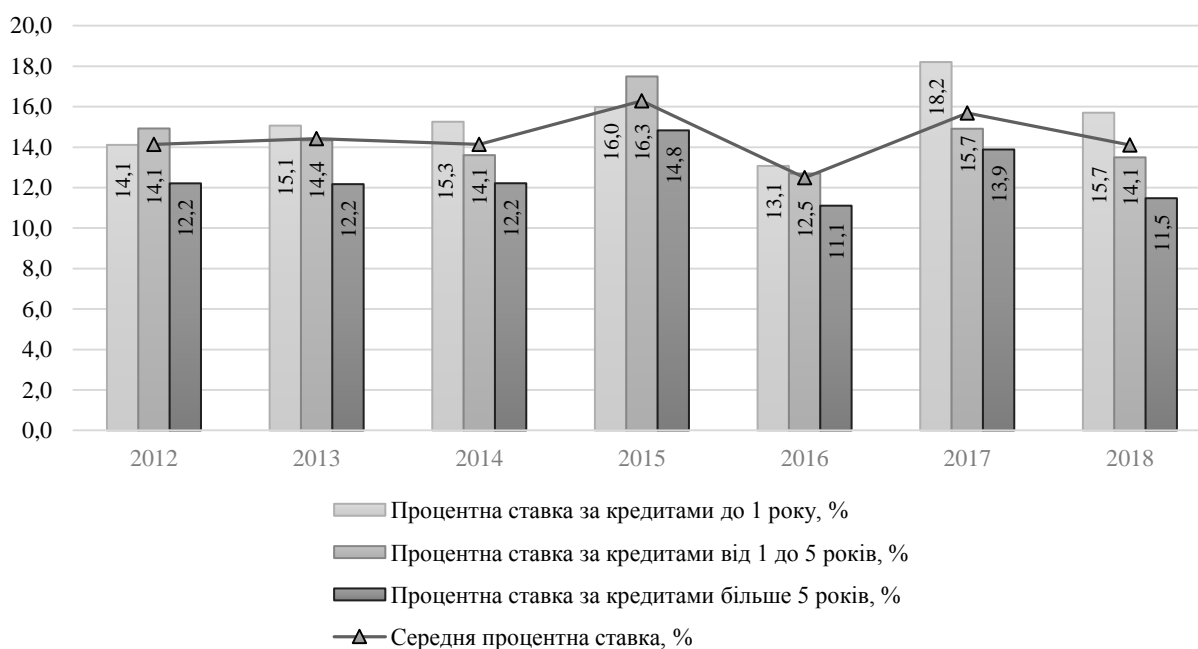


Рисунок 2.12 – Динаміка процентних ставок за непогашеними кредитами нефінансових корпорацій за строками погашення за 2007-2018 рр., %  
Джерело: складено автором за даними НБУ та Нацкомфінпослуг

Виходячи із даних рисунку 2.12, найдорожчими для юридичних осіб – представників сектору нефінансових корпорацій є короткострокові кредити – на термін до одного року. Ставка за такими кредитами є максимальною у 2013, 2014, 2017 та 2018 роках. Відповідно найдешевші кредити суб'єкти економіки мають терміном більше 5 років. Наприклад, у 2018 році кредитна ставка за

короткостроковими кредитами склала 15,7 % річних, за середньостроковими – 14,1 % (на 1,6 % менше за ставки по короткостроковим кредитам), а за довгостроковими – 11,5 % (на 4,2 % менше).

Отже, враховуючи проведений аналіз стану фінансового сектору країни (в розрізі його банківського та фондового секторів), можна зробити висновок, що українські підприємства не мають широких можливостей до залучення фінансових ресурсів для модернізації виробництва та фінансування поповнення оборотних активів. Це пов'язано, по-перше, із нерозвинутим фондовим ринком України та неможливістю більшості підприємств реального сектору відповідати новим вимогам щодо емісії власних цінних паперів та обмеженою кількістю інвесторів, що можуть бути зацікавлені в купівлі таких цінних паперів. По-друге, вартість кредитування українських підприємств є значною, що обмежує їх можливості до кредитування. Проте, останні роки спостерігається позитивна динаміка щодо кредитної ставки відсотка, що буде стимулювати підприємства реального сектору економіки збільшувати обсяги отриманих кредитів.

## 2.2 Аналіз фінансового стану підприємств реального сектору економіки

У попередньому розділі був здійснений аналіз фінансового сектору України в розрізі його банківського та фондового ринків, оскільки саме вони здійснюють суттєвий вплив на фінансову структуру підприємств матеріального виробництва. Наступним етапом необхідно розглянути стан сфери матеріального виробництва в Україні, особливо ті аспекти, що прямо чи опосередковано здійснюють вплив на фінансову архітектуру підприємств. Для проведення дослідження нами були обрані 22 підприємства сфери матеріального виробництва, що входять до рейтингу Топ-200 найбільших компаній України 2017 року [15]: ПАТ «Мотор Січ», ПАТ «Дніпроазот», Прат

«Азовсталь», ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча», ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг», ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат», ПАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат», ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат», ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат», ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат», ПрАТ «Суша балка», ПрАТ «Монделіс Україна», ПАТ «Укртелеком», ПрАТ «Київстар», ПрАТ «МТС Україна», ПАТ «Фармак», ПАТ «Центренерго», ПАТ «Запоріжжяобленерго», ПрАТ «Львівобленерго», ПАТ «Полтаваобленерго», АК «Харківобленерго» та ПрАТ «Київобленерго».

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). Саме тому, у подальшому дослідженні саме цим галузям ми будемо приділяти більшу увагу. Крім того, ці галузі є найбільш значущими для економіки України, оскільки підприємства саме цих галузей представлені в лістингу на фондових біржах України, а також є лідерами вітчизняної економіки. На рисунку 2.13 представлені дані щодо питомої ваги активів окремих видів економічної діяльності у загальних активах економіки України. Відповідно до даних рисунку 2.13, можна зробити висновок, що найбільш значущими видами економічної діяльності за обсягом наявних активів в економіці країни є: промисловість (44,56 %), оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів (19,64 %) та транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність (13,73 %). На будівництво припадає лише 2,26 % загальних активів в економіці, а на фінансову та страхову діяльність – 2,21 %.



Промисловість, 44,56	Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотрансп... засобів і мотоциклів, 19,64	Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність, 13,73	Діяльність у сфері адмініст... та допоміж... обслугов... 9,70
		Інші галузі, 4,11	Б... 2,26
		Про... ндук... та техн... діял... 2,21	Фінансова та страхова діяльність... Операції з І... нерухомими майном... Т...

Рисунок 2.13 – Питома вага активів окремих видів економічної діяльності у загальних активах економіки України станом на 01.01.2019 року, % [94]

Розглянемо найбільші галузі за обсягом реалізованої продукції (рис. 2.14). За обсягом реалізованої продукції на першому місці знаходиться оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів – на дану галузь припадає майже 40 % від усього обсягу реалізації товарів та послуг. На промисловість, не дивлячись на те, що вона є лідером за обсягом активів, – припадає лише 33,81 %. Такі галузі як будівництво, фінансова та страхова діяльність і інформація та телекомунікації формують не більше 3 % обсягу реалізації продукції кожна – 2,79 %, 2,63 % та 2,56 % відповідно.

Відповідно до даних рисунку 2.15 ми бачимо загальну ситуацію по отриманому чистому прибутку (збитку) в економіці країни по роках. Зазначені дані свідчать, що у 2013-2015 рр. підприємства України в цілому мали збиток, що здебільшого пов'язано із політичною кризою, воєнним конфліктом на Сході, і, як наслідок, економічною та банківською кризою.

Розглянемо, які галузі є найбільш прибутковими в Україні (2.15-2.17).

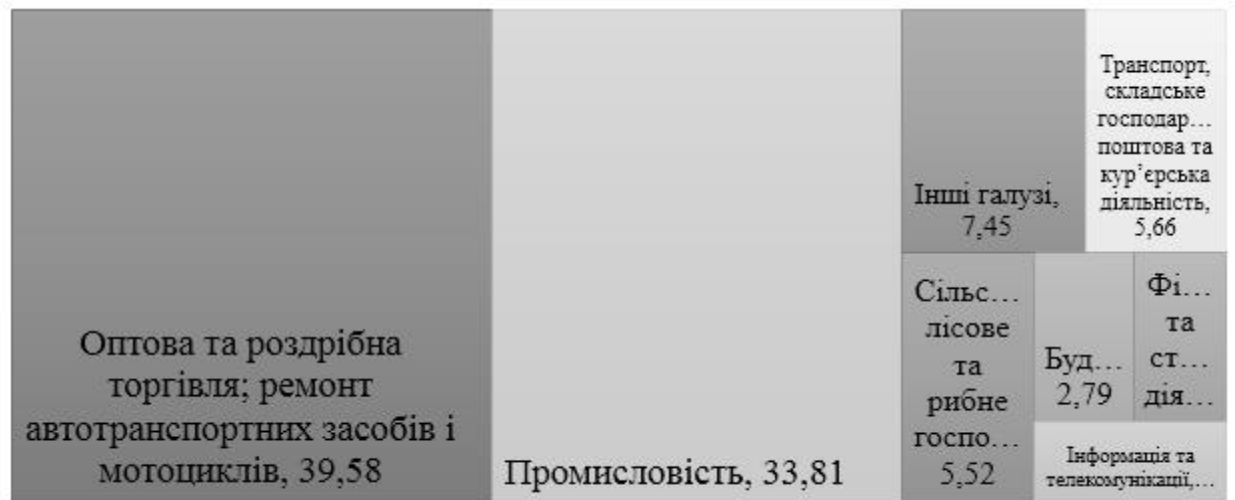


Рисунок 2.14 – Питома вага обсягу реалізованої продукції окремих видів економічної діяльності у загальному обсязі реалізованої продукції в цілому по економіці України станом на 01.01.2018 року, %

Джерело: складено автором за даними Держстату України

До того ж, оскільки Україна є більше імпорт-орієнтованою країною, то суттєве падіння курсу національної валюти спричинило суттєве зростання цін, інфляції та призвело до зниження платоспроможного попиту в країні, що в кінцевому підсумку вплинуло на досягнення підприємствами товарів та послуг та обсяг отриманого ними прибутку.

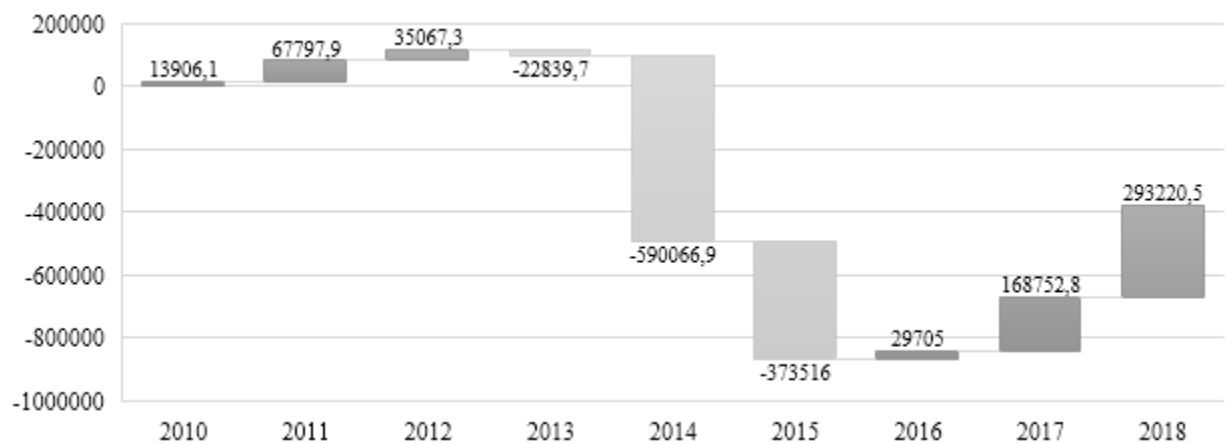


Рисунок 2.15 – Каскадна діаграма відхилень значень чистого прибутку (збитку) підприємств в цілому по економіці України по роках, млн грн.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Останні три роки (2016-2018 рр.) ми спостерігаємо зростання обсягу отриманого підприємствами чистого прибутку. У 2018 році обсяг отриманого чистого прибутку склав 293220,5 млн грн., що значно переважає показники 2011 року.

Якщо ж розглядати обсяг отриманого чистого прибутку по видах економічної діяльності (рис. 2.16), то можна зробити висновок, що в середньому за 2010-2018 рр. збитковими були дві галузі: виробництво коксу та продуктів нафто-перероблення; металургійне виробництво, виробництво готових металевих виробів, крім машин та устаткування. Найбільш прибутковими галузями стали: добувна промисловість та розроблення кар'єрів; промисловість; фінансова та страхова діяльність; машинобудування; виробництво харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів; інформація та телекомунікації.

Рентабельність деяких видів економічної діяльності представлена на рисунку 2.17.

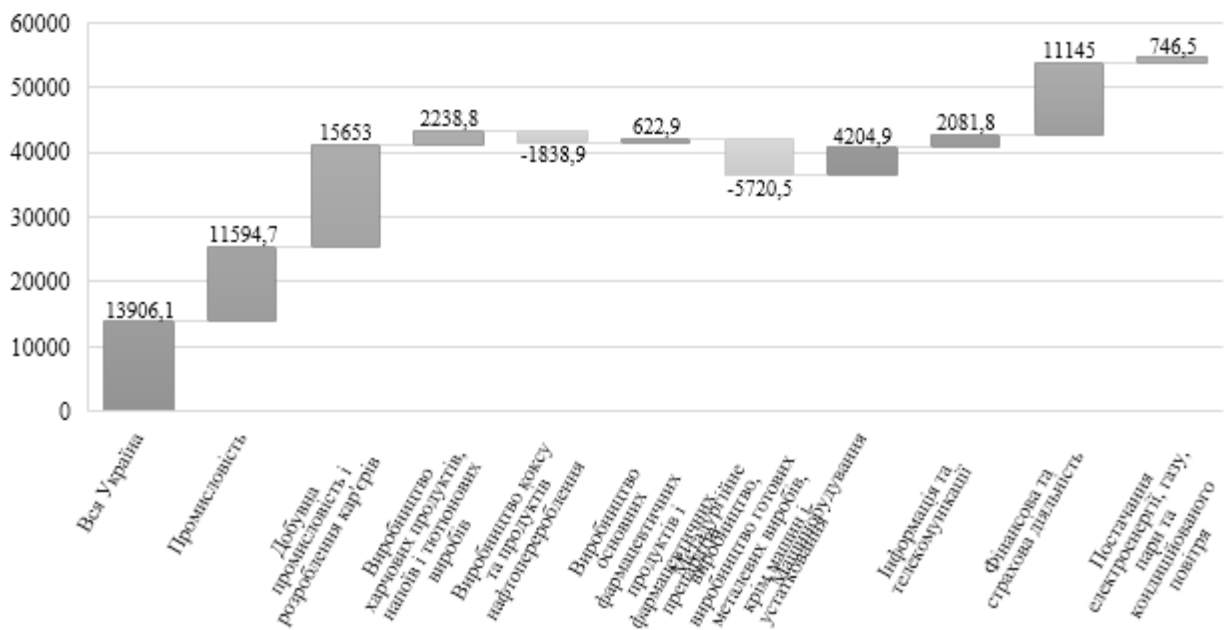


Рисунок 2.16 – Каскадна діаграма відхилень значень чистого прибутку (збитку) підприємств за видами економічної діяльності за період 2010-2018 рр., млн грн.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Виходячи з даних рисунку 2.17, можна зробити висновок, що найбільшою рентабельністю у 2016 році характеризувалися: сільське, лісове та рибне господарство (більше 30 %), оптова та роздрібна торгівля (15 %), інформація та телекомунікації (8 %), освіта (6 %) та охорона здоров'я та надання соціальної допомоги (менше 5 %). Найбільшим збитком характеризувалася галузь фінансової та страхової діяльності – мінус 5 %.

У 2018 році ситуація змінилася кардинально та найбільш прибутковою галуззю стала фінансова та страхова діяльність – із рентабельністю 14 %. Також лідерами за рентабельністю стали: сільське, лісове та рибне господарство (13 %), оптова та роздрібна торгівля (12 %), інформація та телекомунікація (8%) та тимчасове розміщення й організація харчування (6 %).

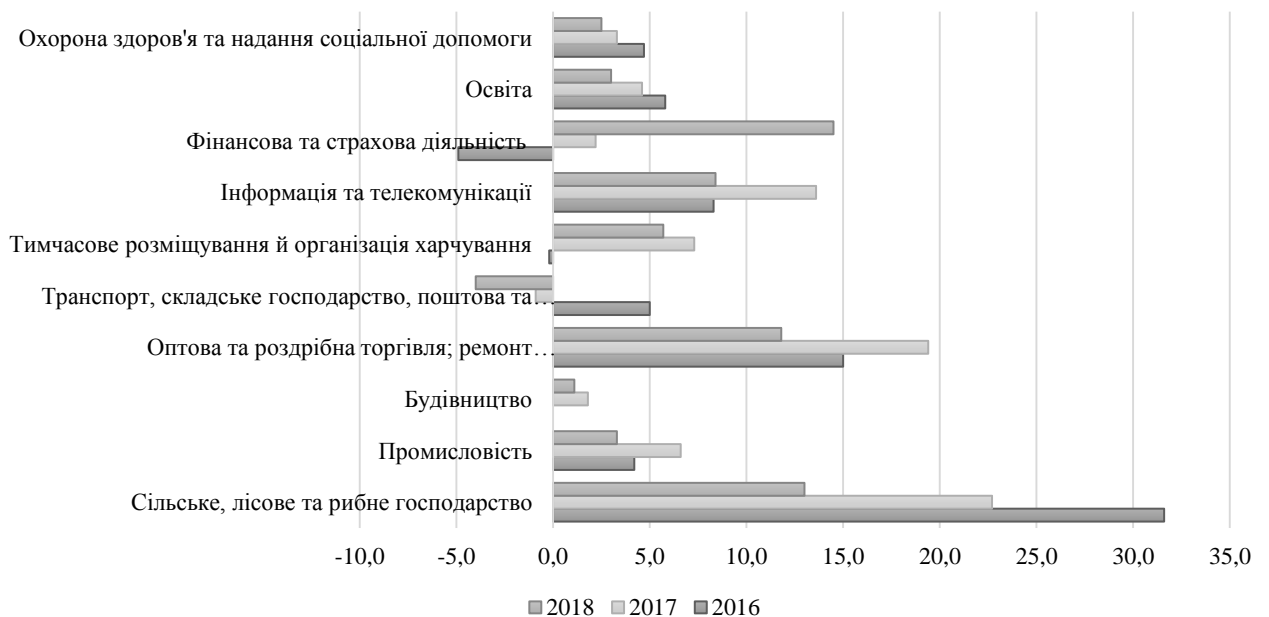


Рисунок 2.17 – Динаміка рентабельності діяльності підприємств за видами економічної діяльності за 2016-2018 рр., %

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Розглянемо обсяг власного капіталу деяких видів економічної діяльності (рис. 2.18).

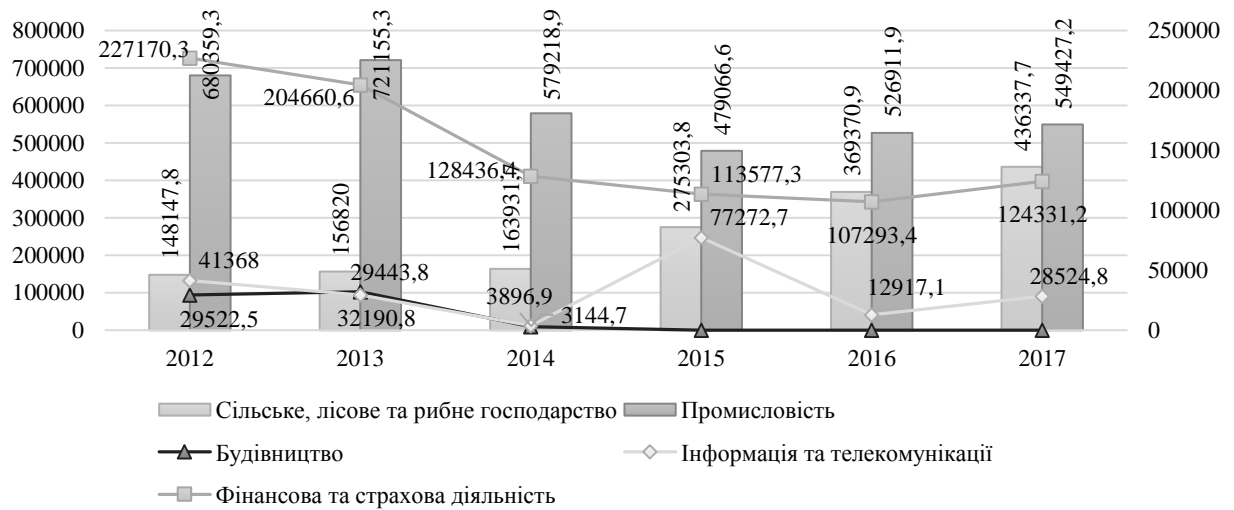


Рисунок 2.18 – Динаміка обсягу власного капіталу деяких видів економічної діяльності за 2012-2017 рр., млн грн.

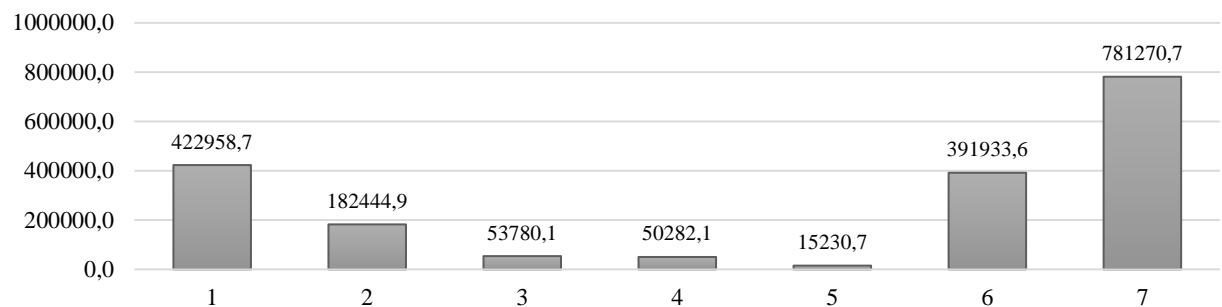
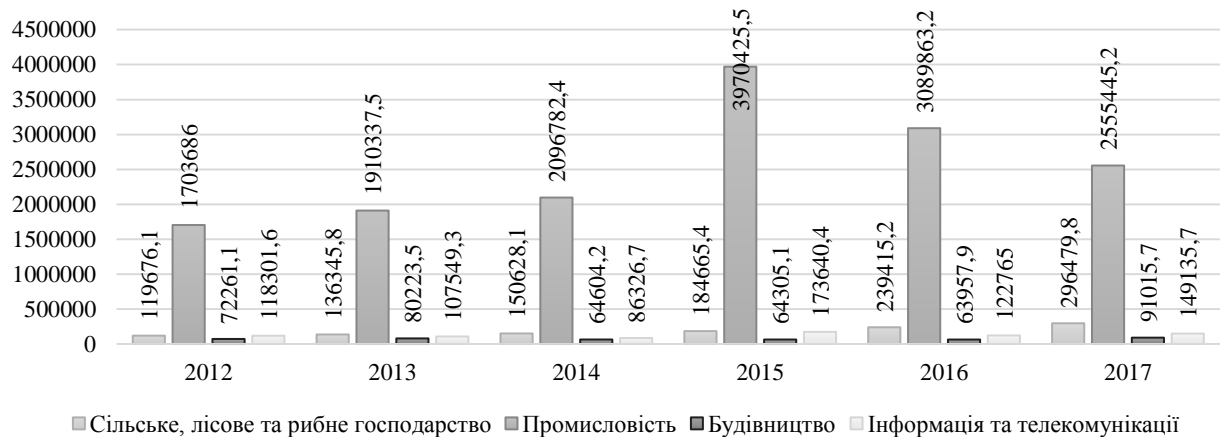
Джерело: складено автором за даними Держстату України

На вказаному рисунку ми бачимо, що беззаперечним лідером за обсягом власного капіталу є промисловість, хоча починаючи з 2014 року відбулося певне скорочення обсягу власного капіталу по галузі. На другому місці за обсягом власного капіталу знаходиться сільське, лісове та рибне господарство. Найменше значення власного капіталу є характерним для галузі будівництва, яке починаючи з 2015 року має від’ємний власний капітал.

Отже, можна зробити висновок, що промисловість є лідером за обсягом активів та власного капіталу в Україні, знаходиться на другому місці за обсягом виручки від реалізації, та є стабільно прибутковою та рентабельною галуззю економіки. Саме це і пояснює, чому 18 із 22 обраних нами підприємств для дослідження відносяться саме до промисловості.

Оскільки у попередньому підрозділі ми розглядали вплив банківського та фондового секторів на структуру капіталу вітчизняних підприємств (акції, облігації, кредити), то зараз доцільним буде зосередити увагу на тому, куди ці залучені кошти такими підприємствами використовуються – структуру їх активів, а особливо необоротних активів, капітальних інвестицій та довгострокових фінансових інвестицій.

У зв'язку із тим, що 18 із 22 обраних для дослідження підприємств відносяться до промисловості, то для таких підприємств дуже важливими показниками є первісний обсяг основних засобів, сума зносу та коефіцієнт зносу (рис. 2.19-2.21).



1 – Добувна промисловість; 2 – Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів; 3 – Виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення; 4 – Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції; 5 – Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів; 6 – Металургійне виробництво; 7 – Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря

Рисунок 2.19 – Динаміка первісного обсягу основних засобів деяких видів економічної діяльності за 2012-2017 рр. та первісний обсяг основних засобів деяких підгалузей промисловості за 2017 рік, млн грн.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

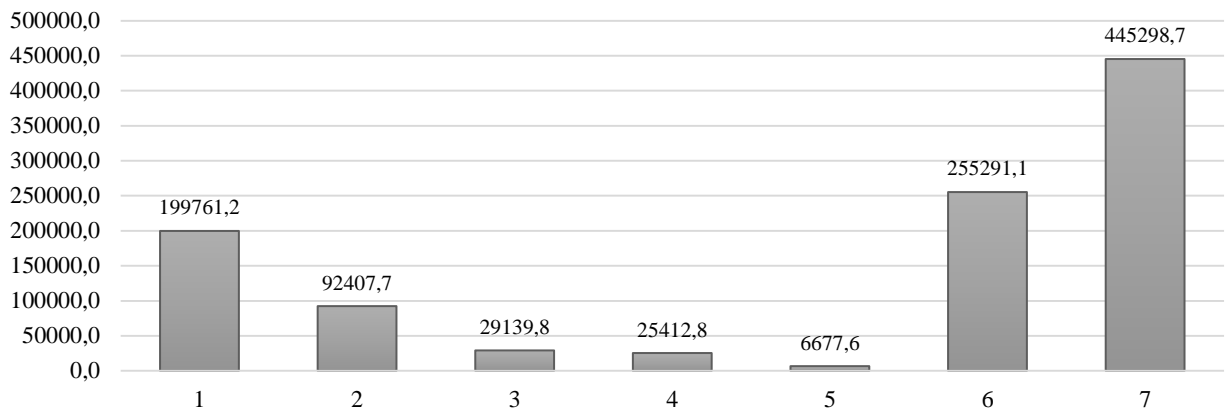
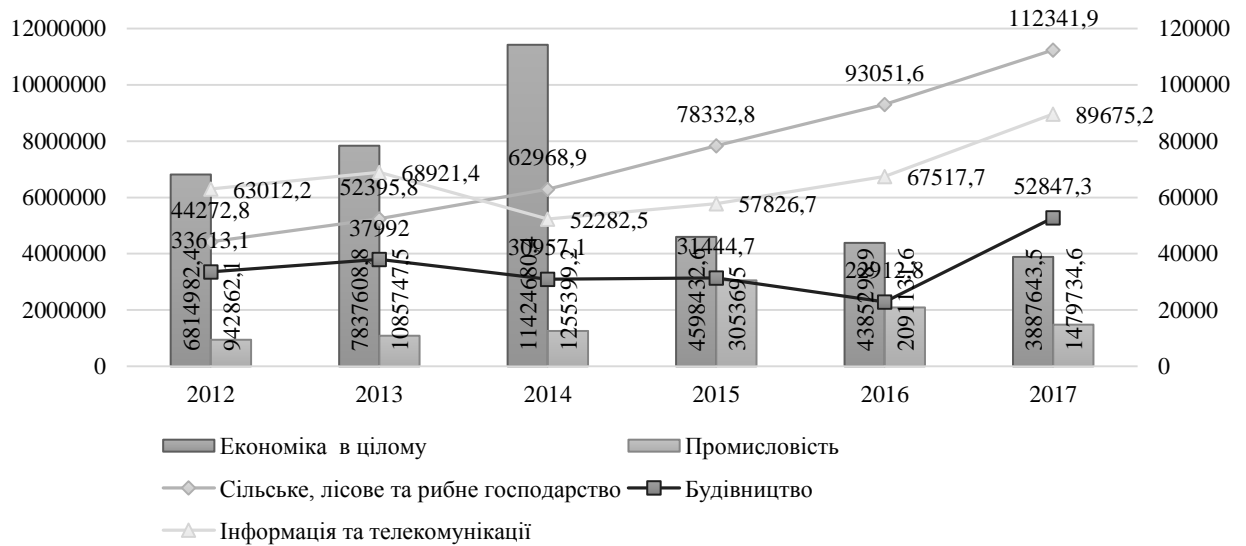
Відповідно до даних рисунку 2.19, найбільший обсяг первісної вартості основних засобів є характерним саме для промисловості. Суттєве зростання первісної вартості основних засобів відбулося у 2015 році – до 3970425,5 млн грн. До 2017 року відбулося зменшення первісної вартості на 35,64 % – до 2555445,2 млн грн.

Серед підгалузей промисловості у 2017 році найбільшим обсягом первісної вартості характеризуються такі підгалузі як постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря, добувна промисловість та металургійне виробництво. Натомість найменшим – виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів та виробництво хімічних речовин і хімічної продукції.

Для сільського господарства, будівництва і інформації та телекомунікації за період 2012-2017 рр. характерним було зростання первісного обсягу основних засобів на 147,74 %, на 25,95 % та на 26,06 % відповідно. Зазначена тенденція є позитивною з точки зору оновлення основних засобів для зазначених галузей і, як наслідок, розширення ними виробництва та покращення якості продукції, що виробляється ними.

Поряд із показником первісної вартості основних засобів особливої важливості для аналізу, що проводиться, набуває показник зносу (рис. 2.20). Відповідно до даних рисунку 2.20 показник зносу в цілому по економіці України був максимальним у 2014 році. З 2015 по 2017 рік спостерігалось зменшення показнику зносу на 7537036,9 млн грн. або на 65,97 %, що пов'язано із зростанням первісної вартості та оновленням основних засобів по деяким галузям промисловості. Що стосується промисловості України, то за період 2012-2017 рр. обсяг показнику зносу зріс на 56,94 %, що поряд із зменшенням обсягу первісної вартості основних засобів є негативним явищем, оскільки свідчить про зменшення обсягу та погіршення якості матеріальної бази промислових підприємств.

Серед підгалузей промисловості у 2017 році найбільший обсяг зносу був характерних саме для тих підгалузей, що мали найбільший обсяг первісної вартості основних засобів: постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря, добувна промисловість та металургійне виробництво.



1 – Добувна промисловість; 2 – Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів; 3 – Виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення; 4 – Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції; 5 – Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів; 6 – Металургійне виробництво; 7 – Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря

Рисунок 2.20 – Динаміка показника зносу по деяким видам економічної діяльності за період 2012-2017 рр. та зносу по деяким підгалузям промисловості за 2017 рік, млн грн.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

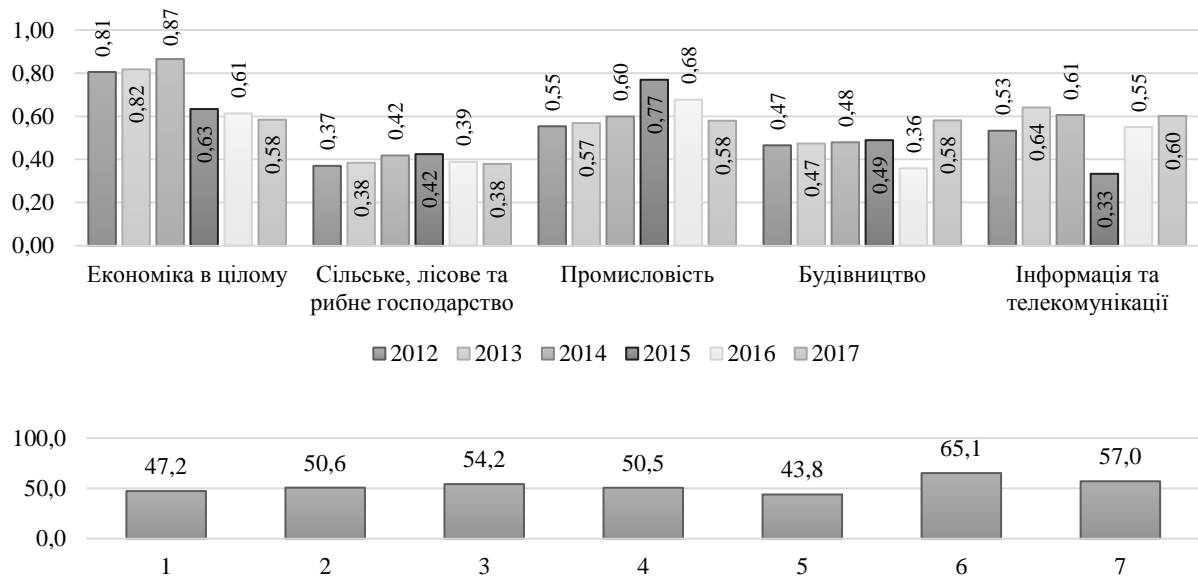
Найменший також спостерігався у виробництві основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів та виробництві хімічних речовин і хімічної продукції.

Для сільського господарства, будівництва і інформації та телекомунікації за період 2012-2017 рр. характерним було, поряд із зростанням первісного обсягу основних засобів, зростання показника зносу – на 153,75 %, на 57,22 % та на 42,31 % відповідно. Порівнюючи ці значення із



значеннями зростання обсягу первісної вартості основних засобів за зазначеними галузями, можна зробити висновок, що основні засоби зношуються швидшими темпами ніж оновлюються, що є також негативним для підприємств зазначених видів економічної діяльності.

Розглянемо коефіцієнт зносу за обраними галузями, оскільки він є відносним показником і дозволяє виявити чіткі тенденції щодо стану основних засобів підприємств (рис. 2.21).



1 – Добувна промисловість; 2 – Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів; 3 – Виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення; 4 – Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції; 5 – Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів; 6 – Металургійне виробництво; 7 – Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря

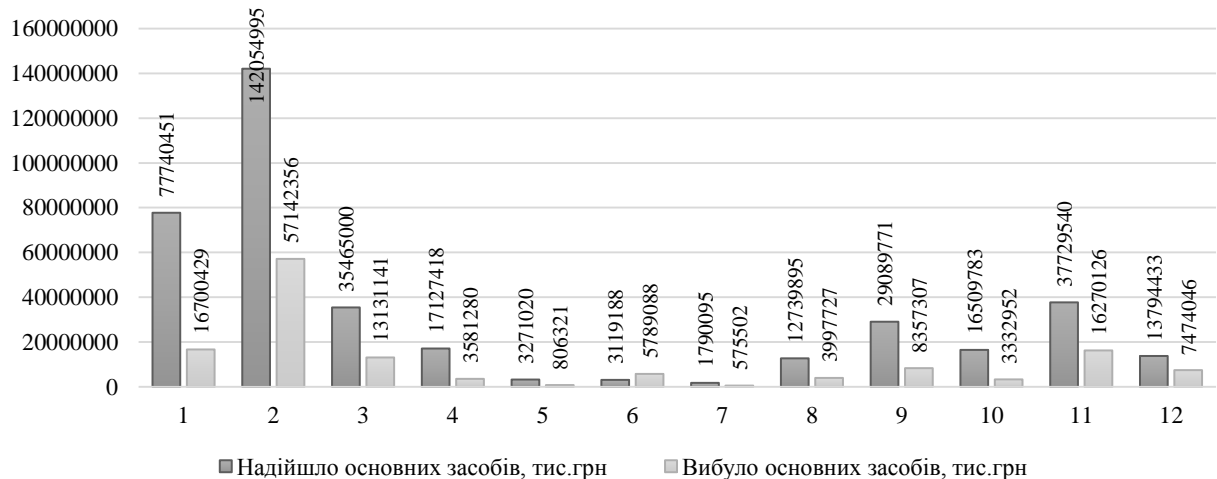
Рисунок 2.21 – Динаміка коефіцієнту зносу по деяким видам економічної діяльності за період 2012-2017 рр. та коефіцієнт зносу за деякими підгалузями промисловості за 2017 рік, %

Джерело: складено автором за даними Держстату України

На основі даних рисунку 2.21, можна зробити висновок, що за досліджуваний період в цілому по економіці України спостерігається позитивна тенденція щодо коефіцієнту зносу – відбулося зменшення показника на 0,23 і у 2017 році він склав 0,58. Щодо всіх досліджуваних нами галузей, то для них характерним є зростання показника зносу: для сільського

господарства – на 0,01, для промисловості – на 0,03, для будівництва – на 0,11 та для інформації та телекомунікації – на 0,07.

Серед підгалузей промисловості України найбільше значення коефіцієнту зносу має металургійне виробництво (65,1 %), постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (57 %) та виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення (54,2 %).



1 – Сільське господарство; 2 – Промисловість; 3 – Добувна промисловість; 4 – Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів; 5 – Виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення; 6 – Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції; 7 – Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів; 8 – Металургійне виробництво; 9 – Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря; 10 – Будівництво; 11 – Оптова та роздрібна торгівля; 12 – Інформація та телекомунікації

Рисунок 2.22 – Обсяг надходження та вибуття основних засобів по деяким видам економічної діяльності за 2017 рік

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Розглянемо обсяг надходження та вибуття основних засобів по деяким видам економічної діяльності та підгалузям за 2017 рік (рис. 2.22). Найбільші надходження основних засобів спостерігалося у наступних галузях та підгалузях: промисловість, сільське господарство, оптова та роздрібна торгівля, добувна промисловість, постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря та виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів. Причому по цим галузям та підгалузям за 2017 рік надходження переважають вибуття основних засобів.

Найбільше вибуло основних засобів у таких галузях та підгалузях: промисловість, сільське господарство, оптова та роздрібна торгівля, добувна промисловість та постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря. Переважання вибуття над надходженням спостерігалось лише у виробництві хімічних речовин і хімічної продукції.

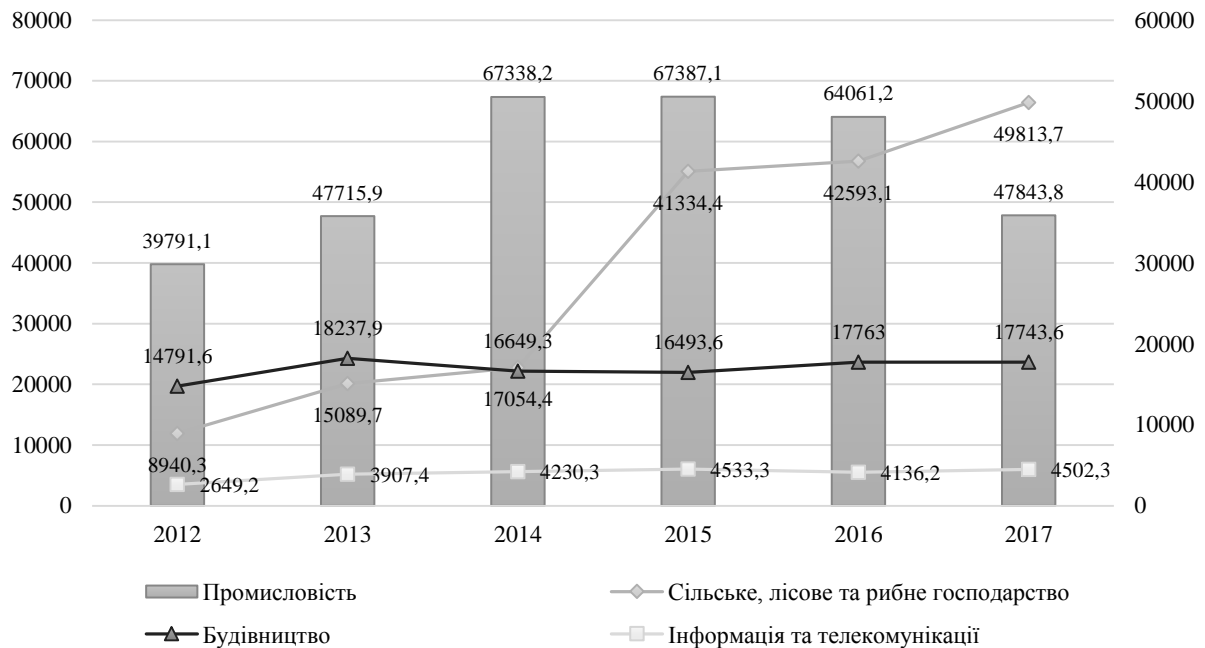


Рисунок 2.23 – Динаміка обсягу довгострокових фінансових інвестицій в деякі види економічної діяльності за період 2012-2017 рр., млн грн.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Наступним етапом необхідним є розглянути обсяг та структуру джерел, що фінансують оновлення оборотних та необоротних активів на підприємствах, що характеризуються обсягом освоєних та незавершених капітальних інвестицій (рис. 2.23-2.26 та табл. 2.3).

Розглянемо обсяг капітальних інвестицій в економіку України та окремих її галузей. Відповідно до даних Державної служби статистики [28] у 2018 році в економіку України було залучено 526,3 млрд грн капітальних інвестицій, що на 27,5 % більше, ніж у 2017 році [60].

Найбільшу частку цієї суми (71,3 %) становили власні кошти підприємств і організацій; на державний та місцеві бюджети припадає 12,7 % від загальної кількості капітальних інвестицій у 2018 році, на банківські кредити та інші позики – 6,7 %, кошти населення на будівництво житла становили 6,4 % від загальної суми капітальних інвестицій у минулому році, кошти іноземних інвесторів – 0,3 %. На інші джерела припадає 2,6 % капітальних інвестицій. В машини, обладнання та інвентар було інвестовано близько 174,2 млрд грн, в інженерні споруди – 102,2 млрд грн, у нежитлові будівлі – 77,4 млрд грн (у житлові – 53,2 млрд грн), у транспортні засоби – 63,8 млрд грн.

Лідером з залучення капітальних інвестицій серед галузей української економіки була промисловість, до якої в минулому році надійшло 179,7 млрд грн. На другому місці – сільське господарство (64,9 млрд грн капітальних інвестицій), на третьому – будівництво (51,9 млрд грн).

Розглянемо обсяг освоєних та незавершених капітальних інвестицій по галузях економіки (рис. 2.23-2.24). Згідно із Наказом Державного комітету статистики України № 444 від 15.12.2003 р., капітальні інвестиції включають інвестиції в основний капітал (основні засоби), в інші необоротні матеріальні активи; витрати, пов'язані з поліпшенням об'єкта, що призводить до збільшення майбутніх економічних вигод, первинно очікуваних від використання об'єкта, і на суму яких збільшується первісна вартість основних засобів (капітальний ремонт будівель, споруд, машин та обладнання); інвестиції у необоротні нематеріальні активи, а також витрати на формування основного стада [103].

Відповідно до Наказу Міністерства фінансів України «Про затвердження національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку в державному секторі» від 01.11.2010 р., незавершені капітальні інвестиції – капітальні інвестиції у будівництво, виготовлення, реконструкцію, модернізацію, придбання об'єктів необоротних матеріальних активів, введення яких в експлуатацію на дату балансу не відбулося, а також авансові

платежі для фінансування будівництва. Тобто обсяг капітальних інвестицій характеризує загальний обсяг вкладень підприємства у оновлення власних основних засобів [102].

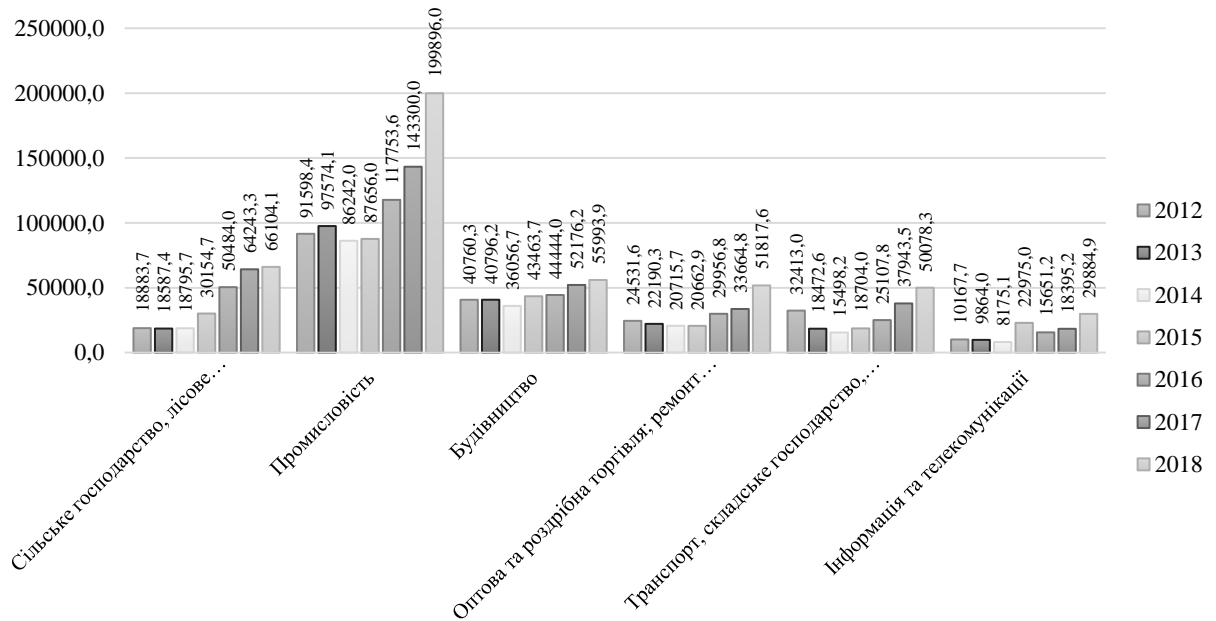


Рисунок 2.24 – Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності за 2012-2018 роки, млн грн.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

На основі даних рисунку 2.24 можна зробити висновки, що найбільший обсяг освоєних капітальних інвестицій припадає на промисловість, особливо на переробну та добувну. За 2012-2018 рр. обсяг капітальних інвестицій, що був освоєний у промисловості зріс на 108297,6 млн грн. або на 118,23 %. Суттєвий стрибок у обсязі капітальних інвестицій в промисловості у 2017-2018 рр. був пов'язаний із загальним розвитком підприємств та проведенням активної державної політики забезпечення ресурсної та енергетичної безпеки країни (особливо у добувній промисловості та розробленні кар'єрів, виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення).

Також значний обсяг капітальних інвестицій був освоєний у сільському господарстві та у будівництві (за рахунок фінансування будівництва житла).

Для зазначених галузей характерним було зростання капітальних інвестицій за досліджуваний період – на 250,06 % у сільському господарстві та на 37,37 % у будівництві. Зростання капітальних інвестицій у сільське господарство України у більш ніж 2,5 рази пов'язано із тим, що сільське господарство є найбільш привабливою сферою для інвестицій в Україні (стабільне зростання попиту на сільськогосподарську продукцію, диверсифікація ринку збуту, розширення сільськогосподарських угідь, перспективи створення ринку землі) [54, 96, 55].

Що стосується оптової та роздрібної торгівлі, то в даній галузі також спостерігається поступове зростання обсягу капітальних інвестицій, особливо у 2018 році – на 53,92 % в порівнянні із 2017 роком. Такий потужний ривок був пов'язаний із значними витратами на оформлення патенту на торговий знак однієї з мереж магазинів роздрібно торгівлі.

Значущою подією 2018 року стало впровадження швидкісного інтернету четвертого покоління (4G) в Україні, що знайшло відображення у суттєвому зростанні капітальних інвестицій у сфері інформації та телекомунікації (41,9% у 2018 році відповідно до 2017 року та 193,92 % за 2012-2018 рр.).

Розглянемо також динаміку обсягу незавершених капітальних інвестицій по деяким видам економічної діяльності (рис. 2.25).

На основі даних рисунку 2.24 можна зробити висновок, що обсяг незавершених капітальних інвестицій в економіку України за 2012-2017 рр. зріс суттєво – на 282127,2 млн грн. або на 115,52 %. Така тенденція для економіки носить позитивний характер, оскільки свідчить про оновлення основних засобів підприємств у найближчі звітні періоди. Сільське господарство також характеризується зростаючою тенденцією щодо обсягу незавершених капітальних інвестицій – на 315,42 %, що пов'язано із зростанням обсягу торгівлі агропродукцією між Україною та Європейським Союзом у 2016-2019 роках [91] і, як наслідок, зростанням інвестиційної привабливості підприємств аграрного сектору.

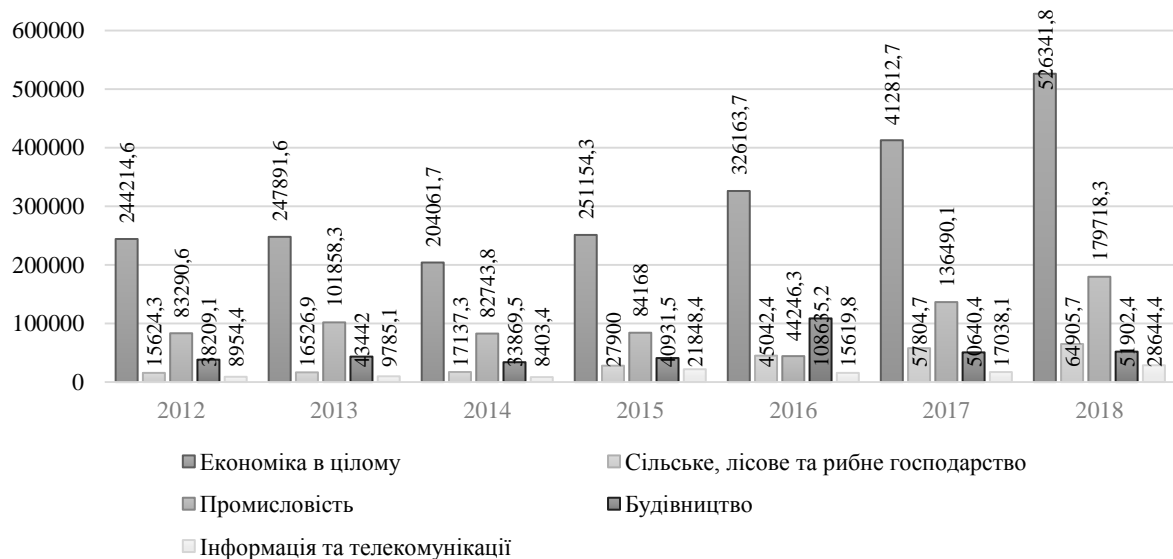


Рисунок 2.25 – Динаміка обсягу незавершених капітальних інвестицій по деяким видам економічної діяльності за період 2012-2017 рр., млн грн.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Що стосується обсягу незавершених капітальних інвестицій у промисловості України, то за досліджуваний період їх обсяг зріс на 115,77 %. Суттєве зростання капітальних інвестицій в економіку України спостерігалось у 2017-2018 році, що пов'язано із відновленням економіки після кризи 2014-2015 рр. та необхідністю оновлення основних фондів виробничих підприємств. Обсяги незавершених капітальних інвестицій у будівництві, в порівнянні із обсягами освоєних капітальних інвестицій, є меншими та характеризуються тенденцією до зниження у 2017-2018 роках, що пов'язано здебільшого із зменшенням інвестування у житлове будівництво. Обсяг незавершених капітальних інвестицій у сферу інформації та телекомунікації поступово зростає, особливо у 2018 році, що також обумовлено впровадженням швидкісного інтернету четвертого покоління (4G) в Україні.

На рисунку 2.26 представлена інформація щодо структури капітальних інвестицій в Україні. Вказані дані свідчать про переважання інвестицій в матеріальні активи над інвестиціями в нематеріальні (крім 2015 та 2018 років).

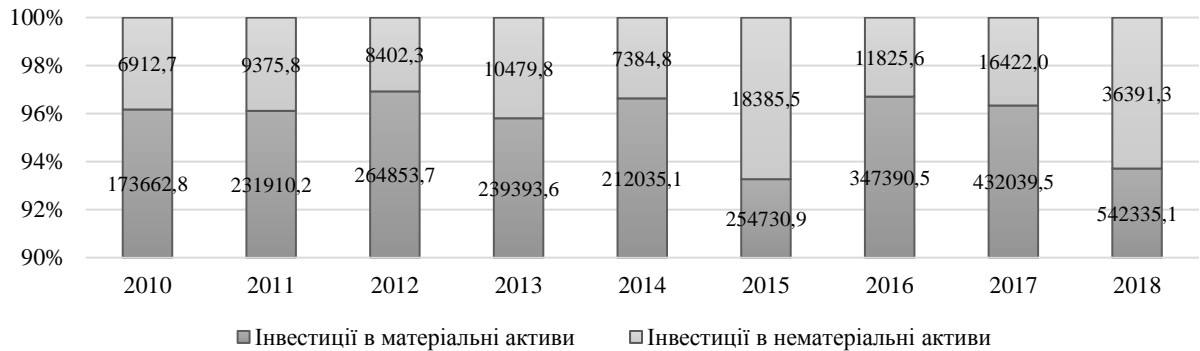


Рисунок 2.26 – Структура капітальних інвестицій в економіці України за період 2010-2018 рр., млн грн.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Також доцільним є розглянути структуру інвестицій в матеріальні активи в цілому по економіці України (рис. 2.27). Відповідно до даних рисунку 2.26, можна зробити висновок, що найбільший обсяг капітальних інвестицій протягом усього досліджуваного періоду здійснювався у машини, обладнання та інвентар та інженерні споруди. Також важливими напрямками інвестування вітчизняних підприємств є капітальні інвестиції у нежитлові будівлі та транспортні засоби. Найменша питома вага у структурі капітальних інвестицій припадає на житлові будівлі та інші матеріальні активи.

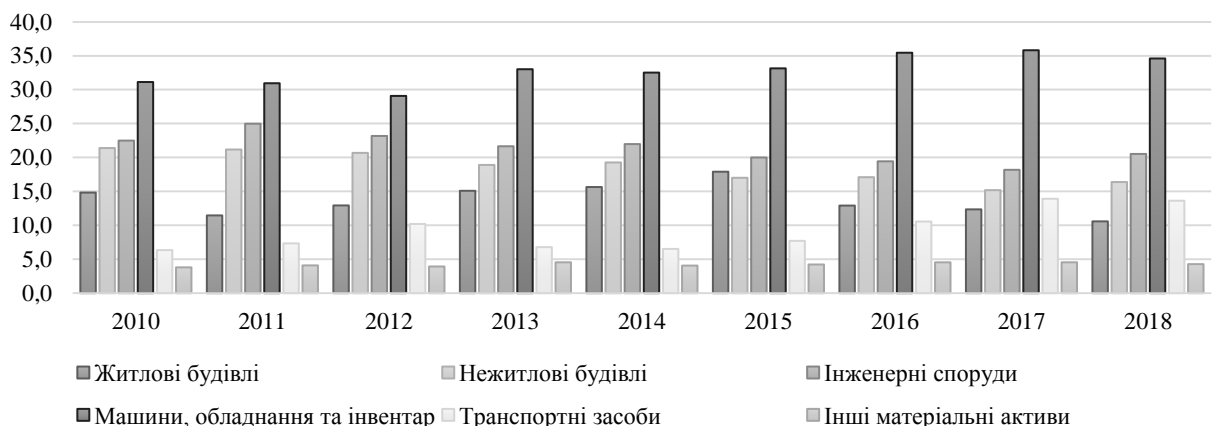


Рисунок 2.27 – Структура інвестицій в матеріальні активи в цілому по економіці України за 2010-2018 рр., %

Джерело: складено автором за даними Держстату України



Важливе значення для дослідження, що проводиться, має аналіз джерел фінансування капітальних інвестицій в Україні (табл. 2.3). У 2018 році джерелами росту виступали ресурси сектору нефінансових корпорацій (71,3 % від загального обсягу капітальних інвестицій), сектору загальнодержавного управління (12,7 %) й кредити банків та інші позики (6,7 %). Обсяг фінансування капітальних інвестицій за рахунок власних коштів підприємств останні роки зростає, що пов'язано в першу чергу із зростанням обсягу отриманого підприємствами прибутку.

Що стосується фінансування за рахунок коштів державного бюджету, то в умовах загостреної воєнної ситуації в Україні, 60,3 % капітальних інвестицій за рахунок коштів бюджету було спрямовано до сектору державного управління й оборони та обов'язкового соціального страхування. Крім того, суттєву бюджетну підтримку отримали сектор професійної, наукової та технічної діяльності, а також охорони здоров'я та надання соціальної допомоги (8,5 % та 7,7 % у структурі капітальних інвестицій за рахунок коштів бюджету відповідно).

Серед інших джерел фінансування у 2018 році позитивні зміни відбулися за статтею «кредити банків та інші позики». Переважно завдяки вагомому внеску I кварталу їх частка у загальному обсязі капітальних інвестицій збільшилася до 6,7 % порівняно з 5,3 % у січні-грудні 2017 року.

Однак, таке позитивне зрушення ще не має системного характеру оскільки воно було зумовлене отриманням окремими підприємствами від зовнішніх банків кредитних позик (зокрема, підприємствами енергетики та металургії). Банківська система України, на жаль, все ще не приймає суттєвої участі у фінансуванні інвестиційних проектів, що пов'язано із високою вартістю кредитів для підприємств та загальним небажанням банків ризикувати за інвестиційними проектами, коли на ринку існують інші безризикові інструменти (депозитні сертифікати НБУ, державні цінні папери).

Таблиця 2.3 – Обсяг капітальних інвестицій за джерелами фінансування за видами економічної діяльності за 2018 рік, млн грн.

Вид економічної діяльності	Освоєно (використано) капітальних інвестицій	Кошти державного бюджету	Кошти місцевих бюджетів	Власні кошти підприємств та організацій	Кредити банків та інші позик	Кредити іноземних банків	Кошти вітчизняних інвестиційних компаній, фондів, тощо	Кошти іноземних інвесторів
Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство	66104	117	81	57378	8401	63	97	4
Промисловість, в тому числі:	199896	514	2333	177876	16152	6906	482	681
виробництво хімічних речовин і хімічної продукції	2792	–	–	2739	40	–	–	-
виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів	2433	–	–	2378	55	–	–	–
металургійне виробництво	23013	–	–	22965	31	–	–	-
виробництво готових металевих виробів, крім машин і устаткування	3363	–	–	3167	133	-	-	-
виробництво машин і устаткування	4057	–	–	3971	69	-	-	–
постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря	41784	138	-	27825	10634	6057	398	131
Будівництво	55994	876	1312	12736	1508	-	3390	13
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	51818	-	15	49299	2179	10	152	78
Інформація та телекомунікації	29885	319	797	24171	4562	-	-	33

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Крім вітчизняного банківського сектору стримуючим фактором розвитку капітальних інвестицій залишається і низька активність іноземних інвесторів, про що свідчить зниження частки капітальних інвестицій за рахунок коштів іноземних інвесторів до найменшого за останні 7 років рівня (0,3 % у структурі капітальних інвестицій у 2018 році, порівняно з 1,4 % у січні-грудні 2017 року).

У звіті Державної служби статистики України щодо очікування промислових підприємств у III кварталі 2019 року щодо перспектив розвитку їх ділової активності наведені фактори, що на думку самих підприємств стримують промислове виробництво та капітальні інвестиції (рис. 2.28).

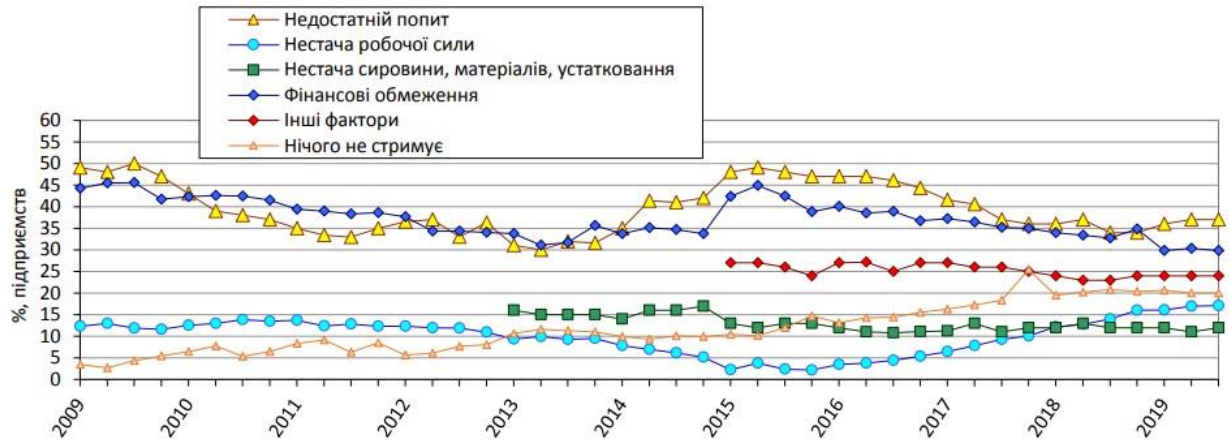


Рисунок 2.28 – Фактори, що стримують промислове виробництво (данні враховують сезонні коливання у виробництві) за 2009-2019 рр., % [92]

Відповідно до даних рисунку 2.28 можна зробити висновок, що найбільшими стримуючими факторами для вітчизняних підприємств є недостатній попит на продукцію підприємства та фінансові обмеження (недостатнє фінансування, складність та висока вартість залучення коштів інвесторів, висока вартість кредитування).

Таким чином, можна зробити висновки, що досліджені нами галузі економіки мають потребу у додатковому фінансуванні задля оновлення власних виробничих фондів та розширення власної діяльності. Тому важливим є зменшення вартості залучення кредитних ресурсів для підприємств та надання їм можливості залучати його в необхідному обсязі. До того ж, важливим є створення на державному рівні таких умов, що будуть стимулювати залучення іноземних інвесторів з прямими іноземними інвестиціями. Вирішення проблем із фінансуванням дозволять суттєво покращити структуру капіталу підприємств та, як наслідок, їх фінансову архітектуру.

### 2.3 Науково-методичний підхід щодо оцінки впливу стану фінансового сектору на стан та якість фінансової архітектури підприємства

З метою подальшої розробки науково-методичних засад формування ФАП доречним буде дослідження взаємозв'язків, що виникають між фінансовою архітектурою підприємства (основною складовою частиною якої є показники структури капіталу підприємства), показниками розвитку фондового та кредитного ринків на основі використання методів структурного моделювання. Даний метод використовується з метою формалізації зв'язків, що можуть виникати між окремими елементами в системі структурних рівнянь. Для проведення розрахунків було використано програмний комплекс STATISTICA з вбудованим блоком структурного моделювання, що дозволяє дослідити не тільки структурні зв'язки між елементами системи та рівень їх статистичної значимості, але і дає змогу перевірити адекватність побудованої моделі.

Інформаційну базу дослідження було сформовано на основі шести ключових факторів, що репрезентують кожний елемент системи рівнянь, а саме:

- показники структури капіталу підприємства (CAP.STRUCTURE);
- показники розвитку фондового ринку (FUND.MARKET);
- показники розвитку кредитного ринку (CREDIT.MARKET) (таблиця 2.4).

Таблиця 2.4 – Фактори для аналізу взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку

Група	Умовне позначення	Показник
Показники структури капіталу підприємства	COVERAGE.RATIO	Середнє значення коефіцієнту покриття
	W.A.C.O.C (weighted average cost of capital)	Середньозважена вартість капіталу підприємств
Показники розвитку фондового ринку	BOND.VOLUME	Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків облігацій підприємств, млрд грн.

## Продовження таблиці 2.4

Група	Умовне позначення	Показник
Показники розвитку фондового ринку	SHARES.VOLUME	Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій, млрд грн.
Показники розвитку кредитного ринку	CREDIT.VOLUME	Кредити надані суб'єктам господарювання, млн грн.
	INTEREST.RATE	Середньозважена відсоткова ставка по кредитам суб'єктам господарювання, %

Статистичний масив даних кожного з факторів, що були обрані для структурного моделювання за період 2007-2017 рр. представлено у таблиці 2.5.

Таблиця 2.5 – Статистичні дані для аналізу взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні за період 2007-2017 рр.

Рік	COVERAGE.RATIO	W.A.C.O.C	BOND.VOLUME	SHARES.VOLUME	CREDIT.VOLUME	INTEREST.RATE
2007	1,96	7,21	50	44,48	276,18	13,50
2008	2,48	3,88	46,14	31,35	472,58	16,00
2009	2,78	2,12	101,07	10,11	474,99	18,30
2010	1,97	4,16	40,59	9,49	508,29	14,60
2011	2,94	7,47	58,16	35,91	580,91	14,30
2012	2,06	8,02	15,84	51,39	609,20	15,50
2013	1,87	9,55	64,23	42,74	698,78	14,40
2014	1,94	6,27	144,35	29,01	802,58	15,00
2015	1,43	1129,64	122,3	11,42	858,00	17,50
2016	1,38	4,04	199,36	5,52	847,09	15,90
2017	1,37	2,30	324,84	8,35	864,41	14,60

Зазначені у таблиці 2.5 фактори є ендogenous явними змінними для моделі, що використовуються для формалізації неявних (латентних) змінних CAP.STRUCTURE, FUND.MARKET, CREDIT.MARKET. Метою проведення моделювання структурними рівняннями є дослідження залежності стану структури капіталу підприємств (CAP.STRUCTURE) від розвитку фондового ринку (FUND.MARKET) та розвитку кредитного ринку (CREDIT.MARKET), саме тому для даної моделі CAP.STRUCTURE виступає екзогенною змінною, що залежна від FUND.MARKET та CREDIT.MARKET.

Варто зазначити, що класична теорія структурного моделювання включає наступну послідовність етапів:

1 етап. – розробка загальної схеми структурної моделі (представлення функціональних та структурних зв'язків між досліджуваними елементами системи на основі побудови діаграми шляхів);

2 етап – виявлення регресійних залежностей між явними та неявними (латентними) факторами, що дозволяє сформулювати структурні рівняння та здійснити їх економічну інтерпретацію.

3 етап – перевірка адекватності побудованої моделі.

Для проведення першого етапу структурного моделювання у програмному комплексі STATISTICA необхідно здійснити вибір відповідного блоку (SEPATH WIZARD – SELECT WIZARD) та обирати блок STRUCTURAL MODELING.

Для подальшого дослідження необхідно визначити екзогенні змінні моделі (вибір проводиться у блоці EXOGENOUS VARIABLES). Відповідно до представленої на рисунку 2.29 діаграми шляхів взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні до них відноситься змінна CAP.STRUCTURE, що включає показники COVERAGE.RATIO та W.A.C.O.C. У блоці BASE NAME FOR RESIDUAL VARIABLES (базова назва залишкових змінних) автоматично було встановлено назву залишкових змінних – DELTA.

Перед початком розрахунків у програмі STATISTICA необхідно провести нормалізацію сформованого масиву вхідних даних, оскільки обрані показники мають різнотипні значення векторів  $X = (x_1, x_2, \dots, x_n)$ , тобто існує необхідність їх приведення до єдиної шкали. Таке перетворення дозволить забезпечити адекватне застосування методу структурного моделювання, а також дасть змогу встановити відповідність між кількісними та якісними значеннями факторів системи.

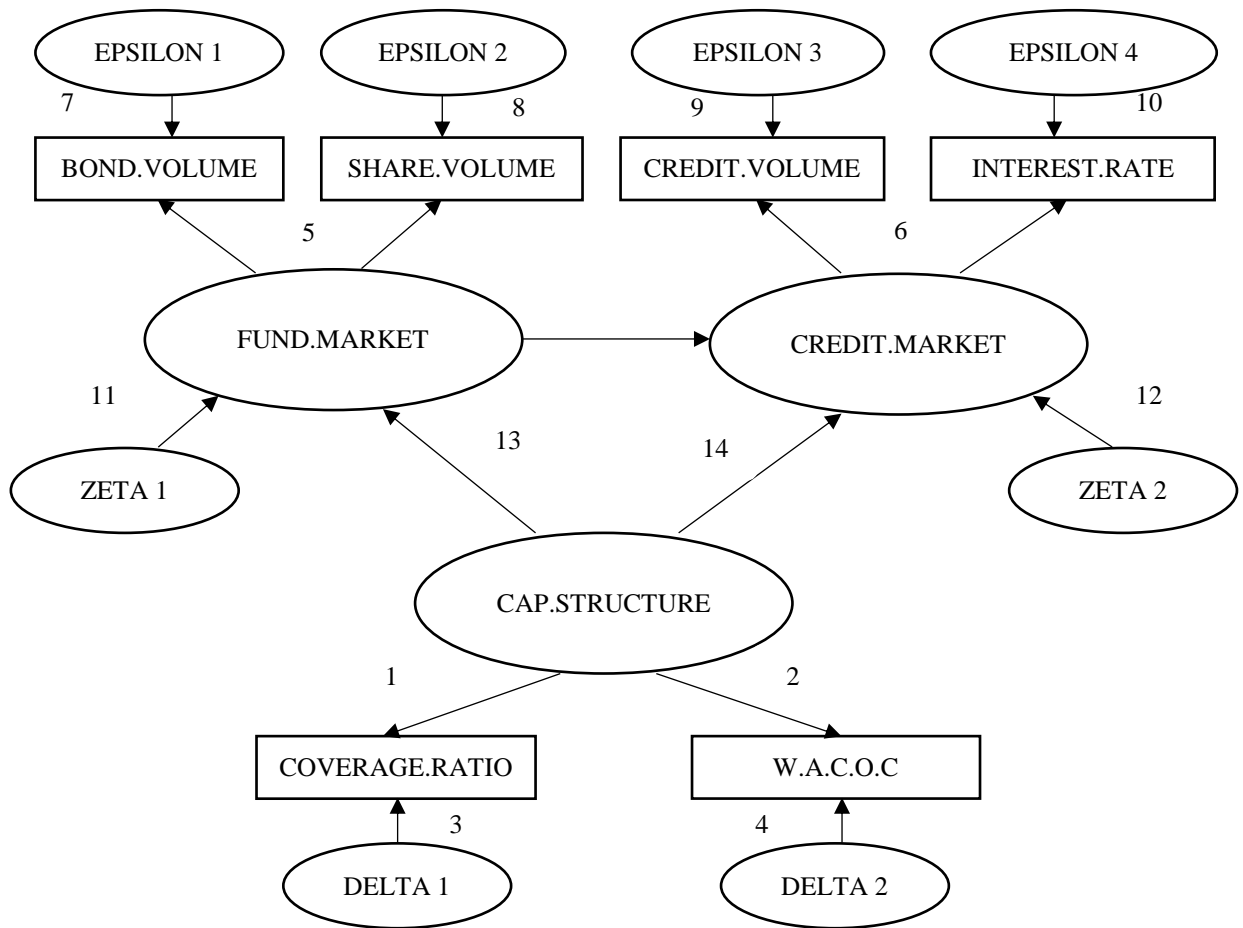


Рисунок 2.29 – Загальна схема структурної моделі (діаграма шляхів) взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні

Нормалізація даних проводилася за методом Севіджа (формула 2.1).

$$x'_i = \frac{x_i - \bar{x}_i}{\sigma_{x_i}} \quad (2.1)$$

Перетворення даних шляхом нормалізації робить їх безрозмірними, та такими, що розташовуються на відрізку  $\left[ \frac{x_{min} - \bar{x}_i}{\sigma_{x_i}}; \frac{x_{max} - \bar{x}_i}{\sigma_{x_i}} \right]$ .

У результаті проведення нормалізації даних були сформовані вихідні дані для подальших розрахунків (табл. 2.6).

Таблиця 2.6 – Нормалізовані вихідні дані структурної моделі

Рік	COVERAGE. RATIO	W.A.C.O.C	BOND. VOLUME	SHARES. VOLUME	CREDIT. VOLUME	INTEREST. RATE
2007	-0,106	0,434	-0,621	1,125	-1,845	-1,333
2008	0,868	-0,729	-0,664	0,349	-0,837	0,404
2009	1,430	-1,345	-0,055	-0,905	-0,825	2,003
2010	-0,087	-0,629	-0,725	-0,942	-0,654	-0,569
2011	1,729	0,526	-0,531	0,619	-0,281	-0,777
2012	0,082	0,720	-0,999	1,533	-0,136	0,057
2013	-0,274	1,252	-0,463	1,022	0,324	-0,708
2014	-0,143	0,108	0,424	0,211	0,856	-0,291
2015	-1,098	1,616	0,180	-0,828	1,140	1,447
2016	-1,192	-0,673	1,033	-1,176	1,084	0,335
2017	-1,210	-1,280	2,423	-1,009	1,173	-0,569

Суть моделювання структурними рівняннями полягає в тому, що на основі більш простих моделей існує можливість побудови складної інтегрованої моделі взаємозв'язку досліджуваних елементів. Також, у процесі структурного моделювання проводиться формалізація причинно-наслідкових зв'язків між змінними в середині самої моделі.

Наступним етапом структурного моделювання є визначення ендогенних змінних системи (ENDOGENOUS VARIABLES).

До першого поля діаграми шляхів було віднесено змінну FUND.MARKET, що включає такі показники як BOND.VOLUME та SHARES.VOLUME, а до другого поля – показники CREDIT.MARKET: CREDIT.VOLUME та INTEREST.RATE. Для поля BASE NAME FOR RESIDUAL VARIABLES (базова назва залишкових змінних) було автоматично встановлено назву залишкових змінних – EPSILON, а для поля BASE NAME FOR DISTURBANCES (базова назва дисперсії) – ZETA (що відображено на діаграмі шляхів – рис. 2.28).

Для правильного відображення шляхів структурних рівнянь у вікні DEFINE STRUCTURAL EQUATION PATHS (визначення шляхів структурних рівнянь) було визначено регресійну модель, що пов'язує між собою фактори CAP.STRUCTURE, FUND.MARKET, CREDIT.MARKET.



Наступним кроком, шляхом перекладу отриманої структурної моделі мовою RATH1, було запущено ітераційну процедуру оцінки невідомих параметрів моделі.

Після закінчення програмних розрахунків був отриманий результат оцінювання взаємозв'язку структури капіталу як складової частини фінансової архітектури підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку. Параметри оцінки регресійної моделі представлено на рисунку 2.30.

Оценки модели (Вихідні дані)				
	Оценка Параметра	Стандартн. Ошибка	Т Статистика	Вероятн. Уровень
(CAP. STRUCTURE)-1->[COVERAGE]	-0,136	0,315	-0,432	0,665
(CAP. STRUCTURE)-2->[W.A.C.O.]	1,000	0,224	4,472	0,000
(DELTA1)-->[COVERAGE]				
(DELTA2)-->[W.A.C.O.]				
(DELTA1)-3-(DELTA1)	0,981	0,439	2,236	0,025
(DELTA2)-4-(DELTA2)	0,000	0,000		
(FUND.MARKET)-->[BOND.VOL]				
(FUND.MARKET)-5->[SHARES.V]	-0,846	0,299	-2,824	0,005
(CREDIT.MARKET)-->[CREDIT.V]				
(CREDIT.MARKET)-6->[INTEREST]	0,192	0,310	0,619	0,536
(EPSILON1)-->[BOND.VOL]				
(EPSILON2)-->[SHARES.V]				
(EPSILON3)-->[CREDIT.V]				
(EPSILON4)-->[INTEREST]				
(EPSILON1)-7-(EPSILON1)	0,261	0,177	1,474	0,140
(EPSILON2)-8-(EPSILON2)	0,472	0,231	2,038	0,042
(EPSILON3)-9-(EPSILON3)	0,000	0,000		
(EPSILON4)-10-(EPSILON4)	0,963	0,431	2,236	0,025
(ZETA1)-->(FUND.MARKET)				
(ZETA2)-->(CREDIT.MARKET)				
(ZETA1)-11-(ZETA1)	0,496	0,337	1,472	0,141
(ZETA2)-12-(ZETA2)	0,011	0,261	0,041	0,968
(CAP. STRUCTURE)-13->(FUND.MARKET)	-0,493	0,288	-1,711	0,087
(CAP. STRUCTURE)-14->(CREDIT.MARKET)	0,810	0,350	2,312	0,021
(FUND.MARKET)-15->(CREDIT.MARKET)	1,402	0,485	2,889	0,004

Рисунок 2.30 – Результати структурного моделювання взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні

Усі рядки у таблиці результатів (представленій на рисунку 2.29) відповідають запису мовою RATH1 конкретного шляху діаграми (рисунок

2.28). У свою чергу, у стовбцях таблиці результатів представлено оцінки вільних параметрів, стандартні помилки, значення  $t$ -статистик та  $p$ -рівні значущості. Зауважимо, що у програмному комплексі STATISTICA значущі параметри  $t$ -статистики (при рівні значущості  $p < 0,05$ ) виділено червоним кольором. У випадку якщо,  $t$ -статистика значуща, то можна стверджувати, що гіпотеза про нерівність нулю оцінки відповідного вільного параметра системи вірна.

Таким чином, у програмному комплексі STATISTICA була побудована регресійна модель, що пов'язує загальні чинники взаємозв'язку структури капіталу підприємства (CAP.STRUCTURE), показників розвитку фондового (FUND.MARKET) та кредитного ринку (CREDIT.MARKET) в Україні і визначає їх явні змінні (формула 2.2).

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{COVERAGE.RATIO} = -1,036 \cdot \text{CAP.SYRUCTURE} + 0,981 \\ \text{W.A.C.O.C} = \text{CAP.STRUCTURE} \\ \text{BOND.VOLUME} = \text{FUND.MARKET} + 0,261 \\ \text{SHARES.VOLUME} = -0,846 \cdot \text{FUND.MARKET} + 0,472 \\ \text{CREDIT.VOLUME} = \text{CREDIT.MARKET} \\ \text{INTEREST.RATE} = 1 \cdot \text{CREDIT.MARKET} + 0,963 \\ \text{FUND.MARKET} = -0,493 \cdot \text{CAP.STRUCTURE} + 0,496 \\ \text{CREDIT.MARKET} = 0,810 \cdot \text{CAP.STRUCTURE} + 1,402 \cdot \\ \text{FUND.MARKET} + 0,011 \end{array} \right. \quad (2.2)$$

Наступним кроком структурного моделювання є проведення економічної інтерпретації всіх отриманих структурних рівнянь системи.

Розглянемо залежності між латентною змінною CAP.STRUCTURE та ендогенними змінними COVERAGE.RATIO та W.A.C.O.C (перші два рівняння отриманої системи структурних рівнянь). Зазначимо, що при зміні структури капіталу підприємства на 1 %, коефіцієнт покриття зменшиться на 1,036 %, а середньозважена вартість капіталу підприємства залишиться незмінною. При нульовому значенні показника структури капіталу підприємства коефіцієнт покриття буде складати 0,981, а середньозважена вартість капіталу підприємства буде дорівнювати нулю.

Залежності, що були отримані для оцінки стану фондового ринку України (FUND.MARKET) представлено третім та четвертим рівнянням системи структурних рівнянь. На основі третього рівняння системи, варто зробити висновок, що рівень розвитку фондового ринку України та обсяг випусків облігацій підприємств знаходяться у прямій пропорційній залежності, тобто зростання рівня розвитку фондового ринку на 1 % супроводжується пропорційним збільшенням обсягу випуску облігацій підприємств. При нульовому рівні розвитку фондового ринку зростання обсягу випуску облігацій підприємств складе 0,261 %.

Четверте рівняння системи структурних рівнянь вказує на існування оберненої залежності між рівнем розвитку фондового ринку України та обсягом випуску акцій. Тобто при зростанні рівня розвитку фондового ринку на 1 %, обсяг випуску акцій зменшиться на 0,846 %. При нульовому рівні розвитку фондового ринку зростання обсягу випуску акцій складе 0,472 %.

У свою чергу, залежність між латентною змінною CREDIT.MARKET та явними змінними CREDIT.VOLUME та INTEREST.RATE представлена 5 та 6 рівняннями системи. Також відмітимо, що рівень розвитку кредитного ринку знаходиться у прямій залежності від обсягу наданих кредитів суб'єктам господарювання, тобто при зростанні обсягу наданих кредитів на 1 % спостерігається зростання кредитного ринку також на 1 %. Відповідно, при нульовому рівні розвитку кредитного ринку обсяг наданих кредитів дорівнюватиме 0.

Шосте рівняння системи вказує на існування прямої залежності між рівнем розвитку кредитного ринку та середньої відсоткової ставки. При зростанні відсоткової ставки на 1 % відбудеться збільшення рівня розвитку кредитного ринку також на 1 %. У випадку нульового розвитку кредитного ринку зростання відсоткової ставки становитиме 0,963 %.

Сьоме та восьме рівняння в системі, які описують залежності між неявними (латентними) змінними дозволяють зробити висновки, що між рівнем розвитку фондового ринку та структурою капіталу підприємства існує

обернена залежність, тобто при збільшенні рівня розвитку фондового ринку на 1 %, структура капіталу підприємства зменшується на 0,493 %.

Таким чином, при визначенні залежностей між структурою капіталу підприємства, рівнем розвитку фондового та кредитного ринів було виявлено пряму залежність. Тобто, у випадку зростання рівня розвитку кредитного ринку на 1 % буде спостерігатися збільшення структури капіталу підприємства на 0,810 % та зростання рівня розвитку фондового ринку на 1,402 %.

Наступним кроком у побудові моделі є перевірка адекватності отриманої системи рівнянь та її параметрів. Перевірка адекватності моделі здійснюється на основі аналізу наступних підсумкових критеріїв:

- основні підсумкові статистики,
- індекси нецентричності;
- інші одновибіркові індекси;
- матриця-рефлектор;
- нормальний ймовірнісний графік.

Основні підсумкові статистики дослідження взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні представлено на рисунку 2.31.

	Основные итоговые статистики (Вихідні дані)
	Значение
Функция несогласия	1,378
Максимум косинуса остатков	0,000
Макс.по модулю компонента градиента	0,057
Критерий УУПММ	0,000
Критерий УИМ	0,000
МП Хи-квадрат	13,785
Число степеней свободы	6,000
<b>p-значение</b>	<b>0,032</b>
RMS стандартизованных остатков	0,238

Рисунок 2.31 – Основні підсумкові статистики дослідження взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні

Таким чином, на основі аналізу значень підсумкових статистик можна зробити висновок про адекватність побудованої структурної моделі, на що вказують:

- успішний ітераційний процес;
- значення критеріїв «УУПММ» (критерій стійкості до множення на постійний множник масштабу) та «УИМ» (критерій стійкості до зміни масштабу), що дорівнюють нулю;
- низьке значення функції незгоди;
- значення максимуму косинуса залишків та максимальної по модулю компоненти градієнта близькі до нуля.

Наступним етапом перевірки адекватності моделі є аналіз індексів нецентричності моделі, що відображають ступінь адекватності моделі на основі оцінки параметра нецентричності статистики  $\chi^2$ . (рис. 2.32).

	Индексы согласия, основанные на нецентральности (Вихідні дані)		
	Нижняя 90% Довер.Гран.	Точечная Оценка	Верхняя 90% Довер.Гран.
Параметр нецентральности распредел.	0,000	0,451	1,766
Индекс RMSEA Стингера-Линда	0,000	0,274	0,542
Индекс нецентральности Макдональда	0,414	0,798	1,000
Гамма индекс	0,629	0,869	1,000
<b>Скорректированный гамма индекс</b>	-0,297	0,543	<b>1,000</b>

Рисунок 2.32 – Индексы нецентричності взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні

У процесі оцінки адекватності моделі за індексами нецентричності використовуються наступні довірчі інтервали:

- нижня межа 90 % довірчого інтервалу;
- точкова оцінка;
- верхня межа 90 % довірчого інтервалу.

Програмний комплекс STATISTICA дозволяє здійснити аналіз наступних індексів:

– параметр нецентричності розподілу – характеризує достовірність нульової гіпотези, а відтак і адекватність моделі (нульова гіпотеза є достовірною при значенні індексу менше 0,05);

– індекс RMSEA Стінгера-Лінда (нульова гіпотеза є достовірною при значенні індексу менше 0,05);

– індекс нецентричності МакДональда (нульова гіпотеза є достовірною при значенні індексу більше 0,05);

– гамма індекс (нульова гіпотеза є достовірною при значенні індексу більше 0,05);

– коректований гамма індекс (нульова гіпотеза є достовірною при значенні індексу більше 0,05).

Проведемо оцінку кожного з критеріїв. Так, параметр нецентричності розподілу моделі відповідає нормативному значенню у нижній 90 % межі довірчого інтервалу, як і Індекс Стінгера-Лінда.

У свою чергу, Індекс нецентричності МакДональда, Гамма та Скоректований гамма індекси відповідають нормативним значенням у верхній 90 % межі довірчого інтервалу. Отже, можна зробити висновок, що значення даних індексів вказують на адекватність моделі.

Також у процесі перевірки адекватності моделі доцільним є аналіз одновибіркових індексів згоди (рис. 2.33), серед яких найбільш показовими є Інформаційний критерій Акаїке та Байєсівський критерій Шварца.

Найвища якість за якими буде у тієї моделі, що матиме мінімальне значення даних критеріїв.

Побудована модель взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні (одна із п'яти проаналізованих автором) саме і характеризується найменшими значеннями даних критеріїв, що свідчить про адекватність моделі.

	Одновыборочные индексы согласия (Вихідні дані)
	Значение
Индекс Джорескога (GFI)	0,741
Скоррект. индекс Джорескога (AGFI)	0,092
Информационный критерий Акаике	4,378
Байесовский критерий Шварца	4,975
Индекс кросс-валидации Брауна-Кудека	11,378
Хи-квадрат для независимой модели	35,162
Число степеней свободы для независ. модели	15,000
Нормализов. индекс согласия Бентлера-Боне	0,608
Ненормализ. индекс согласия Бентлера-Боне	0,033
Сравнительн. индекс согласия Бентлера-Боне	0,614
Индекс согласия Джеймса-Мулаика-Бретта	0,243
Ро Болен	0,020
<b>Дельта Болен</b>	<b>0,720</b>

Рисунок 2.33 – Одновибіркові індекси згоди взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні

Крім того, важливою ознакою адекватності моделі є її відповідність нормальному закону розподілу залишків, що представлена на нормальному ймовірнісному графіку.

При нормальному законі точки на прямій графіку розміщені щільно.

На сформованому нормальному ймовірнісному графіку (рис. 2.34) отриманої моделі точки розміщено досить щільно на прямій, що ще один раз вказує на її адекватність.

З метою проведення оцінки інваріантних властивостей побудованої моделі та її стійкості до зміни масштабу вимірювання початкових даних застосовується матриця-рефлектор (рис. 2.35).

Стійкою буде вважатися та матриця-рефлектор, елементи якої будуть близькі за значеннями один до одного.

Значення сформованої матриці-рефлектора варіюються в межах від  $-1$  до  $+1$  та близькі між собою, тобто можна стверджувати, що представлена модель є стійкою до зміни масштабу.



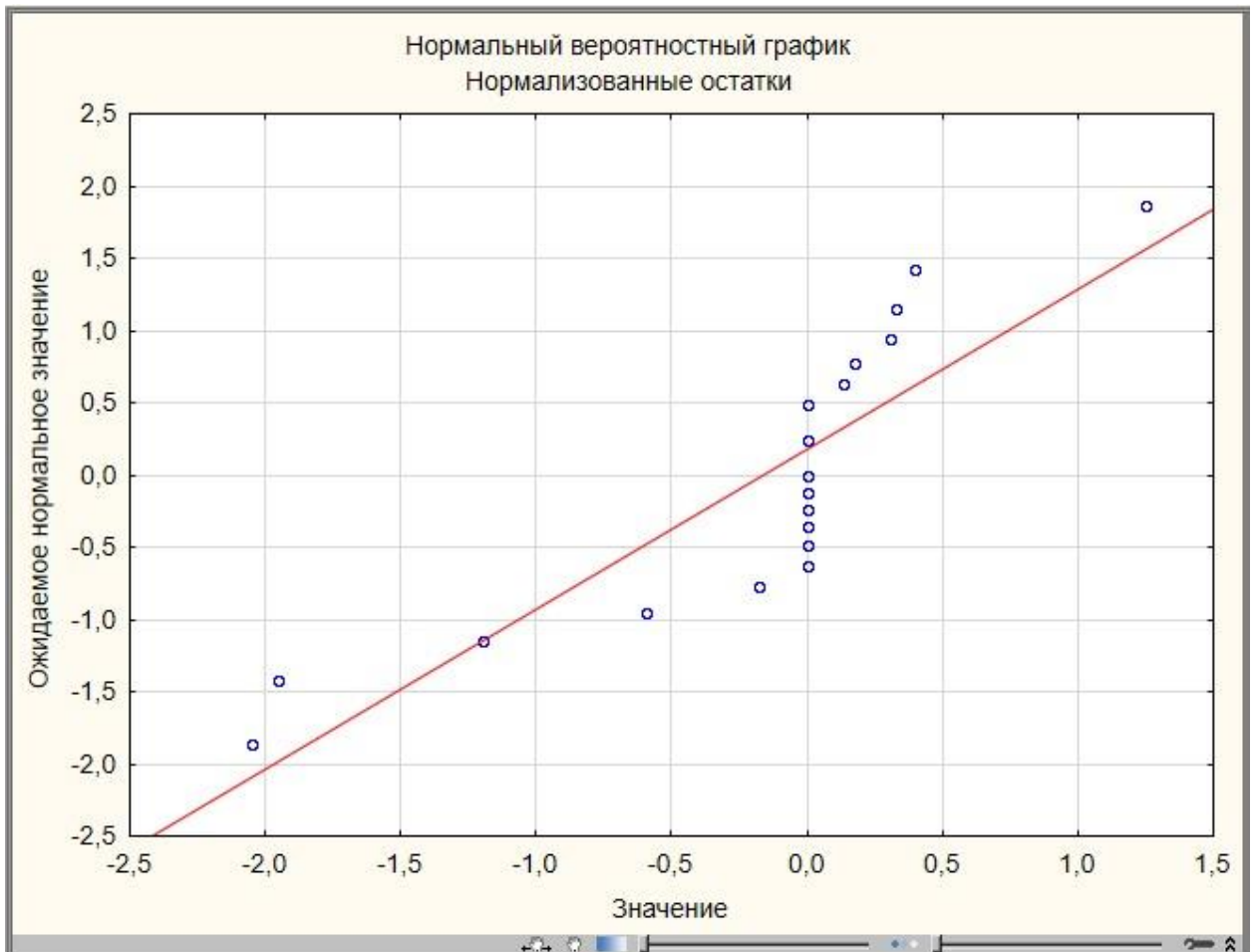


Рисунок 2.34 – Нормальный ймовірнісний графік моделі взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні

	Рефлектор (Вихідні дані)					
	COVERAGE	W.A.C.O.	BOND.VOL	SHARES.V	CREDIT.V	INTEREST
COVERAGE	0,000	-0,000	0,653	-0,422	0,628	-0,079
W.A.C.O.	0,413	-0,000	0,031	-0,181	0,085	0,248
BOND.VOL	0,803	-0,243	-0,000	-0,000	-0,199	0,634
SHARES.V	-0,050	-0,287	0,000	0,000	-0,235	0,612
CREDIT.V	0,073	-0,037	-0,058	-0,176	0,000	-0,105
INTEREST	-0,230	0,196	0,070	0,416	0,000	0,000

Рисунок 2.35 – Матриця-рефлектор перевірки стійкості структурної моделі взаємозв'язку структури капіталу підприємства, показників розвитку фондового та кредитного ринку в Україні

Таким чином, на основі аналізу низки критеріїв оцінки адекватності розробленої структурної моделі можна зробити висновок, що практично всі



критерії вказують не тільки на адекватність моделі, але й на її стійкість до зміни масштабу та її відповідність нормальному закону розподілу залишків.

У результаті проведеного структурного моделювання можна зробити висновок про наявність взаємозалежності між структурою капіталу підприємства (як складової частини фінансової архітектури підприємства), показниками розвитку фондового ринку та показниками розвитку кредитного ринку в Україні. У свою чергу, між рівнем розвитку фондового ринку та структурою капіталу підприємств існує обернена залежність, тобто при збільшенні рівня розвитку фондового ринку на 1 %, структура капіталу підприємства зменшується на 0,493 %. А між рівнем розвитку фондового ринку та кредитного ринків існує пряма залежність. У випадку зростання рівня розвитку кредитного ринку на 1 % буде спостерігатися збільшення структури капіталу підприємства на 0,810 % та зростання рівня розвитку фондового ринку на 1,402 %. Отримана модель структурних рівнянь підтверджує припущення щодо залежності структури капіталу вітчизняних підприємств від стану розвитку фондового та кредитного ринків. Таким чином, можна зробити висновок, що здійснюючи на державному рівні заходи щодо стимулювання розвитку зазначених ринків можна впливати на фінансову архітектуру підприємств через структуру їх капіталу (в напрямку її покращення) та забезпечувати не тільки розвиток даних підприємств, але і стимулювати економічний розвиток України.

## Висновки до розділу 2

1. 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 невиконанням 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.

2. 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 спостерігалось 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 %. Аналізуючи випуски акцій останніх років, встановлено, що найбільшими емітентами акцій є комерційні та державні банки, що змушені збільшувати обсяг власного статутного капіталу відповідно до вимог НБУ. Така ситуація свідчить не на користь ринку акцій, оскільки підприємства реального сектору економіки майже не виходять на ринок для залучення капіталу, що є індикатором «фіктивності» ринку акцій. Тобто ринок акцій не виконує класичних функцій ринків капіталів щодо залучення та перерозподілу грошових коштів між його суб'єктами. Стосовно ринку облігацій, то він повністю представлений державними облігаціями, а частка корпоративного сектору є несуттєвою та не відіграє важливого значення у фінансуванні підприємств реального сектору економіки.

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.

4. 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.

5. 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 ним зв'язки. Отримані залишки проаналізовано на відповідність закону нормального розподілу та проведено перевірку моделі на адекватність.

6. 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.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором в роботах [35, 33, 39, 43].

## РОЗДІЛ 3

### УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВ

3.1 Обґрунтування науково-методичного підходу щодо визначення якості сформованої фінансової архітектури підприємства та її впливу на ринкову позицію

Формування ефективної ФАП, яка включає такі базові елементи як структура капіталу, структура власності та стан корпоративного управління має значний вплив на утримання певної ринкової позиції та забезпечення стабільної рентабельності діяльності. Вона 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. У зв'язку з чим є потреба в пошуку таких методів оцінювання фінансової архітектури, які б дозволяли не лише оцінити якість сформованої архітектури, а і визначити, яким чином, зміни, що відбулись в її складових елементах змінюють ринкову позицію компанії.

Враховуючи, що Майерс С.К. робив дослідження на основі даних компаній США та Великобританії, Кассімон Д., Енгелен П.-Ж. [140], опираючись на його роботу провели аналіз оптимальної фінансової архітектури для так званих фірм «нової економіки» країн ОЕСР з високим рівнем доходу, для країн, що розвиваються. Маргарітіс Д., Псіллакі М. [172] провели аналогічні дослідження для французьких виробничих фірм.

Сам термін ФАП використовувався і раніше, зокрема в роботі Барклай М. Дж., Сміт С. В. [135], але воно більшою мірою стосувалось фінансового левериджу та впливу на його формування стану зрілості компанії. Такі дослідження також продовжують бути досить актуальними Матеус С., Терра

П. [174], але вони є досить вузькими і не дають можливості приймати системні рішення, які враховують не лише суто фінансову складову, але і узгодження інтересів власників та менеджерів.

У роботі Таран А. [196] проаналізовано співвідношення між місцевою та іноземною корпоративною власністю та структурою капіталу румунських компаній, що котируються (залежно від коефіцієнта боргу, коефіцієнта короткострокової заборгованості та коефіцієнта довгострокової заборгованості в загальних активах). Визначено, що компанії з іноземними власниками більш схильні до використання а політики короткострокової заборгованості, тоді як місцеві корпоративні акціонери негативно впливають на короткострокову заборгованість своїх філій.

Ситуація, що склалась в Словенії досліджена Чрнигой М., Мрамор Д. [142], які зазначають, що в країнах, де відбулась зміна економічних систем, та в яких лише формується культура корпоративного управління, порівняно з країнами зрілої ринкової економіки на формування структури капіталу підприємства впливають інші чинники, а саме розмір активів компанії, та зростання рентабельності компанії, і не мають впливу структура капіталу та розмір власного капіталу підприємства. Залежність між рівнем корпоративного управління та вартістю капіталу, яка є індикатором ефективності сформованої структури капіталу доведена АльХарес А. [130] на прикладі країн ОЕСР, Г. Кіріазопулос [168] на прикладі компаній Греції.

Такі дослідження властиві не лише для європейських країн, вони проводяться в різних регіонах, а отже засвідчують його актуальність так Ван Х., Менрі Д., Роза Г. [201] досліджували вплив контролю акціонерів, в тому числі, коли власником є держава на структуру капіталу Китайських компаній. Крім того вони брали до уваги цикли економічної активності, в результаті прийшли до висновку, що компанії мають більше короткострокової заборгованості, ніж довгострокової заборгованості. Крім того виявлено зв'язок, між зростанням концентрації власності та зменшенням частки боргу в структурі капіталу. Під час уповільнення економічного зростання компанії

мають тенденцію до зниження рівня короткострокової заборгованості, хоча довгостроковий борг, схоже, збільшується. Але така ситуація не є характерною для компаній з державною часткою власності, які навпаки в період падіння економічної активності нарощує короткостроковий борг. Подібні результати отримали Утарі А. Р., Сетяді Д. [199], щодо індонезійських компаній, Муртаза С., Азам І. [179] щодо компаній Пакистану, Віджаякумаран С., Віджаякумаран Р. [200] щодо китайських компаній.

Алаві С. [129] зазначає, що в країнах Саудівської Аравії на прикладі більше 171 компанії були проведені дослідження щодо існування взаємозв'язків між структурою капіталу та структурою власності, включаючи компанії, власниками яких є держава, та іноземні інвестори. Встановлено, що концентрація власності має позитивний вплив на стан структури капіталу та результати діяльності компаній. При цьому вирішальну роль відіграє регулювання ринку капіталу країни, який має суттєвий вплив на ефективність роботи компаній. Аналогічні результати отримали Аль-Матарі Е. М., Аль-Матарі Ю. А., Сайф С. А. [131], які проводили дослідження на прикладі компаній Оману.

Як зазначалось вище, в Україні дослідження фінансової архітектури знаходяться на початковому етапі. Серед робіт вітчизняних науковців варто виділити Житар М., Несмадзе Г. [205], які проаналізували теоретичні засади ФАП. У роботі Лактіонової О.А., Лук'яненко А.С. [75] запропоновано агреговані типи ФАП на основі матриці з 12 квадрантів кожен з яких демонструє різні варіації комбінування складових фінансової архітектури з використанням найбільш інформативних кількісних параметрів. Аналіз було здійснено на прикладі 100 українських підприємств, які представляли металургійну, хімічну, гірничу та машинобудівну галузі. Зокрема було взято до уваги рівень концентрації власності (низький чи високий), який визначено як кількісний показник структури власності, фінансовий леверидж (низький чи високий), як показник, що характеризує структуру капіталу, а також враховано рівень корпоративного управління (ефективне чи неефективне).

Прудников А.О. [104] пропонує схему реалізації механізму фінансової архітектури, виділяючи різні його рівні та пропонуючи до використання модель інформаційних потоків фінансового менеджменту, модель нейронних мереж системи збалансованих показників, модель нечіткої логіки для збалансування показників а також імітаційну модель альтернативних варіантів прийняття рішень. Водночас його пропозиції є суто теоретичними без відповідного застосування цих моделей на практиці. У роботі Кокоревої М., Степанової А. [165] здійснено дослідження не лише теоретичних засад, опираючись на теорій структури капіталу та теорії корпоративного управління а і з використанням регресійного аналізу панельних даних проведено розрахунки для банків та нефінансових компаній для розвинених країн, та країн, що розвиваються на прикладі Казахстану та Росії. В результаті аналізу було зроблено висновок, що існують суттєві розбіжності в драйверах стратегічної ефективності на розвинутих ринках та ринках, що розвиваються. Крім того, вони зазначають, що негативний ефект концентрації власності, що проявляється на розвинутих ринках не є характерним для країн з ринками, що розвиваються.

Більшість досліджень, щодо вияву взаємозв'язків між елементами фінансової архітектури проводяться на основі використання регресійних моделей. Водночас, для того щоби зрозуміти яким чином сформована фінансова архітектура може визначити ринкову позицію підприємства необхідно використовувати метод кластерного аналізу. Він дозволяє розбити всю аналізовану сукупність об'єктів на невелике число однорідних груп або класів. Це знижує розмірності досліджуваних ознак для інтерпретації аналізованих багатовимірних даних. Загальна постановка задачі класифікації полягає в розбитті аналізованих ознак на деяке число непересічних областей. Кластерний аналіз включає в себе набір різних алгоритмів класифікації, що дозволяють організувати спостережувані дані в наочні структури і розгорнути таксономію і змістовно інтерпретувати їх. Результати кластерного аналізу також можуть бути корисні власнику при прийнятті управлінських рішень.



«Цей метод не лише ефективний у своїй основній функції щодо поділу даних на однорідні групи, а й має дуже гарні можливості для візуалізації даних, а також інші функціональні можливості, такі як аналіз траєкторій» [106]

Найбільш загальні методи кластерного аналізу – це об'єднання (деревоподібна кластеризація) і метод К-середніх. Метод деревовидної кластеризації використовується при формуванні неподібних кластерів або відстані між об'єктами. Найбільш загальний тип відстані – це евклідова відстань. Вона є геометричною відстанню в багатовимірному просторі і обчислюється таким чином:

$$d_{ij} = \sqrt{\sum_{k=1}^m (x_{ik} - x_{jk})^2} \quad (3.1)$$

де  $d_{ij}$  – відстань між  $i$ -им і  $j$ -им об'єктами;

$x_{ik}$ ,  $x_{jk}$  – значення  $k$ -ої змінної відповідно у  $i$ -го і  $j$ -го об'єктів.

Евклідова відстань обчислюється за вихідними даними. Вона має певні переваги, наприклад відстань між двома об'єктами не змінюється при введенні в аналіз нового об'єкта, який може здатися викидом із сукупності досліджуваних даних.

На першому кроці, коли кожен об'єкт являє собою окремий кластер, відстані між цими об'єктами визначаються обраною мірою. Коли зв'язується разом кілька об'єктів, виникає питання, як визначити відстань між кластерами, тобто необхідно встановити правило об'єднання або зв'язку для двох кластерів. Є різні можливості та безліч методів об'єднання кластерів, таких як одиничний зв'язок (метод найближчого сусіда), повний зв'язок (метод найбільш віддалених сусідів), незважене попарне середнє, зважене попарне середнє, метод Варда та інші.

Найприйнятнішим в нашому випадку, ми вважаємо, застосування методу найбільш віддалених сусідів. У ньому відстань між кластерами визначається найбільшою відстанню між будь-якими двома об'єктами в різних кластерах. Цей метод працює добре в тому випадку, якщо об'єкти беруться з реально-різних сукупностей.

В основу Viscovery SOMine покладена концепція і алгоритми пакетних Самоорганізованих карт Кохонена (далі – СКК) – сучасного і прогресивного варіанту нейронних мереж, які являють собою широкий клас нейронних мереж, які включають шар Кохонена. Останній є не що інше, як множина формальних нейронів з лінійною функцією активації.

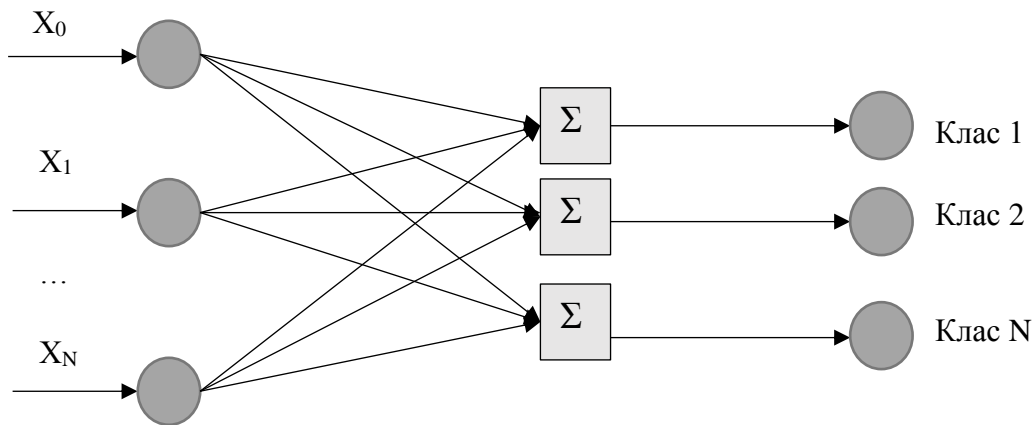


Рисунок 3.1 – Структура нейронної мережі Кохонена, [90, 144]

На противагу стандартним алгоритмам СКК, при якому в процесі навчання синаптичні ваги змінюються після зчитування кожного запису і її нанесення на карту, пакетна СКК бере «пакет» даних (зазвичай всі записи) і виробляє «колективну» зміну синаптичних ваг після того, як всі записи вже нанесені на карту. Це більше нагадує навчання за епохами в нейронних мережах з учителем. Підхід з використанням пакетних СКК є більш надійним, оскільки даний метод опосередковано включає в себе велику кількість етапів навчання. Найголовніше, метод пакетних СКК вимагає визначення швидкості

навчання (налаштування стає таким чином не потрібним). *Viscovery SOMine* об'єднує в собі чотири удосконалення стандартного алгоритму пакетних СКК:

а) для прискорення навчання програма використовує феномен «зростання» мережі СКК (Kohonen, 1997, р. 141). Застосування даного підходу дозволяє збільшити швидкість навчання в 5-10 разів;

б) при деяких режимах навчання (в разі дуже великого числа записів) автоматично включається алгоритм «швидкого пошуку відповідності», при якому час навчання зменшується ще в 10 разів;

в) у алгоритмі навчання використовується малий інерційний член (реально не відчутний, але важливий в деяких спеціальних випадках), відповідно до термінології Кохонена, він називається фактором Вегштейна (Wegstein factor);

г) функція сусідства є не циліндричною, а гаусівською.

Завдяки першим двом особливостям, *Viscovery SOMine* є однією з найбільш швидкодіючих програм, що використовують алгоритм СКК, з усіх наявних в даний час. Причому одержані за її допомогою карти практично нічим не відрізняються від створених іншими методами. Більшість з алгоритмів навчання, що використовує *Viscovery SOMine* ґрунтується на роботах Тейво Кохонена і його співробітників.

Проведення кластерного аналізу за допомогою програмного комплексу «*Viscovery SOMine*» передбачає проходження 3 етапів (рис. 3.2).

Кожний з етапів складається з визначених кроків, а саме:

I. Попередній процес (Preprocess):

– Імпорт даних (Import Data) – передбачає підготовку і завантаження даних до *Viscovery SOMine*»;

– Визначення даних (Define Attributes) (рис. 3.3-3.5).;

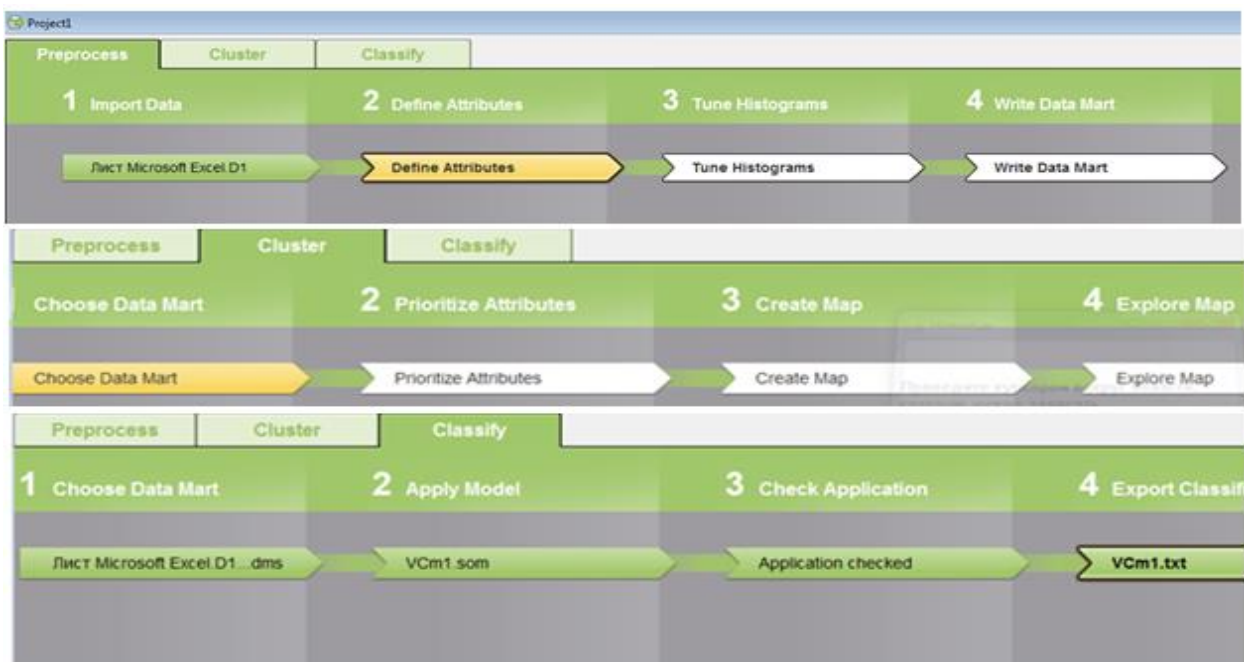


Рисунок 3.2 – Процес проведення кластерного аналізу за допомогою програмного комплексу «Viscovery SOMine»

Джерело: сформовано автором

а) задання типу даних (є 2 типи даних: «значення», що використовуються для числових атрибутів і «текст», що використовується для номінальних атрибутів або міток.

ab Attribute 1	73 G1	73 G2	73 G3
1 Мотор Сич 2007	0.62563510723541	0.610451408347187	0.400860082762882
2 Мотор Сич 2008	0.594559428621262	0.598973323947022	0.536984335081208
3 Мотор Сич 2009	0.683371093448923	0.633996707073119	0.605368872917578
4 Мотор Сич 2010	0.695809631266783	0.632554203122381	0.612485006819865
5 Мотор Сич 2011	0.66507221584068	0.624857173112524	0.593825484652234
6 Мотор Сич 2012	0.638246133182558	0.624872749078967	0.592165840016086
7 Мотор Сич 2013	0.662667834846162	0.624783280577526	0.571215980573419
8 Мотор Сич 2014	0.696499383008349	0.627462010091622	0.576936484430524
9 Мотор Сич 2015	0.656767721887305	0.620478421350233	0.591686215867104
10 Мотор Сич 2016	0.697561677059426	0.627753215387829	0.546736296835084
11 Мотор Сич 2017	0.736923749704889	0.642898983863502	0.570022545580611
12 Дніпроазот 2007	0.594611020887304	0.694574929693658	0.384394557079106
13 Дніпроазот 2008	0.530933726381992	0.705490265278087	0.568651499164397
14 Дніпроазот 2009	0.555756547370787	0.554115858579543	0.3504009277594
15 Дніпроазот 2010	0.367879441171442	0.000133788550570172	0.518103290670411
16 Дніпроазот 2011	0.4525980064588	0.577153916055605	0.367879441171442
17 Дніпроазот 2012	0.508676761924574	0.6364113950343	0.533853104970356
18 Дніпроазот 2013	0.574175206073815	0.636321743349284	0.55191870405266
19 Дніпроазот 2014	0.3874426084622	0.548642370773132	0.544023740526594

Type:  Value  Text, length: 26  Contains attribute names

Buttons: < Назад, Далее >, Отмена, Справка

Рисунок 3.3 – Визначення типів даних

Джерело: сформовано автором

- б) Функція попередньої обробки може бути використана для перетворення тексту, який представляє собою дату або час);
- в) перетворення заданих даних у єдиновимірний вигляд;

	ab Attribute 1	73 G1	73 G2	73 G3
1	Мотор Сич 2007	0,6256	0,6105	0,4009
2	Мотор Сич 2008	0,5946	0,599	0,537
3	Мотор Сич 2009	0,6834	0,634	0,6054
4	Мотор Сич 2010	0,6958	0,6326	0,6125
5	Мотор Сич 2011	0,6651	0,6249	0,5938
6	Мотор Сич 2012	0,6382	0,6249	0,5922
7	Мотор Сич 2013	0,6627	0,6248	0,5712
8	Мотор Сич 2014	0,6965	0,6275	0,5769
9	Мотор Сич 2015	0,6568	0,6205	0,5917
10	Мотор Сич 2016	0,6976	0,6278	0,5467
11	Мотор Сич 2017	0,7369	0,6429	0,57
12	Дніпровазот 2007	0,5946	0,6946	0,3844
13	Дніпровазот 2008	0,5309	0,7055	0,5687
14	Дніпровазот 2009	0,5558	0,5541	0,3504
15	Дніпровазот 2010	0,3679	0,0001338	0,5181
16	Дніпровазот 2011	0,4526	0,5772	0,3679
17	Дніпровазот 2012	0,5087	0,6364	0,5339
18	Дніпровазот 2013	0,5742	0,6363	0,5519
19	Дніпровазот 2014	0,3874	0,5486	0,544
20	Дніпровазот 2015	0,5086	0,5879	0,5674

Рисунок 3.4 – Створення нових даних

Джерело: сформовано автором

- г) визначення основних параметрів масиву даних – мінімум, максимум, мода, медіана, середньоквадратичне відхилення та сума;

Attribute	Minimum	Maximum	Mean	Std. Devia...	Missing V...	Sum
ab Attribute 1						
73 G1	0,0000	0,7841	0,5279	0,1508	0 (0,00%)	127,7504
73 G2	0,0000	0,7055	0,4889	0,2386	0 (0,00%)	118,3193
73 G3	0,0000	0,7092	0,5310	0,1085	0 (0,00%)	128,5126

Рисунок 3.5 – Визначення номінальних атрибутів

Джерело: сформовано автором

– Налаштування гістограм (Tune Histograms) – графічне представлення масиву даних у вигляді гістограм;

– Запис карти даних (Write Data Mart) – збереження масиву даних;

## II. Кластеризація (Cluster):

– Вибір карти даних (Choose Data Mart);

– Визначення пріоритетів атрибутів (Prioritize Attributes) (рис. 3.6) – задання ваги кожної з груп показників (програма пропонує за замовчуванням рівномірний розподіл або введення вручну параметрів на основі правила Фішберна). Надання пріоритету атрибуту означає присвоєння йому особливого значення для програми. Внутрішнім пріоритетом є відносний коефіцієнт масштабування, помножений на відхилення або масштабування діапазону. Визначення пріоритетів атрибуту формально надає йому вагу, відмінну від 0. Атрибути з більш високим пріоритетом отримують більш високий вплив на упорядкування представлення даних SOM. Як наслідок, кластери мають тенденцію виникати ортогонально відносно цього атрибута;

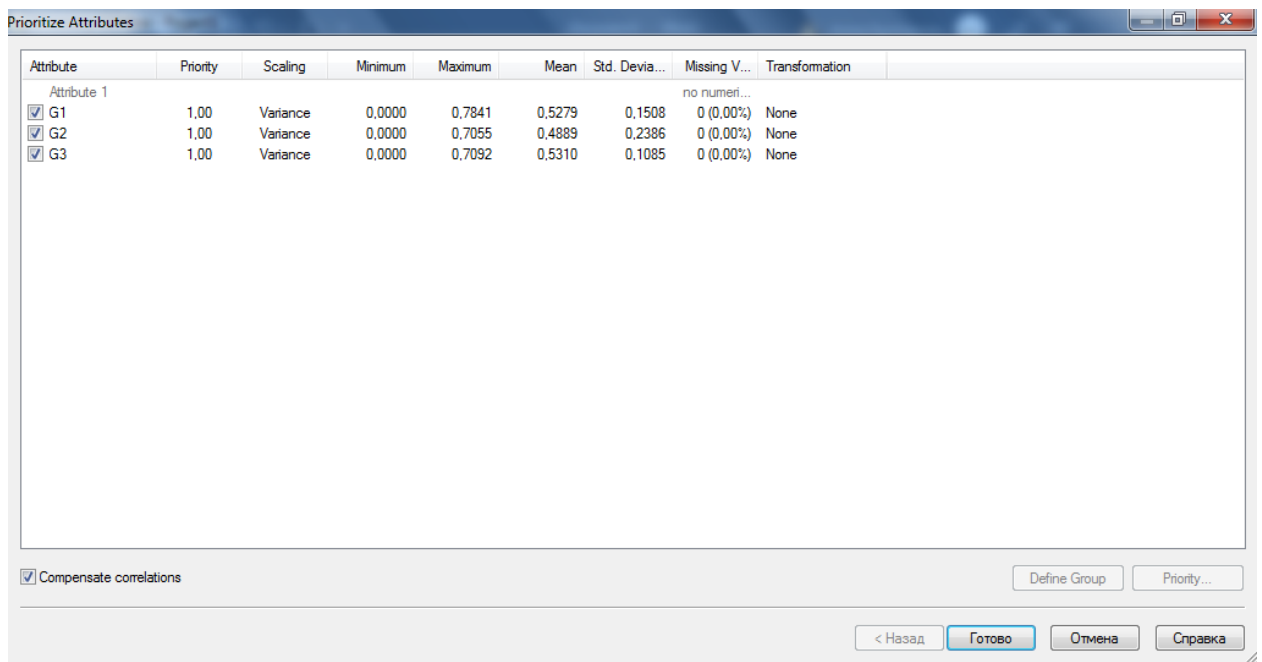


Рисунок 3.6 – Налаштування пріоритетів атрибутів

Джерело: сформовано автором

– Створення карти (Create Map) (рис. 3.7) – налаштування параметрів навчання СКК (визначення кількості вузлів, вибір формату карти, задання

параметрів напруження та вид тренування), параметрів початкової кластеризації на основі методу K-середніх та розподілу Варда. Також, на даному етапі автор проекту може вручну задати кількість кластерів на СКК або встановити автоматичний розподіл на кластери;

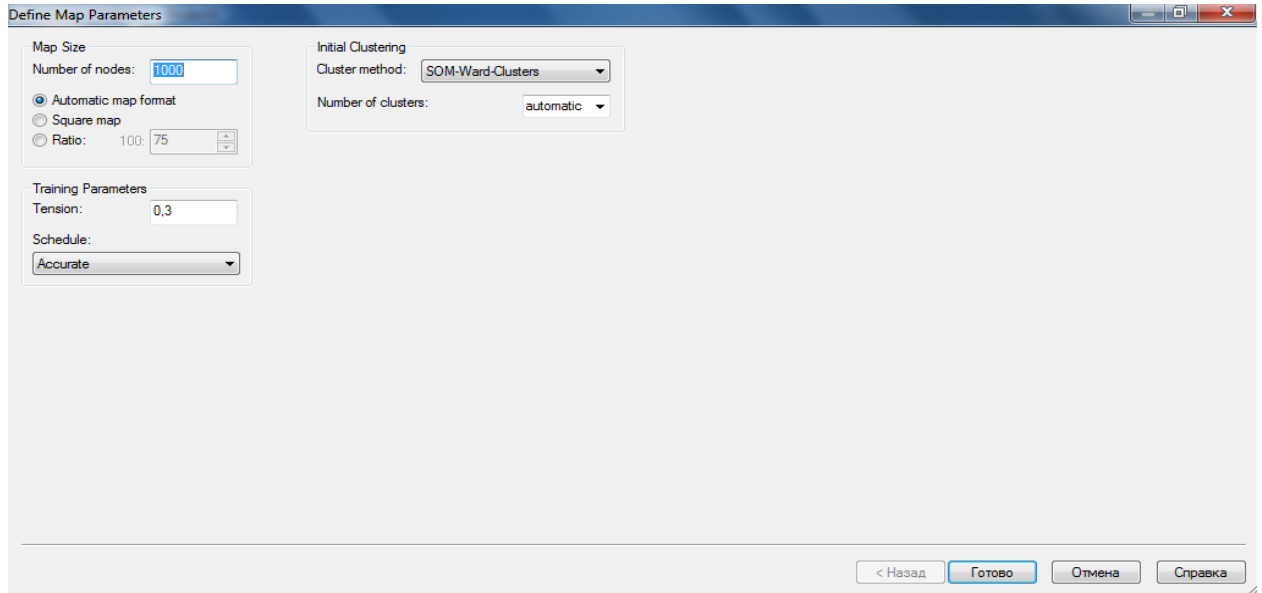


Рисунок 3.7 – Визначення параметрів карти

Джерело: сформовано автором

– Дослідження карти (Explore Map) (рис. 3.8);

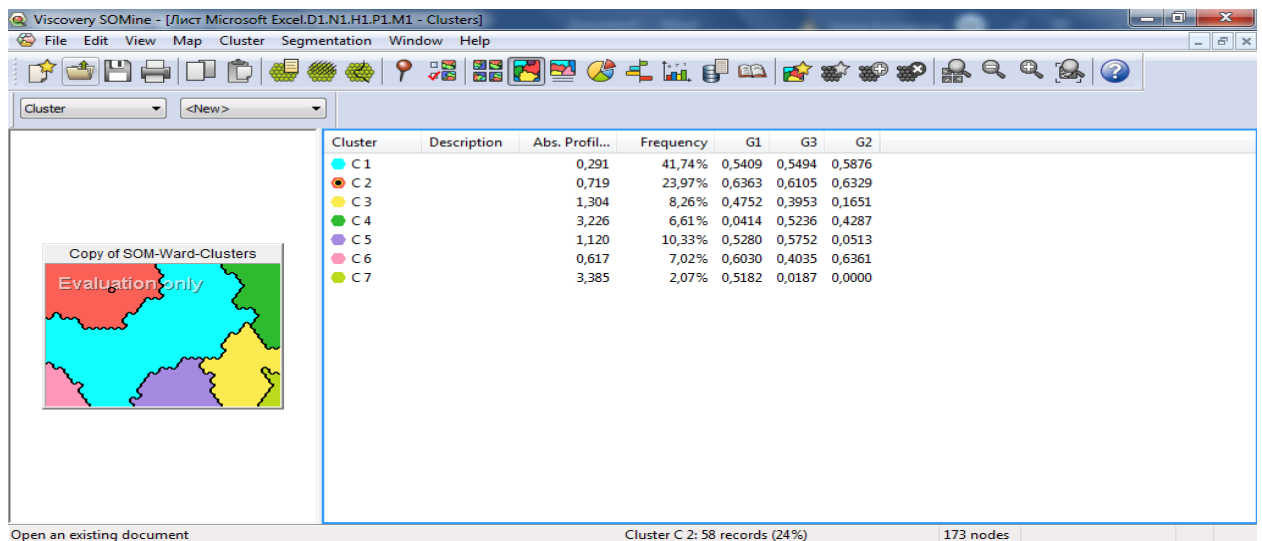


Рисунок 3.8 – Дослідження параметрів карти

Джерело: сформовано автором

### III. Класифікація (Classify):

- Вибір карти даних (Choose Data Mart) – вибір масиву даних;;
- Застосування моделі (Apply Model) – дає змогу обрати модель, яка буде застосована до матриці даних, обраної на етапі кластеризації;
- Перевірка заявки (Check Application) – дає змогу порівняти на графіку атрибути в різних кластерів;
- Експорт класифікації (Export Classification).

Вибір підприємств для кластерного аналізу було здійснено на основі рейтингу Топ-200 найбільших за виручкою компаній України 2017 року [15] (таблиця 3.1) з відкритою фінансовою звітністю представленою на сайті Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (Stock market infrastructure development agency of Ukraine) – [smida.gov.ua](http://smida.gov.ua).

Таблиця 3.1 – Підприємства з Топ-200 найбільших за виручкою компаній України 2017 року

Місце у рейтингу / Підприємство	Виручка, млрд грн	Прибуток/ збиток, млн грн	Вид діяльності	Тип власності
5. ПрАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь»	68,97	-131	Виробництво сталі та прокату	Приватна («Метінвест», Р. Ахметов, В. Новинський)
7. ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»	66,19	5062	Виробництво сталі та прокату	Приватна (ArcelorMittal, Л. Міттал)
8. ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»	56,64	-828	Виробництво сталі та прокату	Приватна («Метінвест», Р. Ахметов, В. Новинський)
28. ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»	23,28	7792	Видобуток та збагачення руди	Приватна («Метінвест», Р. Ахметов, В. Новинський)
35. ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	20,59	4872	Видобуток та збагачення руди	Приватна (Ferrexpo, К. Жеваго)
44. ПрАТ «Київстар»	17,08	6169	Надання послуг мобільного зв'язку та інтернету	Приватна (VimpelCom, М. Фрідман)



Продовження таблиці 3.1

Місце у рейтингу / Підприємство	Виручка, млрд грн	Прибуток/ збиток, млн грн	Вид діяльності	Тип власності
46. ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»	5,78	2380	Виробництво сталі та прокату	Приватна (О. Ярославський)
47. ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат»	15,71	5711	Видобуток та збагачення руди	Приватна («Метінвест», Р. Ахметов, В. Новинський)
52. ПАТ «Мотор Січ»	14,92	3078	Виробництво авіаційних двигунів	Приватна (В. Богуслаєв)
60. ПрАТ «МТС Україна»	11,75	2206	Надання послуг мобільного зв'язку та інтернету	Приватна (В. Євтушенков, Росія)
66. ПАТ «Центренерго»	10,92	1891	Виробництво електроенергії	Державна
67. ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат»	0,73	2709	Видобуток та збагачення руди	Приватна («Метінвест», Р. Ахметов, В. Новинський)
99. ПАТ «Запоріжжя облenerго»	8,05	-14	Розподіл та постачання електроенергії	Державна + Приватна (І. Суркіс, Г. Суркіс, К. Григоришин, І. Коломойський)
100. ПрАТ «Київобленерго»	8,03	218	Розподіл та постачання електроенергії	Приватна (VS Energy, М. Спектор, О. Бабаков, Є. Гінер)
103. ПАТ «Харківобленерго»	7,95	31	Розподіл та постачання електроенергії	Державна + Приватна (К. Григоришин)
114. ПАТ «Дніпроазот»	7,30	533	Виробництво азотних добрив	Приватна («Приват», І. Коломойський)
121. ПАТ «Полтаваобленерго»	6,69	130	Розподіл та постачання електроенергії	Приватна («Приват», І. Коломойський)
134. ПАТ «Укртелеком»	6,12	867	Надання послуг мобільного зв'язку та інтернету	Приватна (Р. Ахметов)
149. ПАТ «Фармак»	6,08	839	Виробництво ліків	Приватна (Ф. Жебровська)
158. ПрАТ «Львів облenerго»	5,36	-63	Розподіл та постачання електроенергії	Приватна (І. Суркіс, Г. Суркіс)

Продовження таблиці 3.1

Місце у рейтингу / Підприємство	Виручка, млрд грн	Прибуток/ збиток, млн грн	Вид діяльності	Тип власності
178. ПрАТ «Монделіс Україна»	4,79	276	Виробництво кондитерської продукції	Приватна (Kraft Foods (Нідерланди))
197. ПрАТ «Євраз Суха балка»	4,38	-1174	Видобуток та збагачення руди	Приватна (О. Ярославський)

Джерело: складено автором

Відібрані для аналізу підприємства мають досить широкий діапазон видів діяльності та займаються виробництвом сталі та прокату, видобутком та збагаченням руди, наданням послуг мобільного зв'язку та інтернету, виробництвом авіаційних двигунів, виробництвом, розподілом та постачанням електроенергії, виробництвом азотних добрив та виробництвом кондитерської продукції та ін.

Серед досліджуваних підприємств 18 мали прибуток у 2017 році (найбільш прибутковим було ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» з чистим прибутком на рівні 7792 млн грн), а 5 є збитковими, а саме – ПрАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь», ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча», ПАТ «Запоріжжяобленерго», ПрАТ «Львівобленерго» та ПрАТ «Євраз Суха балка».

Для застосування методу кластеризації за кожним підприємством на основі їх фінансової звітності за 2007-2017 рр. було розраховано 28 показників, що характеризують їх фінансовий стан, які умовно було поділено на 3 групи:

1. Показники майнового стану, ліквідності та платоспроможності підприємства (група  $H_1$ ):

- коефіцієнт зносу основних засобів;
- коефіцієнт приросту необоротних активів;
- коефіцієнт компенсації вибуття необоротних активів;
- фондвіддача;

- коефіцієнт покриття;
- коефіцієнт швидкої ліквідності;
- коефіцієнт абсолютної ліквідності;
- коефіцієнт забезпечення ліквідності;
- коефіцієнт поточної платоспроможності;

2. Показники фінансової стійкості підприємства, які відображають сформовану фінансову архітектуру за таким її елементом як структура капіталу (група Н<sub>2</sub>):

- коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості;
- коефіцієнт автономії;
- коефіцієнт фінансування;
- коефіцієнт фінансової стійкості;
- коефіцієнт фінансового левериджу;
- коефіцієнт забезпечення власним оборотним капіталом;
- коефіцієнт маневреності власного оборотного капіталу;
- коефіцієнт короткострокової заборгованості;
- коефіцієнт покриття інвестицій;
- коефіцієнт фінансування інвестицій;

3. Показники ділової активності та рентабельності підприємства (група Н<sub>3</sub>):

- коефіцієнт оборотності капіталу;
- коефіцієнт оборотності власного капіталу;
- коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості;
- коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості;
- рентабельність продажів;
- валова рентабельність продажів;
- операційна рентабельність продажів;
- рентабельність активів (ROA);

– рентабельність власного капіталу (ROE).

Так, як усі відібрані показники є відносними, модель не вимагає нормалізації даних.

Для формування інтегральних показників за кожною з представлених груп (майнового стану, ліквідності та платоспроможності; фінансової стійкості та ділової активності і рентабельності підприємства) пропонується використати функцію бажаності Гаррінгтона.

Дана функція, запропонована Е.С. Гаррінгтоном у 1963 році для опису приватних критеріїв та обмежень при вирішенні багатокритеріальних завдань, дає можливість встановити відповідність між оцінками бажаності значущих показників та кількістю дозволених інтервалів. Інтервали знаходяться у діапазоні від 0 до 1 та при зміні відповідного рівня якості зростають від найменшого до найкращого значення та обчислюється за формулами (3.2-3.3):

$$H_i = \sqrt[n]{\prod_{k=1}^n h_k} \quad (3.2)$$

$$h_k = \exp(-\exp(-\bar{x}_k)) \quad (3.3)$$

- де  $k$  – кількість показників;  
 $h_k$  – частинна функція Гаррінгтона;  
 $\bar{x}_k$  – показник у безрозмірному вигляді;  
 $n$  – кількість досліджуваних параметрів;

Функція бажаності Гаррінгтона має наступні переваги:

- є кількісною, виражається числом;
- є однозначною, тобто заданому набору значень частинних параметрів оцінки відповідає єдине значення функції;
- універсальна і може використовуватись у різних областях;

– забезпечує простий шлях перетворення показників за допомогою графіка;

– «нейтральна» при узагальненні;

– є адекватною.

Загальна функція Гаррінгтона має наступний вигляд (рис. 3.9):

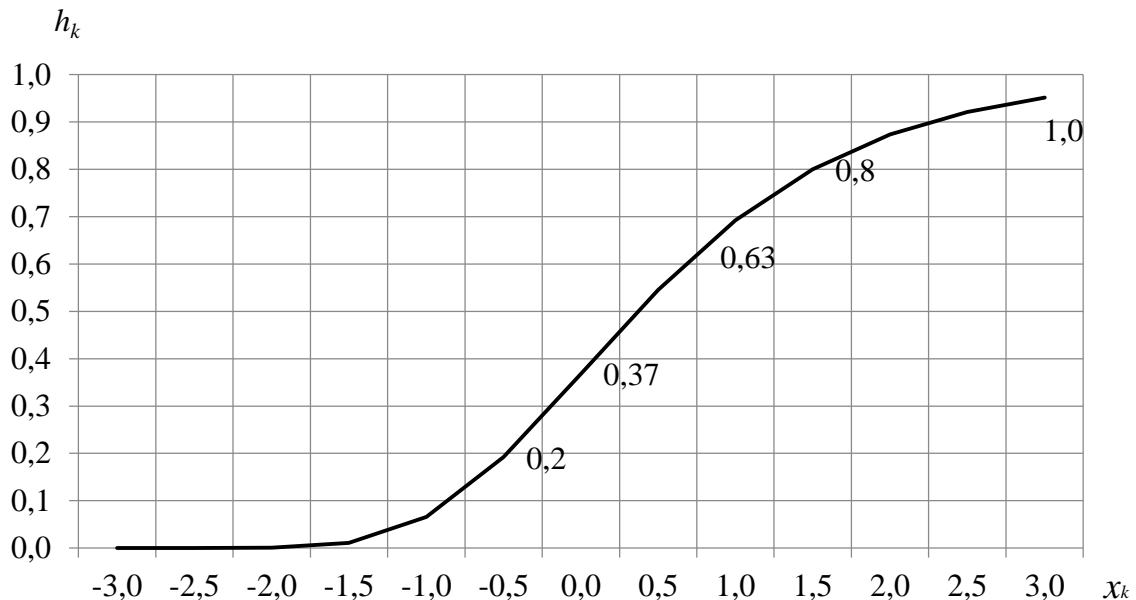


Рисунок 3.9 – Узагальнена функція Гаррінгтона

Таким чином, функція бажаності Гаррінгтона має 5 інтервалів, де:

а)  $d_i = [1-0,8)$  – відмінний рівень бажаності;

б)  $d_i = [0,8-0,6)$  – добрий рівень бажаності;

в)  $d_i = [0,6-0,37)$  – достатній рівень бажаності;

г)  $d_i = [0,37-0]$  – недопустимий рівень бажаності;

д)  $d_i = 0$  відповідає неприйнятній величині  $i$ -го показника оптимізації.

Значення  $d_i = 0,37$  зазвичай використовують у якості межі допустимих значень. Вибір відміток на шкалі бажаності 0,37 і 0,63 пояснюється зручністю обчислення, тому що  $0,37 \approx 1/e$ , а  $0,63 \approx 1 - 1/e$  [9; 48].

У процесі перетворення показників досліджуваних підприємств за допомогою функції бажаності Гаррінгтона було отримано узагальнені індекси

бажаності по кожній з груп. Для підприємства ПАТ «Мотор Січ» узагальнені функції бажаності за 2007-2017 рр. представлено у таблиці 3.2.

Таблиця 3.2 – Узагальнені функції бажаності для підприємства ПАТ «Мотор Січ» за 2007-2017 рр.

Підприємство / рік	Значення функцій бажаності		
	H <sub>1</sub>	H <sub>2</sub>	H <sub>3</sub>
ПАТ «Мотор Січ» 2007	0,63	0,61	0,40
ПАТ «Мотор Січ» 2008	0,59	0,60	0,54
ПАТ «Мотор Січ» 2009	0,68	0,63	0,61
ПАТ «Мотор Січ» 2010	0,70	0,63	0,61
ПАТ «Мотор Січ» 2011	0,67	0,62	0,59
ПАТ «Мотор Січ» 2012	0,64	0,62	0,59
ПАТ «Мотор Січ» 2013	0,66	0,62	0,57
ПАТ «Мотор Січ» 2014	0,70	0,63	0,58
ПАТ «Мотор Січ» 2015	0,66	0,62	0,59
ПАТ «Мотор Січ» 2016	0,70	0,63	0,55
ПАТ «Мотор Січ» 2017	0,74	0,64	0,57

Узагальнені функції бажаності по 3 групам показників для усіх досліджуваних підприємств наведено у додатку А.

Отже, вихідні дані моделі були представлені у вигляді матриці рядків – 242 спостереження (22 підприємства за 11 років) і стовпців – 28 показників оцінки фінансового стану, а загальний масив даних склав 6776 спостережень.

Після перетворення вхідного масиву даних за допомогою функції бажаності Гаррінгтона було отримано 3 узагальнені індекси бажаності за 11 років для 22 підприємств України. Тобто, на попередньому етапі (Preprocess) імпорту даних (Import Data) до програмного комплексу Viscovey SOMine було завантажено масив даних, що становить 726 спостережень (Attributes).

Наступним кроком стане застосування методу аналізу паттернів, що базується на виявленні схожості показників, що характеризують внутрішню структуру досліджуваних об'єктів. На його основі формуються кластери, схожі за деякою, заздалегідь обраною метрикою, причому об'єкти різних кластерів істотно відрізняються. При наявності інформації про кількісні значення показників досліджуваних об'єктів, що вимірюються в послідовні момент часу, можлива побудова траєкторій розвитку паттернів як динамічних

груп, так і окремих об'єктів, а також виявлення неявних взаємозв'язків вихідних показників. Траєкторії розвитку патернів досліджуваних підприємств пропонується будувати з використанням трендового прогнозування.

### 3.2 Інтегральне оцінювання стану фінансової архітектури підприємств

За підсумками кластерного аналізу з використанням програмного комплексу Viscovey SOMine було отримано 7 кластерів (рисунок 3.10).

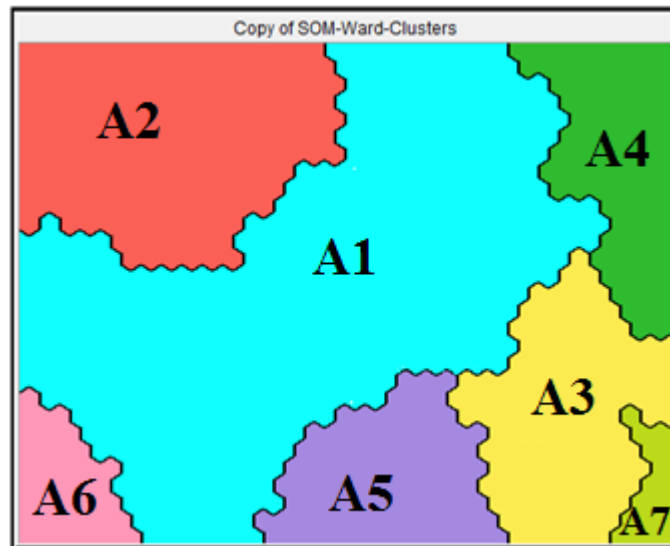


Рисунок 3.10 – Карта кластерів

Джерело: сформовано автором

Кількісні характеристики отриманих кластерів (Group Profile) представлено в таблиці 3.3

Таблиця 3.3 – Опис кількісних характеристик кластерів

Кластер	Частка	H <sub>1</sub>	H <sub>2</sub>	H <sub>3</sub>
A1	41,74%	0,5409	0,5494	0,5876
A2	23,97%	0,6363	0,6105	0,6329
A3	8,26%	0,4752	0,3953	0,1651
A4	6,61%	0,0414	0,5236	0,4287
A5	10,33%	0,5280	0,5752	0,0513

## Продовження таблиці 3.3

Кластер	Частка	H1	H2	H3
A6	7,02%	0,6030	0,4035	0,6361
A7	2,07%	0,5182	0,0187	0,0000

Джерело: сформовано автором

Таким чином, найбільшим за обсягом є кластер A1, до якого входять 41,74 % спостережень, а найменшим – A7, що включає 2,07 % досліджуваних об'єктів.

Виявлено підприємства, що мають високі показники – це підприємства, що входять до 2, 1 і 6 кластерів і мають високу якість сформованої фінансової архітектури. Визначено підприємства, які мають низькі показники – це об'єкти, що входять в 4 і 7 кластери (таблиця 3.4).

Таблиця 3.4 – Характеристика підприємств на основі оцінки кластерів

Кластер	Значення функції бажаності	Оцінка	Група підприємств
A2	0,6266	5	Потужні підприємства
A1	0,5593	4	Стабільні підприємства
A6	0,5475		
A5	0,3848	3	Проблемні підприємства
A3	0,3452		
A4	0,3312	2	Підприємства у кризовому стані
A7	0,1790	1	Підприємства на стадії банкрутства

Джерело: сформовано автором

Під час роботи з програмним забезпеченням Viscovery SOMine значення стовпців Profile, P-Value та T-Test, а також гістограми обчислюються щодо референтної групи. Змінюючи референтну групу, можна порівняти властивості різних груп вузлів. Наприклад, щоб проаналізувати, чим кластер відрізняється від інших кластерів, кластер можна визначити як референтну групу, а потім по черзі досліджують значення інших кластерів.

На рисунку 3.11 представлено графічне відображення референтної групи досліджуваних підприємств.



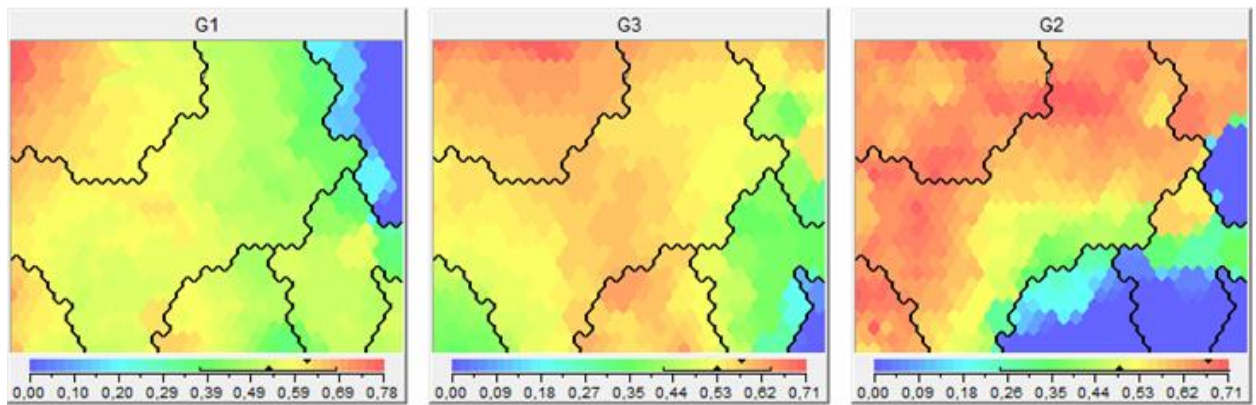


Рисунок 3.11 – Референтні групи кластерного аналізу

Основна мета Group Profile – допомогти знайти атрибути, для яких вказаний в даний час діапазон групи значно відрізняється від референтної групи. Це досягається обчисленням двостороннього Т-тесту статистичного контрасту трьох середніх значень (Додаток Б).

Інформація щодо підприємств, які ввійшли до кожного з описаних кластерів наведено у таблиці 3.5.

Таблиця 3.5 – Загальна характеристика кластерів

Кластер	Кількість об'єктів (спостережень)	Підприємство
A1	101	ПрАТ «Азовсталь» 2009-2017; ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2009, 2012-2017; ПАТ «Дніпроазот» 2008, 2012-2016; ПрАТ «Євраз Суша балка» 2010, 2013, 2015, 2017; ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2009-2011, 2014-2015, 2017; ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2009, 2012-2014, 2017; ПрАТ «Київобленерго» 2013-2014, 2016-2017; ПрАТ «Львівобленерго» 2008, 2010, 2012-2013; ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2009-2017; ПрАТ «Монделіс Україна» 2017; ПАТ «Мотор Січ» 2008; ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2009-2010, 2012, 2014-2017; ПАТ «Полтаваобленерго» 2009-2016; ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2009-2010, 2013-2014; ПАТ «Укртелеком» 2010-2011; ПАТ «Фармак» 2008-2010; ПрАТ «Харківобленерго» 2008, 2010, 2012, 2014-2017;

Продовження таблиці 3.5

Кластер	Кількість об'єктів (спостережень)	Підприємство
A1	101	ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2009-2011, 2014, 2016-2017; ПАТ «Центренерго» 2008-2017;
A2	58	ПрАТ «Азовсталь» 2008; ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2008, 2010-2011; ПАТ «Дніпроазот» 2017; ПрАТ «Євраз Суха балка» 2008, 2011-2012, 2014; ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2012-2013; ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2008, 2010-2011; ПрАТ «Київобленерго» 2010-2012; ПрАТ «Київстар» 2008, 2010, 2012, 2016-2017; ПрАТ «Львівобленерго» 2011; ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2008; ПрАТ «Монделіс Україна» 2008, 2010-2016; ПАТ «Мотор Січ» 2009-2017; ПрАТ «МТС Україна» 2010, 2013-2014; ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2008, 2011, 2013; ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2011-2012; ПАТ «Фармак» 2011-2015, 2017; ПрАТ «Харківобленерго» 2013; ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2008, 2013, 2015;
A3	20	ПАТ «Дніпроазот» 2011; ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2009-2011, 2014, 2016; ПрАТ «Євраз Суха балка» 2016; ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2007-2008; ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2015-2016; ПрАТ «Київобленерго» 2007, 2009; ПрАТ «Київстар» 2009; ПрАТ «Львівобленерго» 2007, 2014; ПрАТ «Монделіс Україна» 2009; ПрАТ «МТС Україна» 2007, 2009; ПрАТ «МТС Україна» 2009; ПрАТ «Харківобленерго» 2007;
A4	16	ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2008, 2015; ПрАТ «Київобленерго» 2008; ПрАТ «Київстар» 2007, 2011, 2013; ПрАТ «МТС Україна» 2011-2012; ПАТ «Укртелеком» 2007-2013, 2015; ПрАТ «Харківобленерго» 2009, 2011;

## Продовження таблиці 3.5

Кластер	Кількість об'єктів (спостережень)	Підприємство
A5	25	ПАТ «Дніпроазот» 2010; ПАТ «Запоріжжяобленерго» 20164; ПрАТ «Київобленерго» 2015; ПрАТ «Київстар» 2014-2015; ПрАТ «Львівобленерго» 2009, 2015-2017; ПрАТ «Монделіс Україна» 2015; ПрАТ «МТС Україна» 2008, 2015-2017; ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2008, 2017; ПАТ «Укртелеком» 2014, 2016-2017; ПАТ «Фармак» 2016; ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2012;
A6	17	ПрАТ «Азовсталь» 2007; ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2007; ПАТ «Дніпроазот» 2007, 2009; ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2007; ПрАТ «Євраз Суха балка» 2007, 2009; ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2007; ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2007; ПрАТ «Монделіс Україна» 2007; ПАТ «Мотор Січ» 2007; ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2007; ПАТ «Полтаваобленерго» 2007; ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2007; ПАТ «Фармак» 2007; ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2007; ПАТ «Центренерго» 2007;
A7	5	ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2012-2013, 2017; ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2015-2016.

Джерело: сформовано автором

Таким чином, ми можемо представити динаміку патернів аналізованих підприємств за період 2011-2017 рр. (таблиця 3.6).

Таким чином, серед 22 досліджуваних об'єктів найбільш стабільними були 5 підприємств (рис. 3.12), а саме:

- ПрАТ «Азовсталь»;
- ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»;

- ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»;
- ПАТ «Мотор Січ»;
- ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»;
- ПАТ «Центрэнерго».

Таблиця 3.6 – Динаміка патернів аналізованих підприємств за період 2011-2017 рр.

Підприємство	Динаміка патернів за 2011-2017 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 Суша 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
ПрАТ «Київобленерго»	A3→A4→A3→A2→A2→A2→A1→A1→A5→A1→A1
ПрАТ «Київстар»	A4→A2→A3→A2→A4→A2→A4→A5→A5→A2→A2
ПрАТ «Львівобленерго»	A3→A1→A5→A1→A2→A1→A1→A3→A5→A5→A5
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»	A6→A2→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1
ПрАТ «Монделіс Україна»	A6→A2→A3→A2→A2→A2→A2→A2→A5→A2→A1
ПАТ «Мотор Січ»	A6→A1→A2→A2→A2→A2→A2→A2→A2→A2→A2
ПрАТ «МТС Україна»	A3→A5→A3→A2→A4→A4→A2→A2→A5→A5→A5
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»	A6→A2→A1→A1→A2→A1→A2→A1→A1→A1→A1
ПАТ «Полтаваобленерго»	A6→A5→A1→A1→A1→A5→A5→A1→A1→A1→A5
ПрАТ «Полтавський гірничозбагачувальний комбінат»	A6→A5→A1→A1→A2→A2→A1→A1→A7→A7→A5
ПАТ «Укртелеком»	A4→A4→A4→A1→A1→A4→A4→A5→A4→A5→A5
ПАТ «Фармак»	A6→A1→A1→A1→A2→A2→A2→A2→A2→A5→A2
ПрАТ «Харківобленерго»	A3→A1→A4→A1→A4→A1→A2→A1→A1→A1→A1
ПрАТ «Центральний гірничозбагачувальний комбінат»	A6→A2→A1→A1→A1→A5→A2→A1→A2→A1→A1
ПАТ «Центрэнерго»	A6→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1→A1

Джерело: сформовано автором

Дані підприємства протягом всього аналізованого періоду перебували у межах кластерів А2 (потужні підприємства) та А1, А6 (стабільні підприємства). На основі трендового прогнозування, можна стверджувати, що

зміна показників діяльності даних підприємств протягом найближчих 2 років у межах релевантного діапазону не передбачається.

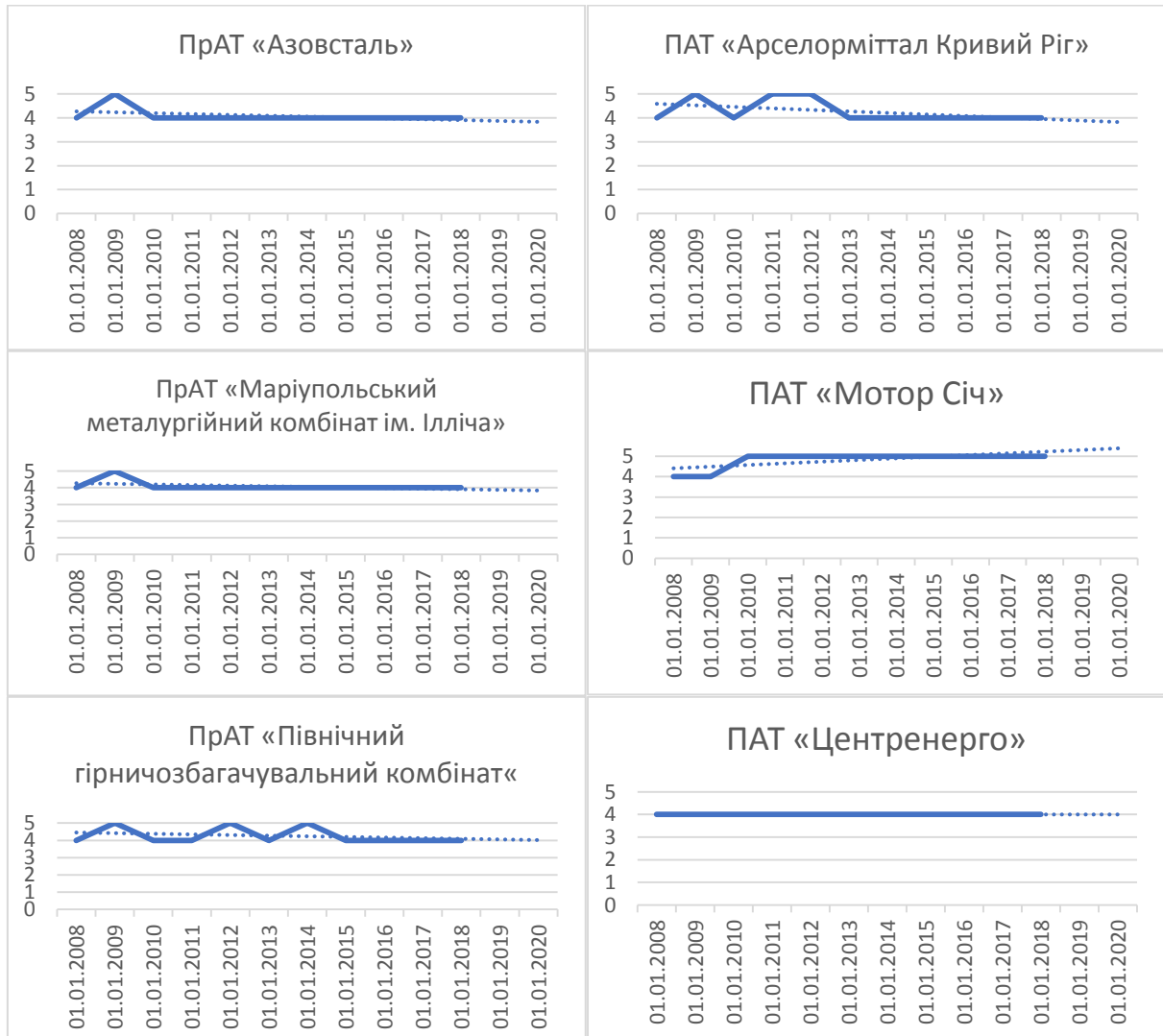


Рисунок 3.12 – Група найбільш стабільних підприємств України (у межах релевантного діапазону)

Джерело: сформовано автором

До умовно стабільних підприємств України (підприємства, що мали проблеми з фінансовою стійкістю, проте змогли відновити показники попередніх років. Станом на початок 2018 року перебувають у межах кластерів зі «стабільними» чи «потужними» підприємствами та мають позитивний прогноз на наступні періоди) відносяться (рис. 3.13):

– ПАТ «Дніпроазот» (підприємство мало проблеми з фінансовою стійкістю у 2011-2012 рр.);

- ПрАТ «Євраз Суха балка» (підприємство має проблеми з фінансовою стійкістю у 2017 р.);
- ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» (підприємство мало проблеми з фінансовою стійкістю у 2016-2017 рр.);
- ПрАТ «Монделіс Україна» (підприємство мало проблеми з фінансовою стійкістю у 2010 та 2016 рр.);
- ПАТ «Фармак» (підприємство мало проблеми з фінансовою стійкістю у 2017 р.);
- ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» (проблеми з фінансовою стійкістю у 2013 р.).

Група нестабільних підприємств України (у межах релевантного діапазону), була сформована з підприємств, що мали значні проблеми з фінансовою стійкістю протягом досліджуваного періоду, проте мають потенціал та демонстрували можливості виходу з кризового стану. Да даної групи було віднесено (рис. 3.14):

- ПАТ «Запоріжжяобленерго» (підприємство перебувало у кластерах «проблемних підприємств» у 2008-2009 рр. та 2017 році, відновило фінансову стійкість на початок 2018 року, має позитивний прогноз подальшої діяльності);
- ПрАТ «Київобленерго» (підприємство перебувало у кластерах «проблемних підприємств» у 2008, 2010 рр. та 2016 році. У 2009 році перебувало у кластері підприємств у кризовому стані, проте відновило фінансову стійкість на у 2017-2018 рр., має позитивний прогноз подальшої діяльності);
- ПрАТ «Київстар» (підприємство перебувало у кластерах «проблемних підприємств» у 2010 році та 2015-2016 рр. Проте, 2008, 2012 та 2014 рр. перебувало у кластері підприємств у кризовому стані. Відновило фінансову стійкість на у 2017-2018 рр., має позитивний прогноз подальшої діяльності);
- ПрАТ «Львівобленерго» (підприємство перебувало у кластерах «проблемних підприємств» у 2008, 2010 рр. та з 2015 року і на момент

дослідження. У 2011-2014 рр. підприємство продемонструвало здатність до відновлення фінансової стійкості. Відповідно до прогнозу подальшої діяльності підприємство і надалі буде перебувати у кластері «проблемних підприємств»);

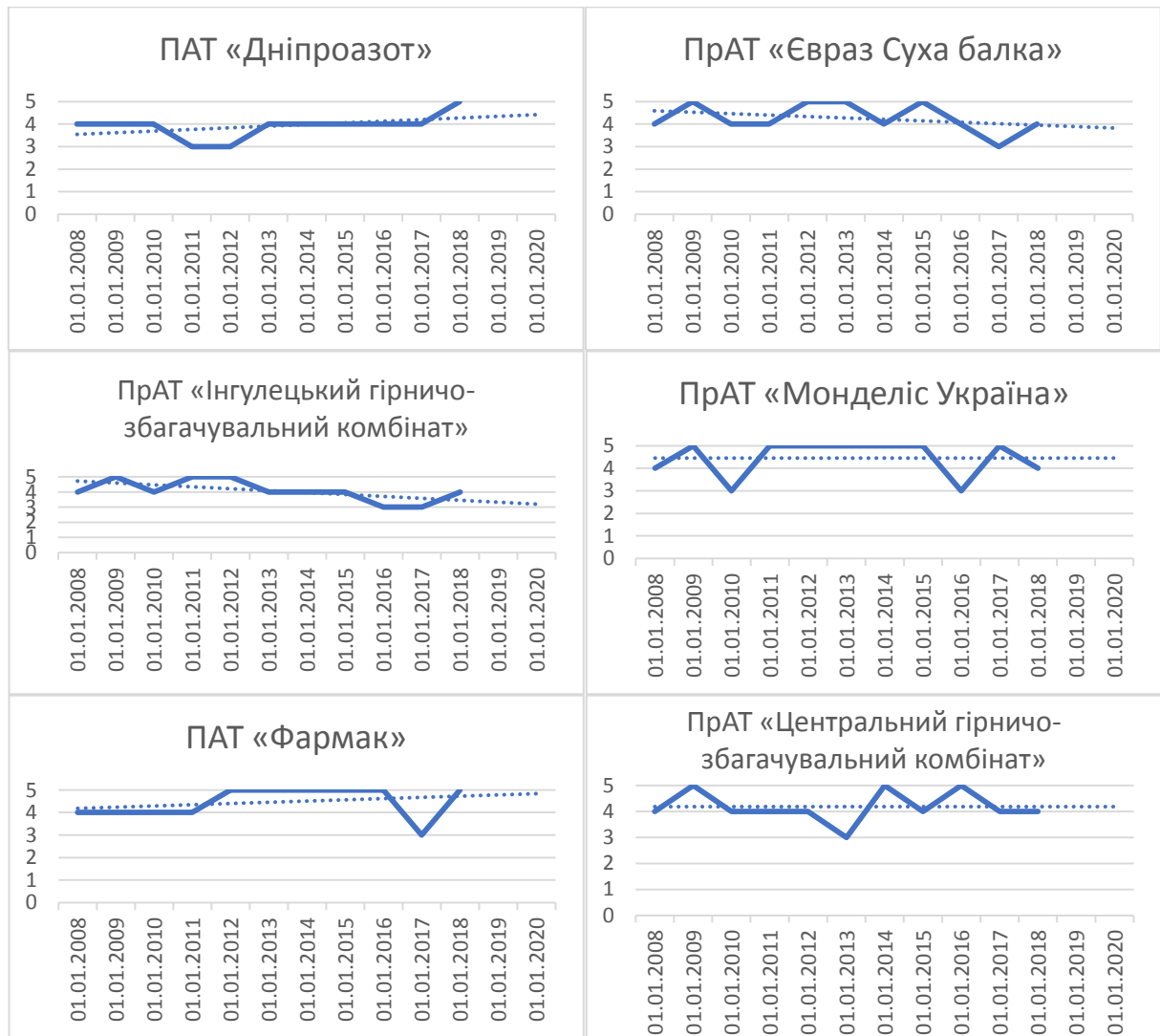


Рисунок 3.13 – Група умовно стабільних підприємств України (у межах релевантного діапазону)

Джерело: сформовано автором

– ПАТ «Полтаваобленерго» (підприємство перебувало у кластерах «проблемних підприємств» у 2008-2009 рр. та 2013-2014 році та станом на початок 2018 року, за прогнозами і надалі буде перебувати у кластері «проблемних підприємств»);

– ПрАТ «Харківобленерго» (підприємство перебувало у кластерах «проблемних підприємств» у 2008 році. У 2010 та 2012 рр. перебувало у кластері підприємств у кризовому стані, проте відновило фінансову стійкість починаючи з 2013 року і станом на початок 2018 року перебуває у кластері «стабільних підприємств», має позитивний прогноз подальшої діяльності).

Варто зазначити, що у межах проведеного дослідження до групи нестабільних підприємств України, що налічує 6 підприємств потрапило 5 підприємств, що надають послуги з розподілу та постачання електроенергії (ПАТ «Запоріжжяобленерго», ПрАТ «Київобленерго», ПрАТ «Львівобленерго», ПАТ «Полтаваобленерго» та ПрАТ «Харківобленерго»), що може свідчити про кризовий стан усієї галузі. Проте, відповідно до прогнозу подальшої діяльності значного погіршення фінансового стану досліджуваних підприємств не передбачається.

Відзначимо, що серед досліджуваних підприємств України було виявлено 4 підприємства, що перебувають у глибокому кризовому стані і мають негативні прогнози подальшої діяльності, а саме (рис. 3.15):

– ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» (починаючи з 2009 року перебуває у межах кластерів А3, А5 «проблемні підприємства» (2010-2012 рр., 2015 та 2017 рр.), А4 «підприємства у кризовому стані» (2009, 2016 рр.) та А7 «підприємства на стадії банкрутства» (2013-2014 рр.). На початок 2018 року підприємство перебуває у межах кластеру підприємств, що знаходяться на стадії банкрутства. Має негативний прогноз подальшої діяльності);

– ПрАТ «МТС Україна» (протягом 2008-2010 рр. та 2016-2018 рр. перебувало у межах кластерів А3, А5 «проблемні підприємства», а у 2012-2013 рр. перейшло до кластеру А4 «підприємства у кризовому стані». За прогнозами і надалі буде перебувати у кластері «проблемних підприємств»);

– ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» (у 2009 та станом на початок 2018 року перебуває у межах кластерів А3, А5 «проблемні підприємства». Протягом 2016-2017 рр. перейшло до кластеру А4



«підприємства у кризовому стані». Має негативний прогноз подальшої діяльності);

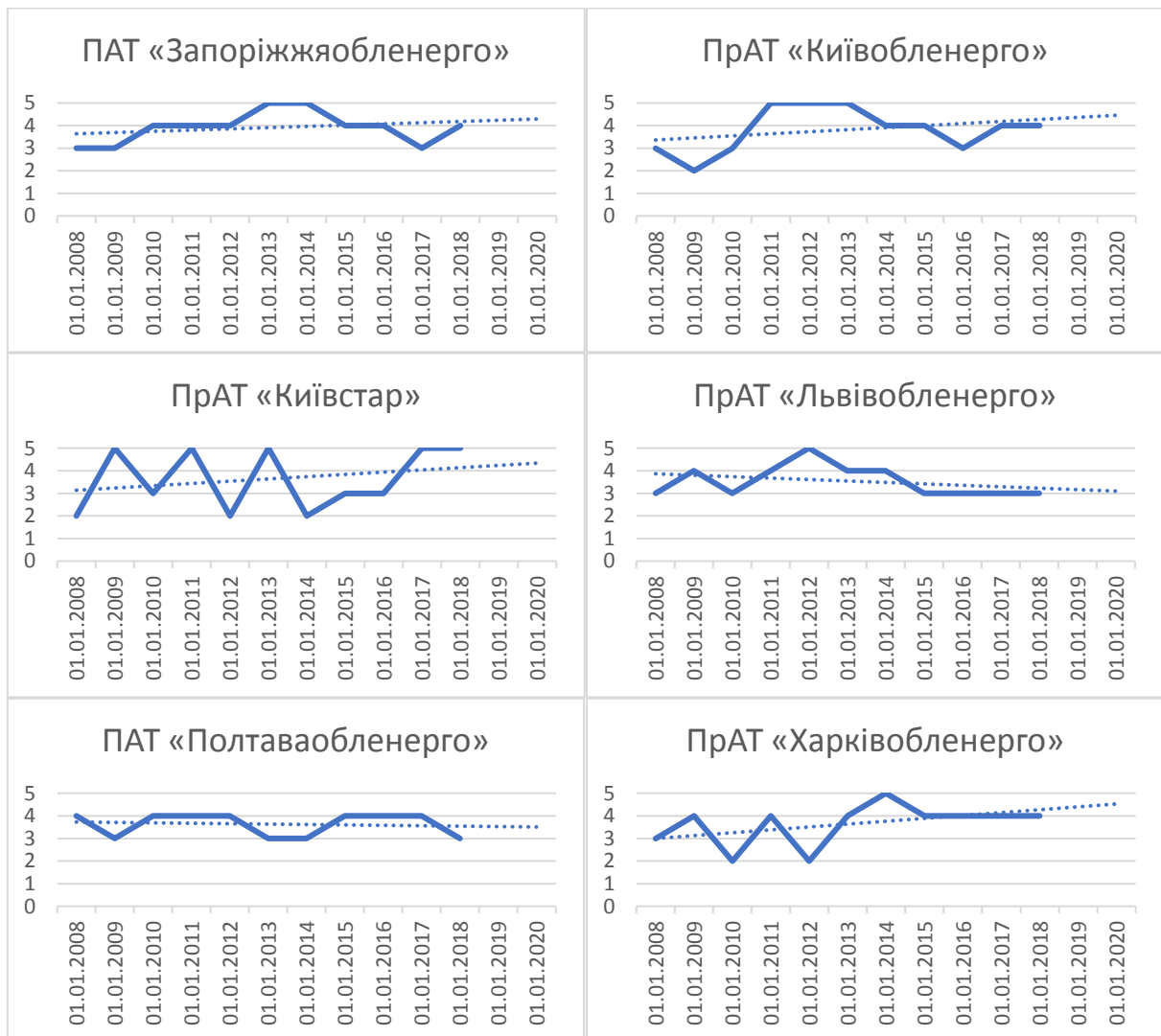


Рисунок 3.14 – Група нестабільних підприємств України (у межах релевантного діапазону)

Джерело: сформовано автором

– ПАТ «Укртелеком» (протягом 2008-2010 рр. та 2013-2014 рр. та 2016 р. перебувало у межах кластеру А4 «підприємства у кризовому стані». У 2015 р. та протягом 2017-2018 рр. змістилося до кластерів А3, А5 «проблемні підприємства». За прогнозами і надалі буде перебувати у кластері «проблемних підприємств»).

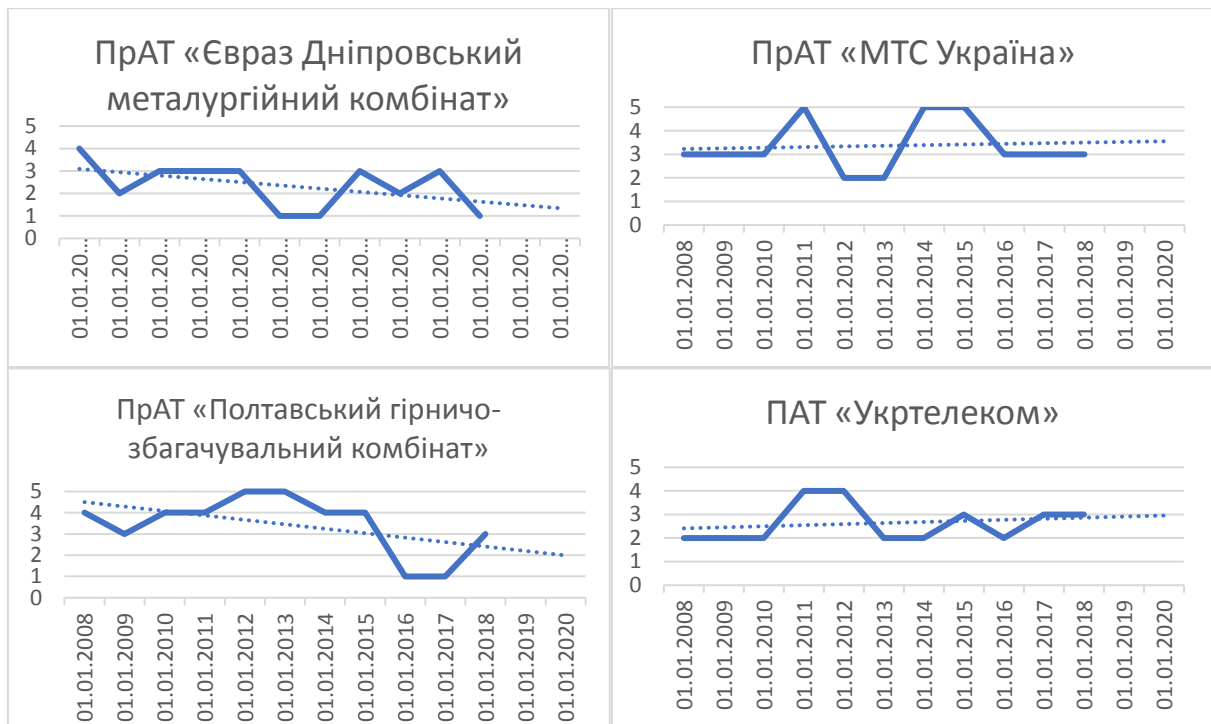


Рисунок 3.15 – Група підприємств України, що перебувають у кризовому стані (у межах релевантного діапазону)

Джерело: сформовано автором

Таким чином, можемо зробити висновок, що 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 існує 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.

Так, нами було введено підприємство ПАТ «Потужне» з максимально можливими значеннями загальної функції Гаррінгтона та ПАТ «Кризове» з мінімальними значеннями.

У результаті введення 2 умовних підприємств до моделі було отримано нову карту кластерів (рис. 3.16).

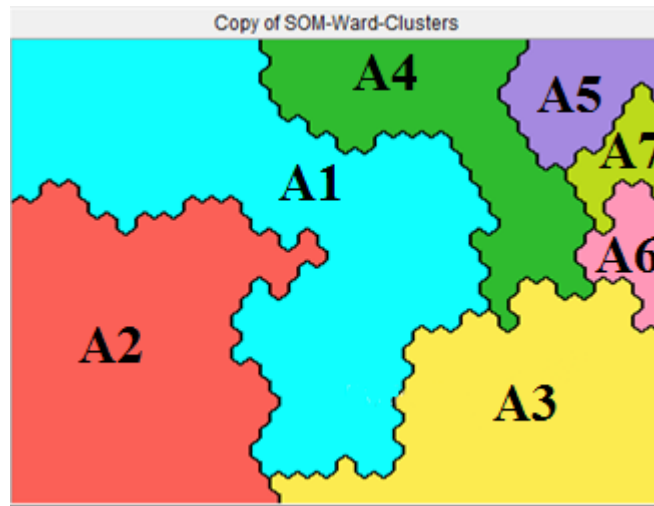


Рисунок 3.16 – Карта кластерів для перевірки

Джерело: сформовано автором

Кількісні характеристики отриманих кластерів (Group Profile) представлено в таблиці 3.7.

Таблиця 3.7 – Опис кількісних характеристик кластерів

Кластер	Частка	H <sub>1</sub>	H <sub>2</sub>	H <sub>3</sub>
A1	33,20%	0,5334	0,5495	0,5858
A2	30,33%	0,6337	0,6002	0,6305
A3	15,57%	0,5255	0,5221	0,0438
A4	11,89%	0,5246	0,4133	0,5653
A5	4,51%	0,0427	0,543	0,6236
A6	2,46%	0,4319	0,0172	0
A7	2,05%	0,0386	0,4808	0

Джерело: сформовано автором

Таким чином, найбільшим за обсягом є кластер A1, до якого входять 33,20 % спостережень, а найменшим – A7, що включає 2,05 % досліджуваних об'єктів.

Виявлено підприємства, що мають високі показники – це підприємства, що входять до 2, 1 і 4 кластерів і мають найбільш сильні ринкові позиції. Визначено підприємства, які мають низькі показники – це об'єкти, що входять в 7 і 6 кластери (таблиця 3.8).

Таблиця 3.8 – Характеристика підприємств на основі оцінки кластерів

Кластер	Значення функції бажаності	Оцінка	Група підприємств
A2	0,5562	2	Потужні підприємства
A1	0,6215	1	Стабільні підприємства
A4	0,3638	5	
A5	0,5011	3	Проблемні підприємства
A3	0,4031	4	
A7	0,1497	7	Підприємства у кризовому стані
A6	0,1731	6	Підприємства на стадії банкрутства

Джерело: сформовано автором

При дослідженні описової статистики кластерів бачимо, що ПАТ «Потужне» потрапило до «найкращого» кластеру A2, а ПАТ «Кризове» – до «найгіршого» A6. (рис. 3.17 та 3.18), що свідчить про адекватність розробленої моделі.

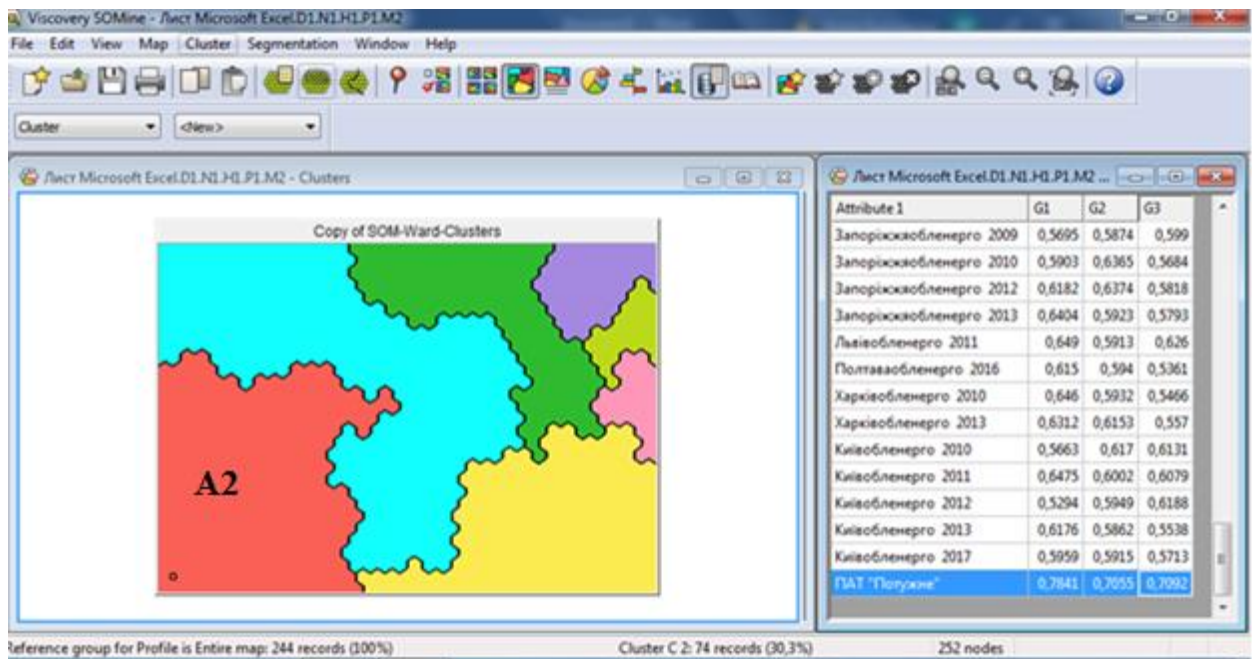


Рисунок 3.17 – Описова статистика кластеру A2

Джерело: сформовано автором

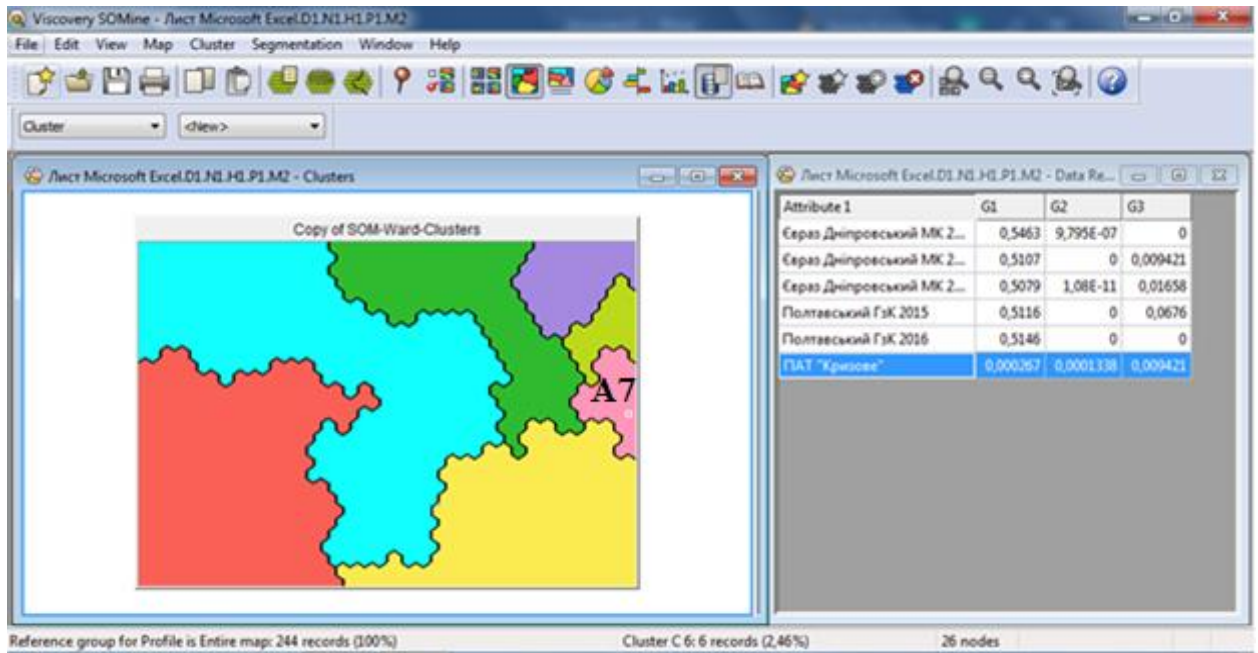


Рисунок 3.18 – Описова статистика кластеру А6

Джерело: сформовано автором

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 до розділу 3

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. У 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.

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. Серед досліджуваних підприємств було виявлено 4 підприємства, що перебувають у глибокому кризовому стані і мають негативні прогнози подальшої діяльності. 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. При дослідженні описової статистики новосформованої карти кластерів засвідчимо, 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.

Отже, 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.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором в роботах [34, 36, 37, 81].

## 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 фінансової 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. У 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 ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Анисимова В. С. Анализ детерминант и скорости приспособления к целевой структуре капитала на развивающихся рынках. *Science Time*. 2016. № 3(27). С. 56-63
2. Аранчій В. І., Зоря О. П. Фінансова стратегія у системі управління підприємством. *Вісник Полтавської державної аграрної академії*. 2010. № 2. С. 156-159.
3. Байстрюченко Н. О. Вплив динаміки структури капіталу на фінансово-економічні результати діяльності підприємства : дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04. Суми, 2010. 212 с.
4. Батанова Т. В. Методологічні аспекти розробки системи збалансованих показників діяльності підприємства. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2014. № 3 (54). С. 79-83.
5. Беликова Е. Р. Использование показателя фундаментальной стоимости активов в стоимостно-ориентированном управлении телекоммуникационных компаний. *Науковедение*. 2016. № 6 (8). С. 1-11.
6. Бичкова Н. В., Яровий А. Т. Моделювання впливу фінансової архітектури національних корпорацій на ефективність фінансової діяльності. *Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова*. 2011. № 16 (20). С. 14-23.
7. Біржовий фондовий індекс ПрАТ «ФБ «ІННЕКС». Офіційний сайт ТС ПрАТ «ФБ «ІННЕКС» URL: [http://www.innexgroup.com/index.php?option=com\\_content&task=view&id=2734](http://www.innexgroup.com/index.php?option=com_content&task=view&id=2734).
8. Бойко М. Методологічні основи формування ціннісно орієнтованого управління підприємствами. *Вісник КНТЕУ*. 2009. № 5. С. 74-84.
9. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. М. 2008. 1008 с.
10. Бригадир В. О. Теоретичні засади кластерного аналізу країн ЄС. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2015. 7. С. 20-24.

11. Бычкайло И. Бизнес-модель: история термина и разновидности его понимания. *Экономические стратегии*. 2016. № 6. С. 190-196.
12. Виговська Н. Г., Дячек С. М. Корпоративний контроль у фінансовій архітектурі суб'єкта господарювання. *Ефективна економіка*. № 12 2019. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=7481>.
13. Виговська Н.Г. Оцінка кредитоспроможності позичальника комерційними банками як фактор кредитного ризику. *Information aspects of socio-economic systems development*. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Technicznej w Katowicach. 2016. С. 283-290.
14. Випуски цінних паперів. Офіційний сайт НКЦПФР URL: <https://www.nssmc.gov.ua/issues/>.
15. Віннічук Ю. 200 найбільших компаній України 2017 року. *Бізнес-цензор*. URL: [https://biz.censor.net.ua/resonance/3084420/200\\_nayiblshih\\_kompanyi\\_ukrani\\_2017\\_roku](https://biz.censor.net.ua/resonance/3084420/200_nayiblshih_kompanyi_ukrani_2017_roku)
16. Вопрос на миллиард. Squeeze-out: актуальность и перспективы. Официальный сайт НВ Бизнес URL: <https://biz.nv.ua/experts/procedura-squeeze-out-instrument-dlyaminimizacii-riskov-biznesa-50035681.html>.
17. Воробьев А. В., Леонтьев В. Е. Анализ отечественных методологических подходов к разработке финансовой стратегии предприятия, предполагающих построение финансовых матриц. *Управление экономическими системами*. 2011. № 10 (34). С. 6-10.
18. Вострокнудова А. И., Дороган Н. Д. Структура капитала компаний и макроэкономические циклы. *Финансы. Деньги Инвестиции*. 2013. №1 (45). С. 2-9.
19. Гайдаєнко О., Славінська М. Формування оптимальної структури капіталу підприємства. *Міжнародний збірник наукових праць. Облік. Економіка. Менеджмент: наукові нотатки*. 2016. № 1 (9). С. 100-107.
20. Герасименко А. Ю., Нерсисян Г. Ф. Фінансові комплаєнс-стратегії як універсальні моделі для стратегічного менеджменту у інших галузях бізнесу.

International Scientific Journal «Internauka». URL : <https://www.inter-nauka.com/uploads/public/1511191457431.pdf>.

21. Герасимова С.М. Эмпирические исследования структуры капитала компаний на развивающихся рынках: специфика и методология. *Корпоративные финансы*. 2012. № 1 (21). С. 97-109.

22. Гиберт Е. В. Совершенствование стратегического планирования на основе интеграции стоимостно-ориентированного управления компанией и системы сбалансированных показателей. *Вопросы новой экономики*. 2008. № 3-4 (7-8). С. 84-88.

23. Горцева Н. В. Финансовая архитектура российских групп компаний. *Вестник Кемеровского государственного университета*. 2015. № 1(61) Т.2. С. 221-225.

24. Грапко Н. В. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами підприємств. *Наукові праці КНТУ*. Економічні науки. 2010. № 17. С.

25. Григор'єв Л. Ю., Кудрявцев Д. В., Горелик С. Л. Корпоративна архітектура і її складові. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2011. № 23 (Ч.2). С. 270-277.

26. Гулюгина Т. И. Критический анализ методов оптимизации структуры капитала предприятия. *Финансы, денежное обращение и кредит*. 2012. №2 (87). С. 284-287.

27. Давыденко Е. А. Эволюция концепции сбалансированной системы показателей: от истоков к цифровому предприятию. *Russian Journal of Entrepreneurship*. 2018. № 2 (19). С. 457-472.

28. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

29. Деева Н. Е. Вартісні моделі стратегічного управління корпораціями. *Агросвіт*. 2015. № 19. С. 9-15.

30. Докукина А. А. Сбалансированная система показателей: история возникновения и развития. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2010. № 2. (2). С. 56-59.

31. Дороган Н. Д. Оптимизация финансовой структуры капитала компании. : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Санкт-Петербург, 2015. 173 с.

32. Дорофеев М. Л. Особенности применения матрицы финансовых стратегий Франсона и Романа в стратегическом финансовом анализе компании. *Финансы и кредит*. 2009. № 23 (359). С. 51-56.

33. 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.

34. 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.

35. Душак М. І. Концептуальні засади формування фінансової архітектури підприємства. *Бізнес Інформ*. 2019. № 7. С. 205–211.

36. 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.

37. Душак М. І. Структура капіталу як умова формування ефективної фінансової архітектури підприємства. *Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка*. 2018. №. 3 С. 44–53.

38. Душак М. І. Теоретичне підґрунтя формування фінансової архітектури підприємства. *Економіка та держава*. 2019. № 8. С. 62–66.

39. 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.

40. 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.

41. Душак М. І. Фінансова архітектура як система основних структурних характеристик компанії (підприємства). *Приазовський економічний вісник*. 2017. № 5 (5). С. 129–132. URL: [http://pev.kpu.zp.ua/journals/2017/5\\_05\\_uk/26.pdf](http://pev.kpu.zp.ua/journals/2017/5_05_uk/26.pdf)

42. 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.

43. 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*. №2, 2019. С. 26–35.

44. Емельянов А. М., Шакина Е. А. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний. *Корпоративные финансы*. № 4 (8). С. 79-87.

45. Євдокимов В. В., Валінкевич Н. В., Завалій Т. О. Еволюція базових концепцій вартісно-орієнтованого управління. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2018. № 26 (3). С. 384-393. DOI: <https://doi.org/10.18371/fcaptr.v3i26.144365>

46. Житар М. О. Теоретичні засади фінансової архітектури економіки України. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»* 2018. № 1 (51). С. 331-334. URL: DOI: [https://doi.org/10.24144/2409-6857.2018.1\(51\).331-334](https://doi.org/10.24144/2409-6857.2018.1(51).331-334).

47. Житар М. О., Немсадзе Г. Г. Концептуальні засади забезпечення фінансової архітектури корпорацій. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2017. № 24 (2). С. 89-91.

48. Житар М. О., Немсадзе Г. Г. Фінансова архітектура корпорації: сутність та компоненти. *Збірник наукових праць учених та аспірантів «Економічний вісник університету»*. Переяслав-Хмельницький, 2017.

49. Жорова Є. Р. Оптимізація фінансової структури капіталу підприємства. *БізнесІнформ*. 2014. № 4. С. 330-334.

50. Заліско О. І. Ретроспективний аналіз наукових концепцій структури капіталу ТНК. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2015. 124 (1). С. 141 – 155.

51. Захаркін О. О. Вартісно-орієнтоване управління інноваційною діяльністю підприємств: методологічні засади, світовий та вітчизняний досвід: монографія, Суми: Сумський державний університет, 2015. 400 с.

52. Захаркін О. О. Вартісно-орієнтоване управління на основі стейкхолдерського підходу в контексті інноваційного розвитку підприємства. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. № 10 (160). С. 149- 158.

53. Ивашковская И. В., Степанова А. Н., Кокорева М. С. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: монография. М.: Инфра-М, 2013. 238 с. DOI 10.12737.

54. Інвестиційні реалії агросектору Вісник. Офіційно про податки. - <http://www.visnuk.com.ua/ru/publication/100006843-investitsiyini-realiyi-agrosektoru>.

55. Інвестиції в сільське господарство зростають прискореними темпами. URL: <https://propozitsiya.com/ua/investiciyi-v-silске-gospodarstvo-zrostayut-priskorenimi-tempami>.

56. Індекс українських акцій (UX). Офіційний сайт Української біржі URL: <http://www.ux.ua/ru/index/ux/>.

57. Індеси акцій. Параметри ЦП Індексу ПФТС. Офіційний сайт біржі ПФТС URL: <http://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes>.

58. Калінська І. Механізм оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства. *Економічний аналіз*. 2012. № 11 (2). С. 279-285.



59. Капитализация фондового рынка по оценке Masterforex-V. Офіційний сайт Masterforex-V URL: <http://www.masterforex-v.org/wiki/capitalization.html#top9>.

60. Капітальні інвестиції за рік збільшилися на 28 %. Держстат. URL: Економічна правда. <https://www.epravda.com.ua/news/2019/02/25/645603/>.

61. Каплан Р. С., Нортон Д.П. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию : Пер. с англ. М.: Бук Гид, 2004. 416 с.

62. Киршин И. А. Эмпирический анализ детерминант структуры капитала фирмы. *Вестник финансового университета*. 2017. № 21 (2). С. 106-112.

63. Ковальчук К. Ф. Современные механизмы стоимостно-ориентированного управления устойчивым развитием промышленного предприятия. *Економічний вісник*. 2015. № 3. С. 124- 133.

64. Кокорева М. С. Формирование структуры капитала компаниями на развивающихся финансовых рынках. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Москва, 2012. 213 с.

65. Колодка К. В., Терещенко Ю. Аналіз факторів, що зумовлюють вибір структури капіталу акціонерного товариства. *Вісник студентського наукового товариства ДонНУ імені Василя Стуса*. 2013. № 5 (2). С. 154-159.

66. Корбутяк А. Г., Одайська Н. М. Оптимізація структури капіталу підприємства. *Економіка і суспільство*. 2018. № 16. С. 375-381.

67. Корнєєв М. В., Гололобов М. І. Теоретичні засади управління капіталом вітчизняних підприємств. *Вісник Дніпропетровського університету. Серія «Економіка»*. 2012. Вип. 6 (4). С. 129-134.

68. Косорукова И. В. Стоимостно-ориентированный подход к анализу конкурентоспособности бизнеса. *Современная конкуренция*. 2013. № 2 (38). С. 28-38.

69. Кохонен Т. Самоорганизующиеся карты. – Пер. 3-го англ. изд. – М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2008. – 655 с.

70. Кочергіна К.О. Організаційно-правові форми господарських товариств у контексті розвитку економічних відносин. *Вісник Національної юридичної академії України імені Ярослава Мудрого*. 2010. № 2. С. 105-116.

71. Кочкодан В. Б. Імітаційна модель управління структурою капіталу: теоретичний аспект. *Сталий розвиток економіки*. 2013. № 3. С. 335-341.

72. Крейдич І. М., Гагарін А. О. Проблеми вартісно-орієнтованого управління розвитком підприємства. *Економічний вісник НТУУ «КПІ»*. 2016. № 13. С. 208-212.

73. Круш П. В., Мастюк Д. О. Еволюція теоретичних підходів визначення сутності капіталу підприємства. *Економічний вісник НТУУ «КПІ»*. 2015. № 12. С. 198-206.

74. Кулижская Ж.С. Реализация финансовой модели компании и стоимостного анализа в корпоративном секторе экономики России. *Аюшиевские чтения. Финансово-кредитная система: опыт, проблемы, инновации: материалы междунар. науч.-практ. конф. Иркутск*. 2016. С. 160-166.

75. Лактіонова О. А., Лук'яненко А. С. Кластеризація типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2014. № 5 (4). С. 71-77.

76. Ласкина Л. Ю. Финансовый леверидж и его детерминанты. *Научный журнал НИУ ИТМО. Серия экономика и экологический менеджмент*. 2012. № 2. С. 277-286.

77. Лесневская Н. А. Принципы и формирования сбалансированной системы показателей стратегического анализа в организациях сферы услуг. *Вестник Белорусского государственного экономического университета*. 2009. № 2. С. 45-53.

78. Лисовская И. А., Рыжкова С. А. Финансовая стратегия компании: необходимость формирования, основные компоненты и принципы построения. *Российское предпринимательство*. 2008. № 10. (120). С. 130-134.

79. Макеева Е. Управление финансовой структурой капитала. *Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция*. 2010. № 1. С. 166-170.
80. Малинникова М. Е. Предпосылки и направления модернизации финансовой модели предприятий. *Экономика, Статистика и Информатика*. 2011. № 6 (2). С. 90-94.
81. Малиш Д. О., Душак М. І. Фінансова архітектура підприємства як основа протидії фінансовому рейдерству. *Причорноморські економічні студії*. 2018. №. 36. С. 80–85.
82. Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового сектору України: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08. Суми, 2019. 272 с.
83. Мельник Ю. М., Савченко О. С. Проблемы застосування збалансованої системи показників на вітчизняних підприємствах. *Маркетинг і менеджмент інновацій*. 2011. № 1. С. 192-203.
84. Михайленко О. В., Скоморохова С. Ю., Чернова А. О. Управління структурою капіталу підприємства за критерієм мінімізації його вартості. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2018. № 30 (2). С. 147-151.
85. Мищенко А. В., Перцева М. А. Оптимизационные модели управления финансовыми ресурсами предприятиями. *Экономический анализ: теория и практика*. 2012. № 29 (284). С. 49-59.
86. Нагайчук В. В., Панько В. В. Сутність фінансової стратегії як економічної категорії. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2014. № 8 (3). С. 168-171.
87. Наконечна А. С. Динамічні характеристики фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах ділових циклів. *Финансы, учет, банки*. № 1 (21). С. 265-275.
88. НКЦПФР оприлюднила показники фондового ринку України за 2018 рік. Офіційний сайт ZN.UA URL: [https://dt.ua/ECONOMICS/nkcpfr-oprilyudnila-pokazniki-fondovogorinku-ukrayini-za-2018-rik-302795\\_.html](https://dt.ua/ECONOMICS/nkcpfr-oprilyudnila-pokazniki-fondovogorinku-ukrayini-za-2018-rik-302795_.html).

89. Новикова І. В. Концепція вартісно-орієнтованого управління інвестиціями: аналіз суперечностей переваг. *Бізнес-Інформ.* 2012. № 10. С. 84-88.

90. Олещук О. В., Попель О. Є., Копитчук М. Б. Моделювання нейронних мереж Кохонена на графічному процесорі. *Вісник Національного університету «Львівська Політехніка».* 2013. 7. С. 105-111.

91. Основні показники зовнішньої торгівлі України. Офіційний сайт Українського клубу аграрного бізнесу URL: [http://ucab.ua/ua/doing\\_agribusiness/zovnishni\\_rinki/osnovni\\_pokazniki\\_zovnishnoi\\_torgivli\\_ukraini](http://ucab.ua/ua/doing_agribusiness/zovnishni_rinki/osnovni_pokazniki_zovnishnoi_torgivli_ukraini).

92. Очікування промислових підприємств у III кварталі 2019 року щодо перспектив розвитку їх ділової активності. Офіційний сайт Державного комітету статистики. URL: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2019/fin/rp/prom/Industry\\_3\\_2019.pdf](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2019/fin/rp/prom/Industry_3_2019.pdf).

93. Пестовская З. С., Гриценко Е. Г. Сущность финансовой стратегии и ее роль в развитии предприятия. *European multi science journal.* 2017. № 9. pp. 89-94.

94. Показники балансу великих та середніх підприємств за видами економічної діяльності станом на 30 червня 2019 року. Держкомстат. URL: [https://ukrstat.org/uk/operativ/operativ2019/fin/sbp/sbp\\_u/sbp\\_219\\_u.htm](https://ukrstat.org/uk/operativ/operativ2019/fin/sbp/sbp_u/sbp_219_u.htm).

95. Пономарева С. В., Климова Е. К. разработка и трансформация концепции «Бизнес-модель» по управлению финансовыми активами компании в соответствии с МСФО 9. Современные проблемы науки и образования. 2012. № 6. URL: <https://www.science-education.ru/ru/article/view?id=7498>

96. Почему аграрии возглавили инвестиционный бум. Экономическая правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/rus/columns/2018/10/1/641124/>.

97. Про акціонерні товариства : Закон України від 17.09.2008 р. № 514-VI. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17>

98. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах. Закон України URL: <https://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1983-19>.

99. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів: Закон України від 16.11.2017 р. № 2210-VIII. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2210-19#n733/>

100. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів. Закон України URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2210-19>.

101. Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж. Рішення НКЦПФР URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0324-18>.

102. Про затвердження національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку в державному секторі. Наказ Міністерства фінансів України від 01.11.2010. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1017-10/ed20150101>.

103. Про затвердження форми одноразового державного статистичного спостереження N 1-амортизація. Наказ Державного комітету статистики України № 444 від 15.12.2003 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0444202-03/ed20031215/find?text=%CA%E0%EF%B3%F2%E0%EB%FC%ED%B3+%B3%ED%E2%E5>F1%F2%E8>F6%B3%BF>.

104. Прудников А.О. Финансовая архитектура интегрированной корпоративной структуры: сущность, особенности формирования. *Экономика и управление: теория и практика*. 2016. № 2 (2). С. 52-60.

105. Рассказов С. В., Рассказова А. Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании. *Финансовый менеджмент*. 2002. № 3. С. 71-80.

106. Рашкован В., Покідін Д. Кластерний аналіз бізнес-моделей українських банків: застосування нейронних мереж Кохонена. Вісник Національного банку України. 2016. 12. С. 13-40.

107. Рубанов П. М., Шишова Ю. Г. Екологічний чинник трансформації ринкових механізмів: аналіз структури капіталу підприємства. Вісник СумДУ. Серія «Економіка». 2012. № 3. С. 110-120.

108. Рябова Е. В., Романов С. В. Оценка влияния институциональных факторов на структуру капитала корпорации. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2015. № 10 (244). С. 11-21.

109. Савельєва Т. М. Напрямки удосконалення управління капіталом підприємства. *Економіка будівництва і міського господарства*. 2014. № 10 (3). С. 191-196.

110. Семенюк В.О. Фінансова архітектура як механізм забезпечення ефективності фінансової діяльності корпорації. *Економіка та держава*. 2015. № 9. С. 125-128.

111. Семенюк В.О. Фінансова архітектура як механізм забезпечення ефективності фінансової діяльності корпорації. *Економіка та держава*. 2015. № 9. С. 125-128.

112. Сініцин О. О. Емпіричні дослідження інтернальних детермінант структури капіталу транснаціональних корпорацій. *Незалежний аудитор*. 2016. № 17 (III). С. 54-61.

113. Сологуб С. Фідоренко Н. Оптимізація джерел формування капіталу підприємств як передумова досягнення ефективності господарювання. *Збірник наукових праць ДЕТУТ*. Серія «Економіка і управління». 2016. № 36. С. 339-347.

114. Сорока Р. С., Рондяк Р. І. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2013. Вип. 23 (16). С. 353-357.

115. Сотніков А. В. Еволюція концепції вартісно-орієнтованого управління. URL : [http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/13290/1/041\\_Evoljuc%D1%96ja%20koncept%D1%96%20v\\_252\\_257\\_714.pdf](http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/13290/1/041_Evoljuc%D1%96ja%20koncept%D1%96%20v_252_257_714.pdf).
116. Степанова А. Н., Балкина Е. А. Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний. *Корпоративные финансы*. 2013. № 3 (27). С. 4-15.
117. Столярчук А. В., Черныш О. Г. Стоимостно-ориентированное управление как способ повышения финансовой эффективности предприятия. *Бизнес-Информ*. 2012. № 1. С. 105-106.
118. Структура капитала корпорации: теория и практика. Монография. Под ред. Никитушкиной И. В., Макаровой С. Г. М.: Экономический ф-т МГУ, 2013. 128 с.
119. Український фондовий ринок встановив рекорд: як і завдяки чому. Мультимедійна платформа іномовлення України Укрінформ URL: <https://www.ukrinform.ua/rubriceconomy/2615657-ukrainskij-fondovij-rinok-vstanoviv-rekord-ak-i-zavdaki-comu.html>.
120. Фондові біржі. Офіційний сайт НКЦПФР URL: <https://www.nssmc.gov.ua/stock-exchanges/>.
121. Хотинская Г. И., Тютюкина Е. Б., Серегина Е. Ю. Методологические аспекты стоимостно-ориентированного управления компанией. Монография. М.: 2011. 145 с.
122. Хрущ Н. А., Корпан О. С. Формування фінансової стратегії як складової забезпечення рівня конкурентоспроможності підприємства. *Бизнес-Информ*. 2011. № 11. С. 152-154.
123. Чи відродиться ринок корпоративних облігацій. Бухгалтерський онлайн-журнал Uteka.ua URL: <https://uteka.ua/ua/publication/news-14-delovye-novosti-36-vozdroidsya-li-rynok-korporativnyh-obligacij>.
124. Школьник І. О. Фінансовий менеджмент навч. посіб. / За заг. ред. І. О. Школьник, В. М. Кремень та ін. К.: «Центр учбової літератури», 2014. 488 с.

125. Шнюкова Е. А. Экспертиза финансовой политики компании с использованием матрицы финансовых стратегий. *Учет, анализ и аудит: проблемы теории и практики*. 2012. № 8. С. 122-125.
126. Щербань О. Д., Насібова О. В., Сухоруков Р. В. Методи регулювання та оптимізації структури капіталу підприємства. *Економіка та держава*. 2017. № 12. С. 82-88.
127. Agnblad, J., Berglöf E., Högfeldt P., Svancar, H., , Ownership and control in Sweden: Strong owners, weak minorities, and social control, in Fabrizio Barca and Marco Becht (eds) *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press. 2001
128. Ahsan T., Man W., Qureshi M.A. Mean reverting financial leverage: theory and evidence from Pakistan. *Applied Economics*. 2015. p. 379-388. DOI: 10.1080/00036846.2015.1080802
129. Alawi S. Relationship between capital requirement, ownership structure, and financial performance in Saudi Arabian listed companies. *Asian Economic and Financial Review*, 2019. № 9 (9), 1077-1090.
130. AlHares A. Corporate governance and cost of capital in OECD countries. *International Journal of Ethics and Systems*. 2019. № 35 (4), 665-690.
131. Al-Matari E. M., Al-Matari Y. A., Saif S. A. Association between ownership structure characteristics and firm performance: Oman evidence. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 2017. № 21 (1), 11 p.
132. Arnold G., Davies M. 2000. *Value-Based Management: Context and Application*. John Wiley & Sons: Chichester, UK.
133. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure. *Journal of Finance*. 2002. 57. pp. 1-32.
134. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure. *Journal of Finance*. 2002. № 57. pp. 1-32.
135. Barclay M. J., Smith C. W. On Financial Architecture: Leverage, Maturity, And Priority. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1996. № 4. P. 4-17. URL : <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00679.x>.



136. Bauer P. Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2004. № 54. P. 2-21.
137. Berger S., Udell G. Capital Structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the bank industry. *Journal of Banking & Finance*. 2006. 30. pp. 1065-1102
138. Best practice technique: Focus on CFROI analysis to boost your firm's growth in 2004. Anonymous. IOMA's Report on Financial Analysis. Planning & Reporting. Nov 2003. 03. 11
139. Bikchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads and Informational Cascades. *The Journal of Economic Perspectives*. 1998. Vol. 12, № 3. pp. 151 – 170.
140. Cassimon D., Engelen P.-J. Legal and institutional barriers to optimal financial architecture for new economy firms in developing countries. *Discussion Paper No. 2002/90*. UNU/WIDER. P. 1-31.
141. Castro P., Fernandez M. T., Amor-Tapia B., Miguel A. Target leverage and speed of adjustment along the life cycle of European listed firms. *Business Research Quarterly*. 2016. № 19. Pp. 188-205.
142. Črnigoj M., Mramor D. Determinants of capital structure in emerging European economies: Evidence from Slovenian firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2009. № 45 (1), 72-89.
143. Danaiața D., Hurbean L. The value-based management approach: from the shareholder value to the stakeholder value. Proceedings of the 6th International Management Conference «Approaches in organisational management», conference at Bucharest, Romania. 2012. P. 39-44.
144. Deboeck G., Kohonen T. (1998). Visual Explorations in Finance with Self-Organizing Maps.
145. Deepa R. A study on the determinants of capital structure and profitability. Thesis. Pondicherry University. 2011. 289 p.
146. Dittmar A., Thakor A. Why do firms issue equity? *Journal of finance*. 2007. Vol. 62. № 1.

147. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *Conference on Research in Business Finance*. 1952. P. 215 – 262.

148. Etudaiye-Muhtar O. F., Ahmad R. Empirical Evidence of Target Leverage, Adjustment Costs and Adjustment Speed of Non-Financial Firms in Selected African Countries. *International Journal of Economics and Financial*. 2015 № 5 (2). Pp. 482-488.

149. Evans H. M. Discussion Board Articles – Value Based Management. URL : [www.exinfm.com/board](http://www.exinfm.com/board)

150. Fama E., French K. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*. 2002. Vol. 15. No. 1. P. 9.

151. Fisher A.G.B. Production, primary, secondary and tertiary. *Economic Record* 15.1. 1939. C. 24 – 38.

152. Freeman R. E. Strategic management: A Stakeholder Approach. Cambridge University Press. 2010. 267 p.

153. Getzmann A., Lang S., Spremann K. Target Capital Structure and Adjustment Speed in Asia. *Asia-Pacific Journal of Finance Studies*. 2014. № 43. Pp. 1-30.

154. Grossman S. J., Hart O., Corporate financial structure and managerial incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago: University of Chicago Press, 1982.

155. Haas R., Peeters M. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *Economics of Transition*. 2006. № 14 (1). Pp. 133-169.

156. Hackbarth D., Miao J., Morellec E. Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. *Journal of Financial Economics*. 2006. № 82. P. 519-550.

157. Harris M., Raviv A. The theory of capital structure. *The journal of finance*. 1991. Vol.46. no. 1. Pp. 297-355.

158. Harvey C. R., Lins K. V., Roper A. H., The effect of capital structure when agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*. №74. 2004. pp. 3-30.
159. Hogfeldt P., Oborenko A. Does market timing or enhanced pecking order determine capital structure? *Working paper*. 2005. № 072. 48 p.
160. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. October. 1976. V. 3 (4). pp. 305-360.
161. Jensen M. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*. № 14 (3). P. 8–21
162. Jensen M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*. 1986. 76. pp. 323 – 339.
163. Kaplan R. S., Norton D. P. Linking the Balanced Scorecard to Strategy. *California Management Review*. 1996. № 39. P. 53-79.
164. Kaplan R. S., Norton D. P. The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance. *Harvard Business Review*. 1992. p. 72.
165. Kokoreva M., Stepanova A. Financial Architecture and corporate performance: evidence from Russia. *Working paper. Series: financial economics*. National Research University Higher School of Economics. 2013. № 22.
166. Korzh N. The evolution of capital structure theories and their classification. *Соціально-економічні проблеми і держава*. 2015. Вип. 1 (12). С. 182-189.
167. Krol F. Value Based Management in Small and Medium Enterprises. Analysis of internal and external impulses and possibilities of implementation. 2007. 27 p.
168. Kyriazopoulos G. Corporate governance and capital structure in the periods of financial distress. Evidence from Greece. *Investment Management and Financial Innovations*, 2017. № 14 (1-1), 254-262.
169. Leary M., Roberts M. R. Do firms rebalance their capital structure. *Journal of Finance*. 2005. 60. pp. 2575 – 2619.

170. Liao H. H., Chen T. K., Chang Y. H. Optimal Capital Structure and Speed of Adjustment: Inside Debt Perspective. *Asian Finance Association (AsianFA)*. 2016. 40 p.
171. Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 1965. 73 (2). pp. 110 – 120
172. Margaritis D., Psillaki, M. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 2010. № 34, 621-632.
173. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP). The World Bank Official Site URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations>.
174. Mateus C., Terra P. Leverage and the Maturity Structure of Debt in Emerging Markets *Journal of Mathematical Finance*. 2013. № 3. P. 46-59. URL: <http://dx.doi.org/10.4236/jmf.2013.33A005>
175. Miao J. Optimal Capital Structure and Industry Dynamics. *The journal of finance*. 2005. Vol. LX, № 6. P. 2575-2619.
176. Miller M. H. Debt and Taxes. *The Journal of finance*, Vol. 32. № 2. *Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association*, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976. pp. 261-275.
177. Modigliani F., Miller M. N. The cost of capital, Corporation Finance, and the theory of investment. *American economic review*. 1963. № 53. pp. 433-443
178. Modigliani, F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958. 261–297.
179. Murtaza S., Azam I. The Relationship between Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from Chemical Sector of Pakistan. *SEISENSE Journal of Management*. 2019. № 4 (2). Pp. 51-64. DOI:10.33215/sjom.v2i4.162
180. Mustafa R., Werthner H. Business Models and Business Strategy – Phenomenon of Explicitness. *International Journal of Global Business and Competitiveness*. 2011. № 6(1), pp. 14–29, URL: [www.researchgate](http://www.researchgate)

.net/publication/ 271411870\_Business\_Models \_and\_Business\_Strategy\_-  
Phenomenon\_of\_ Explicitness

181. Myers S. C. Financial architecture. *European Financial Management*. 1999. Vol. 5, № 2. P. 133 – 141.
182. Myers S. C., Majluf N. S., Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984. 13. pp. 187–221.
183. Osterwalder A. The Business Model Ontology: A Proposition in a Design Science Approach, PhD dissertation, Universite De Lausanne, Lausanne, 200, URL : [http://www.hec.unil.ch/aosterwa/PhD/Osterwalder\\_PhD\\_BM\\_Ontology.pdf](http://www.hec.unil.ch/aosterwa/PhD/Osterwalder_PhD_BM_Ontology.pdf).
184. Ovans A. What Is a Business Model? *Harvard Business Review*. 2011. URL: <http://hbr.org/2015/01/what-is-a-business-model>.
185. Popescu L., Visinescu S. A review of the capital structure theories. 2016. P. 315-320. URL : [https://www.researchgate.net/profile/Sorin\\_Visinescu](https://www.researchgate.net/profile/Sorin_Visinescu).
186. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors: The New Standard for Business Performance. New York: Free Press, 1998. 184 p.
187. Ross S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1 (Spring, 1977), pp. 23-40
188. Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. F., Roberts G. S. Corporate finance. Seveth edition. McGraw-Hill. Ryerson. 2014. 935 p.
189. S&P 500 Dividend Yield URL: <http://www.multpl.com/s-p-500-dividend-yield/table>.
190. Schinasi G. J. Defining Financial Stability. *IMF Working Paper*. 2004. October. 19 p.
191. Schultze W., List T., Schabert B., Dinh T. Economic consequences of implementing and communicating value based management systems. *Journal of*

*Business Finance & Accounting*. 2017. Vol. 45, Issue 5-6. URL : <https://doi.org/10.1111/jbfa.12297>

192. Sinha P. C., Ghosh, S. K. Theory of Market Timing and Asymmetric Information: Empirical Evidence with Dynamic Views. *The ICAI Journal of Applied Finance*. 2009. № 15 (4). p. 5- 27.

193. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values. *Journal of Business*. 1955. 28, № 2. P. 213-221.

194. Stewart B. 1991. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. Harper Business: N. Y.

195. Stewart G. B. III *The Quest for Value: A guide for Senior Managers*. Stern Stewart & Co. 1991. 800 p.

196. Taran A. Corporate ownership and capital structure: Evidence from Romania. *Eastern Journal of European Studies*. 2019. № 10 (1), 133-150.

197. Taran Y., *Rethinking It All: Overcoming Obstacles to Business Model Innovation*. PhD dissertation. Center for Industrial Production. Aalborg University. Aalborg. 2012. URL : <http://www.businessmodelcommunity.com/fs/Root/8v178-yariv.pdf>.

198. Tokusaki S. Strategic management system design in VBM context: Findings from value-based literature review and implications for the divisional performance measurement and control. URL : [https://kwansei-ac.jp/iba/assets/pdf/journal/BandA\\_review\\_vol11\\_p35-55.pdf](https://kwansei-ac.jp/iba/assets/pdf/journal/BandA_review_vol11_p35-55.pdf)

199. Utary A. R., Setyadi D. An Empirical Analysis of Relationships between Capital Structure, Market Power, Profitability and Expenditure. *European Journal of Business and Management*. 2014. №.36 (6). P. 132-140.

200. Vijayakumaran S., Vijayakumaran R. Corporate governance and capital structure decisions: Evidence from Chinese listed companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 2019. № 6 (3), 67-79.

201. Wang X., Manry D., Rosa G. Ownership structure, economic fluctuation, and capital structure: Evidence from China. *International Journal of Finance and Economics*, 2019. № 24 (2), 841-854.

202. Welch I. Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*. 2004. 112, P. 106-131.
203. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions. *Southern Economic Journal*. 1963. 30 (1). P. 105-112.
204. Xu Z. Do Firms Adjust Toward a Target Leverage Level? *Working Paper*. 2007. № 50. 48 p.
205. Zhytar M., Nemsadze G. Economic content and components of the financial architecture of the corporation. *Fundamental and applied researches in practice of leading scientific schools*. 2018. Vol. 26 (2). P. 215-218.

## ДОДАТКИ



ДОДАТОК А  
УЗАГАЛЬНЕНІ ФУНКЦІЇ БАЖАНОСТІ

Таблиця А.1 – Узагальнені функції бажаності по 3 групам показників

Підприємство	G1	G2	G3
ПАТ «Мотор Січ» 2007	0,63	0,61	0,40
ПАТ «Мотор Січ» 2008	0,59	0,60	0,54
ПАТ «Мотор Січ» 2009	0,68	0,63	0,61
ПАТ «Мотор Січ» 2010	0,70	0,63	0,61
ПАТ «Мотор Січ» 2011	0,67	0,62	0,59
ПАТ «Мотор Січ» 2012	0,64	0,62	0,59
ПАТ «Мотор Січ» 2013	0,66	0,62	0,57
ПАТ «Мотор Січ» 2014	0,70	0,63	0,58
ПАТ «Мотор Січ» 2015	0,66	0,62	0,59
ПАТ «Мотор Січ» 2016	0,70	0,63	0,55
ПАТ «Мотор Січ» 2017	0,74	0,64	0,57
ПАТ «Дніпроазот» 2007	0,59	0,69	0,38
ПАТ «Дніпроазот» 2008	0,53	0,71	0,57
ПАТ «Дніпроазот» 2009	0,56	0,55	0,35
ПАТ «Дніпроазот» 2010	0,37	0,00	0,52
ПАТ «Дніпроазот» 2011	0,45	0,58	0,37
ПАТ «Дніпроазот» 2012	0,51	0,64	0,53
ПАТ «Дніпроазот» 2013	0,57	0,64	0,55
ПАТ «Дніпроазот» 2014	0,39	0,55	0,54
ПАТ «Дніпроазот» 2015	0,51	0,59	0,57
ПАТ «Дніпроазот» 2016	0,54	0,60	0,57
ПАТ «Дніпроазот» 2017	0,58	0,63	0,60
ПрАТ «Азовсталь» 2007	0,64	0,67	0,40
ПрАТ «Азовсталь» 2008	0,59	0,67	0,59
ПрАТ «Азовсталь» 2009	0,54	0,66	0,50

Підприємство	G1	G2	G3
ПрАТ «Азовсталь» 2010	0,55	0,64	0,51
ПрАТ «Азовсталь» 2011	0,59	0,65	0,52
ПрАТ «Азовсталь» 2012	0,55	0,63	0,49
ПрАТ «Азовсталь» 2013	0,55	0,55	0,49
ПрАТ «Азовсталь» 2014	0,53	0,59	0,53
ПрАТ «Азовсталь» 2015	0,53	0,58	0,49
ПрАТ «Азовсталь» 2016	0,54	0,60	0,51
ПрАТ «Азовсталь» 2017	0,57	0,63	0,54
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2007	0,58	0,64	0,39
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2008	0,58	0,64	0,59
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2009	0,56	0,65	0,53
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2010	0,60	0,64	0,55
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2011	0,42	0,61	0,50
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2012	0,55	0,53	0,50
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2013	0,52	0,51	0,50
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2014	0,53	0,59	0,56
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2015	0,54	0,58	0,52
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2016	0,55	0,60	0,52
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча» 2017	0,54	0,52	0,53
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2007	0,70	0,69	0,42
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2008	0,57	0,67	0,64
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2009	0,58	0,67	0,54
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2010	0,61	0,65	0,58
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2011	0,61	0,64	0,59
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2012	0,58	0,62	0,50
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2013	0,57	0,63	0,51
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2014	0,42	0,62	0,52
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2015	0,55	0,63	0,52
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2016	0,57	0,64	0,53
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2017	0,59	0,64	0,55

Підприємство	G1	G2	G3
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2007	0,57	0,64	0,37
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2008	0,18	0,00	0,42
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2009	0,51	0,00	0,46
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2010	0,52	0,01	0,46
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2011	0,51	0,05	0,38
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2012	0,55	0,00	0,00
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2013	0,51	0,00	0,01
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2014	0,50	0,00	0,20
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2015	0,01	0,00	0,30
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2016	0,53	0,00	0,28
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2017	0,51	0,00	0,02
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2007	0,61	0,68	0,44
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2008	0,55	0,68	0,68
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2009	0,54	0,65	0,53
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2010	0,48	0,62	0,55
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2011	0,56	0,64	0,61
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2012	0,52	0,61	0,56
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2013	0,60	0,66	0,58
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2014	0,50	0,67	0,54
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2015	0,50	0,42	0,50
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2016	0,50	0,70	0,55
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2017	0,49	0,63	0,55
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2007	0,58	0,65	0,43
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2008	0,61	0,70	0,70
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2009	0,56	0,67	0,53
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2010	0,49	0,64	0,59
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2011	0,50	0,64	0,59
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2012	0,48	0,07	0,54
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2013	0,60	0,65	0,59
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2014	0,64	0,69	0,55

Підприємство	G1	G2	G3
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2015	0,60	0,69	0,56
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2016	0,51	0,60	0,58
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2017	0,45	0,62	0,58
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2007	0,62	0,63	0,41
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2008	0,43	0,00	0,62
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2009	0,56	0,61	0,56
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2010	0,52	0,64	0,60
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2011	0,71	0,66	0,64
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2012	0,67	0,65	0,56
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2013	0,61	0,64	0,55
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2014	0,65	0,65	0,53
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2015	0,51	0,00	0,07
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2016	0,51	0,00	0,00
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2017	0,54	0,24	0,63
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2007	0,60	0,66	0,42
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2008	0,55	0,70	0,71
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2009	0,56	0,68	0,53
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2010	0,57	0,67	0,62
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2011	0,55	0,62	0,64
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2012	0,54	0,65	0,55
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2013	0,57	0,69	0,54
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2014	0,52	0,62	0,51
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2015	0,51	0,34	0,41
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2016	0,45	0,00	0,47
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2017	0,48	0,60	0,51
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2007	0,61	0,67	0,41
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2008	0,70	0,68	0,67
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2009	0,63	0,65	0,47
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2010	0,64	0,66	0,56
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2011	0,71	0,66	0,62

Підприємство	G1	G2	G3
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2012	0,61	0,68	0,58
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2013	0,44	0,69	0,56
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2014	0,56	0,69	0,60
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2015	0,44	0,62	0,55
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2016	0,55	0,04	0,50
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2017	0,55	0,63	0,51
ПрАТ «Монделіс Україна» 2007	0,59	0,59	0,40
ПрАТ «Монделіс Україна» 2008	0,63	0,62	0,63
ПрАТ «Монделіс Україна» 2009	0,37	0,37	0,37
ПрАТ «Монделіс Україна» 2010	0,68	0,61	0,67
ПрАТ «Монделіс Україна» 2011	0,61	0,57	0,63
ПрАТ «Монделіс Україна» 2012	0,64	0,60	0,63
ПрАТ «Монделіс Україна» 2013	0,67	0,60	0,63
ПрАТ «Монделіс Україна» 2014	0,66	0,59	0,60
ПрАТ «Монделіс Україна» 2015	0,62	0,00	0,58
ПрАТ «Монделіс Україна» 2016	0,64	0,58	0,57
ПрАТ «Монделіс Україна» 2017	0,59	0,49	0,60
ПАТ «Укртелеком» 2007	0,00	0,63	0,39
ПАТ «Укртелеком» 2008	0,00	0,62	0,49
ПАТ «Укртелеком» 2009	0,00	0,62	0,52
ПАТ «Укртелеком» 2010	0,50	0,60	0,53
ПАТ «Укртелеком» 2011	0,65	0,60	0,54
ПАТ «Укртелеком» 2012	0,00	0,00	0,55
ПАТ «Укртелеком» 2013	0,00	0,00	0,56
ПАТ «Укртелеком» 2014	0,48	0,00	0,57
ПАТ «Укртелеком» 2015	0,00	0,00	0,56
ПАТ «Укртелеком» 2016	0,36	0,00	0,55
ПАТ «Укртелеком» 2017	0,54	0,00	0,55
ПрАТ «Київстар» 2007	0,13	0,67	0,44
ПрАТ «Київстар» 2008	0,77	0,62	0,63

Підприємство	G1	G2	G3
ПрАТ «Київстар» 2009	0,37	0,37	0,37
ПрАТ «Київстар» 2010	0,78	0,62	0,68
ПрАТ «Київстар» 2011	0,00	0,64	0,62
ПрАТ «Київстар» 2012	0,78	0,64	0,62
ПрАТ «Київстар» 2013	0,00	0,60	0,63
ПрАТ «Київстар» 2014	0,63	0,00	0,61
ПрАТ «Київстар» 2015	0,63	0,00	0,61
ПрАТ «Київстар» 2016	0,69	0,60	0,60
ПрАТ «Київстар» 2017	0,77	0,62	0,62
ПрАТ «МТС Україна» 2007	0,52	0,00	0,42
ПрАТ «МТС Україна» 2008	0,51	0,00	0,59
ПрАТ «МТС Україна» 2009	0,37	0,37	0,37
ПрАТ «МТС Україна» 2010	0,72	0,60	0,58
ПрАТ «МТС Україна» 2011	0,19	0,62	0,58
ПрАТ «МТС Україна» 2012	0,00	0,63	0,62
ПрАТ «МТС Україна» 2013	0,58	0,64	0,63
ПрАТ «МТС Україна» 2014	0,70	0,59	0,61
ПрАТ «МТС Україна» 2015	0,63	0,00	0,59
ПрАТ «МТС Україна» 2016	0,60	0,00	0,57
ПрАТ «МТС Україна» 2017	0,55	0,00	0,57
ПАТ «Фармак» 2007	0,54	0,61	0,40
ПАТ «Фармак» 2008	0,47	0,56	0,53
ПАТ «Фармак» 2009	0,50	0,60	0,61
ПАТ «Фармак» 2010	0,50	0,61	0,62
ПАТ «Фармак» 2011	0,56	0,61	0,62
ПАТ «Фармак» 2012	0,54	0,60	0,61
ПАТ «Фармак» 2013	0,60	0,64	0,61
ПАТ «Фармак» 2014	0,58	0,63	0,60
ПАТ «Фармак» 2015	0,56	0,63	0,61
ПАТ «Фармак» 2016	0,58	0,18	0,64

Підприємство	G1	G2	G3
ПАТ «Фармак» 2017	0,61	0,64	0,62
ПАТ «Центренерго» 2007	0,56	0,63	0,38
ПАТ «Центренерго» 2008	0,49	0,50	0,54
ПАТ «Центренерго» 2009	0,55	0,46	0,53
ПАТ «Центренерго» 2010	0,55	0,49	0,56
ПАТ «Центренерго» 2011	0,56	0,51	0,57
ПАТ «Центренерго» 2012	0,52	0,56	0,60
ПАТ «Центренерго» 2013	0,52	0,55	0,58
ПАТ «Центренерго» 2014	0,53	0,43	0,56
ПАТ «Центренерго» 2015	0,51	0,45	0,55
ПАТ «Центренерго» 2016	0,50	0,53	0,58
ПАТ «Центренерго» 2017	0,58	0,59	0,60
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2007	0,53	0,00	0,38
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2008	0,52	0,00	0,47
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2009	0,57	0,59	0,60
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2010	0,59	0,64	0,57
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2011	0,57	0,58	0,58
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2012	0,62	0,64	0,58
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2013	0,64	0,59	0,58
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2014	0,62	0,29	0,57
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2015	0,56	0,50	0,58
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2016	0,50	0,00	0,57
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2017	0,56	0,52	0,57
ПрАТ «Львівобленерго» 2007	0,55	0,28	0,37
ПрАТ «Львівобленерго» 2008	0,56	0,33	0,60
ПрАТ «Львівобленерго» 2009	0,55	0,18	0,59
ПрАТ «Львівобленерго» 2010	0,57	0,49	0,59
ПрАТ «Львівобленерго» 2011	0,65	0,59	0,63
ПрАТ «Львівобленерго» 2012	0,56	0,37	0,59
ПрАТ «Львівобленерго» 2013	0,54	0,50	0,51

Підприємство	G1	G2	G3
ПрАТ «Львівобленерго» 2014	0,48	0,00	0,50
ПрАТ «Львівобленерго» 2015	0,50	0,00	0,52
ПрАТ «Львівобленерго» 2016	0,51	0,00	0,53
ПрАТ «Львівобленерго» 2017	0,51	0,00	0,55
ПАТ «Полтаваобленерго» 2007	0,65	0,56	0,38
ПАТ «Полтаваобленерго» 2008	0,57	0,12	0,57
ПАТ «Полтаваобленерго» 2009	0,61	0,53	0,58
ПАТ «Полтаваобленерго» 2010	0,56	0,57	0,58
ПАТ «Полтаваобленерго» 2011	0,58	0,57	0,59
ПАТ «Полтаваобленерго» 2012	0,52	0,18	0,60
ПАТ «Полтаваобленерго» 2013	0,52	0,00	0,58
ПАТ «Полтаваобленерго» 2014	0,55	0,42	0,58
ПАТ «Полтаваобленерго» 2015	0,57	0,51	0,57
ПАТ «Полтаваобленерго» 2016	0,62	0,59	0,54
ПАТ «Полтаваобленерго» 2017	0,48	0,27	0,58
АК «Харківобленерго» 2007	0,52	0,00	0,37
АК «Харківобленерго» 2008	0,37	0,60	0,54
АК «Харківобленерго» 2009	0,14	0,60	0,54
АК «Харківобленерго» 2010	0,65	0,59	0,55
АК «Харківобленерго» 2011	0,00	0,61	0,55
АК «Харківобленерго» 2012	0,54	0,63	0,56
АК «Харківобленерго» 2013	0,63	0,62	0,56
АК «Харківобленерго» 2014	0,49	0,64	0,55
АК «Харківобленерго» 2015	0,50	0,64	0,56
АК «Харківобленерго» 2016	0,50	0,67	0,55
АК «Харківобленерго» 2017	0,50	0,64	0,56
ПрАТ «Київобленерго» 2007	0,37	0,54	0,39
ПрАТ «Київобленерго» 2008	0,00	0,62	0,60
ПрАТ «Київобленерго» 2009	0,37	0,37	0,37
ПрАТ «Київобленерго» 2010	0,57	0,62	0,61



Підприємство	G1	G2	G3
ПрАТ «Київобленерго» 2011	0,65	0,60	0,61
ПрАТ «Київобленерго» 2012	0,53	0,59	0,62
ПрАТ «Київобленерго» 2013	0,62	0,59	0,55
ПрАТ «Київобленерго» 2014	0,59	0,54	0,54
ПрАТ «Київобленерго» 2015	0,58	0,03	0,56
ПрАТ «Київобленерго» 2016	0,53	0,61	0,56
ПрАТ «Київобленерго» 2017	0,60	0,59	0,57

## ДОДАТОК Б

## ДИНАМІКА ПАТЕРНІВ КЛАСТЕРІВ ДОСЛІДЖУВАНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Таблиця Б.1 – Динаміка патернів кластерів досліджуваних підприємств за період 2007-2017 рр.

Підприємство	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ПрАТ «Азовсталь»	C6	C2	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг	C6	C2	C1	C2	C2	C1	C1	C1	C1	C1	C1
ПАТ «Дніпроазот»	C6	C1	C6	C5	C3	C1	C1	C1	C1	C1	C2
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»	C6	C4	C3	C3	C3	C7	C7	C3	C4	C3	C7
ПрАТ «Євраз Суха балка»	C6	C2	C6	C1	C2	C2	C1	C2	C1	C3	C1
ПАТ «Запоріжжяобленерго»	C3	C3	C1	C1	C1	C2	C2	C1	C1	C5	C1
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат»	C6	C2	C1	C2	C2	C1	C1	C1	C3	C3	C1
ПрАТ «Київобленерго»	C3	C4	C3	C2	C2	C2	C1	C1	C5	C1	C1
ПрАТ «Київстар»	C4	C2	C3	C2	C4	C2	C4	C5	C5	C2	C2
ПрАТ «Львівобленерго»	C3	C1	C5	C1	C2	C1	C1	C3	C5	C5	C5
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»	C6	C2	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1
ПрАТ «Монделіс Україна»	C6	C2	C3	C2	C2	C2	C2	C2	C5	C2	C1
ПАТ «Мотор Січ»	C6	C1	C2	C2	C2	C2	C2	C2	C2	C2	C2
ПрАТ «МТС Україна»	C3	C5	C3	C2	C4	C4	C2	C2	C5	C5	C5
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»	C6	C2	C1	C1	C2	C1	C2	C1	C1	C1	C1
ПАТ «Полтаваобленерго»	C6	C5	C1	C1	C1	C5	C5	C1	C1	C1	C5
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	C6	C5	C1	C1	C2	C2	C1	C1	C7	C7	C5
ПАТ «Укртелеком»	C4	C4	C4	C1	C1	C4	C4	C5	C4	C5	C5
ПАТ «Фармак»	C6	C1	C1	C1	C2	C2	C2	C2	C2	C5	C2
АК «Харківобленерго»	C3	C1	C4	C1	C4	C1	C2	C1	C1	C1	C1
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат»	C6	C2	C1	C1	C1	C5	C2	C1	C2	C1	C1
ПАТ «Центренерго»	C6	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1	C1

Таблиця Б.2 – Оцінка патернів кластерів досліджуваних підприємств за період 2007-2017 рр.

Підприємство	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ПрАТ «Азовсталь»	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг	4	5	4	5	5	4	4	4	4	4	4
ПАТ «Дніпроазот»	4	4	4	3	3	4	4	4	4	4	5
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»	4	2	3	3	3	1	1	3	2	3	1
ПрАТ «Євраз Суха балка»	4	5	4	4	5	5	4	5	4	3	4
ПАТ «Запоріжжяобленерго»	3	3	4	4	4	5	5	4	4	3	4
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат»	4	5	4	5	5	4	4	4	3	3	4
ПрАТ «Київобленерго»	3	2	3	5	5	5	4	4	3	4	4
ПрАТ «Київстар»	2	5	3	5	2	5	2	3	3	5	5
ПрАТ «Львівобленерго»	3	4	3	4	5	4	4	3	3	3	3
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4
ПрАТ «Монделіс Україна»	4	5	3	5	5	5	5	5	3	5	4
ПАТ «Мотор Січ»	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5
ПрАТ «МТС Україна»	3	3	3	5	2	2	5	5	3	3	3
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»	4	5	4	4	5	4	5	4	4	4	4
ПАТ «Полтаваобленерго»	4	3	4	4	4	3	3	4	4	4	3
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	4	3	4	4	5	5	4	4	1	1	3
ПАТ «Укртелеком»	2	2	2	4	4	2	2	3	2	3	3
ПАТ «Фармак»	4	4	4	4	5	5	5	5	5	3	5
АК «Харківобленерго»	3	4	2	4	2	4	5	4	4	4	4
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат»	4	5	4	4	4	3	5	4	5	4	4
ПАТ «Центренерго»	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4

## ДОДАТОК В

### СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

*Наукові праці в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:*

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/26.pdf](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.).

*Список публікацій, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації*

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.).

## ДОДАТОК Г

### ДОВІДКИ ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ



## СУМСЬКИЙ МАШИНОБУДІВНИЙ ЗАВОД

ПРОЕКТУВАННЯ, ВИРОБНИЦТВО ТА ПРОДАЖ НАСОСНОГО ОБЛАДНАННЯ

ТОВ «Сумський Машинобудівний Завод»  
ЄДРПОУ : 34933255  
ІПН: 349332518190 Св. № 100021824  
40020, м.Суми, вул. Машинобудівників, 4

Тел./факс: +380 542 700520  
Факс: +380 542 700522  
e-mail: smz@ds-soyuz.com.ua

Від 18.11.19 р. № 11/86 - Н.19

До Спеціалізованої вченої ради Д 55.051.06  
Сумського державного університету

### ДОВІДКА ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ

В сучасних умовах функціонування підприємств важливого значення набуває формування їх фінансової архітектури, яка лежить в основі забезпечення рентабельної діяльності, а також фінансової безпеки. Саме ці моменти сприяють досягненню цілей основних стейкхолдерів підприємства – його власників.

Даною довідкою підтверджується, що в практичній діяльності ТОВ «Сумський машинобудівний завод» враховуються наукові рекомендації, обґрунтовані в роботі Душак Майї Іванівни на тему «Науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств». Зокрема представляє певний практичний інтерес пропозиція автора щодо напрямів зменшення вартості залучення кредитних ресурсів для підприємств реального сектору економіки, а також щодо стимулювання залучення іноземних інвестицій дозволять суттєво покращити структуру капіталу підприємств та, як наслідок, їх фінансову архітектуру.

Директор

ТОВ «Сумський машинобудівний завод»



М. Я. Діденко



№ 25/19 від 30.10.2019 Довідка

**про впровадження в практичне використання в діяльності  
товариства з обмеженою відповідальністю «БІНАР ЕНЕРДЖІ»  
результатів дисертаційної роботи Душак Майї Іванівни на тему:  
«Науково-методичні засади формування  
фінансової архітектури підприємств»**

Цим підтверджуємо, що в діяльності ТОВ «БІНАР ЕНЕРДЖІ» використовуються окремі напрацювання, зроблені в дослідженні Душак Майї Іванівни на тему «Науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств». Зокрема при формуванні стратегічного фінансового плану підприємства для обґрунтування оптимальної структури капіталу було використано науково-методичний підхід щодо визначення взаємного впливу показників структури капіталу як складової частини фінансової архітектури підприємства, показників розвитку фондового ринку та показників розвитку кредитування суб'єктів підприємництва в Україні. Практичне застосування методу моделювання структурними рівняннями дозволило знизити фінансові витрати підприємства, пов'язані з обслуговуванням кредитних ресурсів.

Представник засновника



С. Д. Пейчева

ТОВ «БІНАР ЕНЕРДЖІ»  
65039, м. Одеса, Фонтанська дорога, 3  
Телефон: +380(48)737-83-22  
e-mail: office@binarenergy.com.ua

Код за ЄДРПОУ 42994265  
ІПН 429942615538  
Витяг (ПДВ) № 1915534500389

Банкіські реквізити:  
IBAN UA03320478000026006924865338  
АТ «УКРГАЗБАНК»  
м. Київ, МФО 320478



### АКТ

про впровадження результатів дисертаційної роботи  
 аспірантки кафедри фінансів, банківської справи та  
 страхування  
 Душак Майї Іванівни  
 присвяченого науково-методичним засадам формування  
 фінансової архітектури підприємств  
 у навчальний процес  
 навчально-наукового інституту бізнес-технологій “УАБС”

25 жовтня 2019 р.

м. Суми

Акт складено комісією у складі:

- Голова: заступник директор навчально-наукового інституту бізнес-технологій “УАБС”, доктор економічних наук, професор Таранюк Л.М.
- Члени комісії: професор кафедри фінансів, банківської справи та страхування, доктор економічних наук, професор Рекуненко І.І.  
 начальник навчально-методичного відділу, кандидат економічних наук, доцент Криклій О.А.  
 заступник директора інституту з методичної роботи, кандидат економічних наук Мірошніченко О.В.

В період з 23 по 25 жовтня 2019 р. комісія вивчила стан фактичного впровадження результатів дисертаційної роботи Душак Майї Іванівни на тему “Науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств” в навчальний процес навчально-наукового інституту бізнес-технологій “УАБС” Сумського державного університету.

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Душак Майї Іванівни на тему “Науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств”.
2. Робочі програми навчальних дисциплін зі спеціальності: 072 “Фінанси, банківська справа та страхування” (освітнього ступеня “Бакалавр”, “Магістр”).



**За результатами проведеної роботи комісією встановлено, що:**

1. Розроблені у дисертаційній роботі Душак М.І. науково-методичні та практичні положення впроваджені в навчальний процес з наступних дисциплін:
  - 1.1. “Фінансова діяльність суб’єктів господарювання” (викладається для студентів денної форми навчання освітнього ступеня “бакалавр” спеціальності 072 “Фінанси, банківська справа та страхування”);
  - 1.2. “Корпоративні фінанси” (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітнього ступеня “бакалавр” спеціальності 072 “Фінанси, банківська справа та страхування”);
  - 1.3. “Управління фінансами акціонерних товариств” (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітнього ступеня “бакалавр” напряму підготовки 6.030508 “Фінанси і кредит”);
  - 1.4. “Фінансовий ринок” (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітнього ступеня “бакалавр” спеціальності 072 “Фінанси, банківська справа та страхування”.
2. Застосування результатів дисертаційної роботи Душак Майі Іванівни в навчальному процесі навчально-наукового інституту бізнес-технологій “УАБС” Сумського державного університету дало змогу адаптувати вказані дисципліни до умов сучасних трансформаційних процесів в освіті, поглибити їх теоретико-методичні основи та підвищити якість підготовки фахівців з економічних спеціальностей.

Голова комісії:



Л.М. Таранок

Члени комісії:



І.І. Рекуненко



О.А. Криклій



О.В. Мірошніченко