

УДК 657.422.1

Наконечна А.С., асистент кафедри фінансів і банківської справи
Донецького національного університету ім. Василя Стуса

ДОМИНАНТИ КІЛЬКІСНОГО ВИМІРУ АДАПТАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ

У статті проаналізовано показники кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах ділової циклічності економіки України. Визначено швидкість адаптаційного процесу фінансової архітектури вітчизняних компаній а також виявлено закономірності його активізації в періоди економічних «шоків». Оцінено вартість адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позиції понесених ними чистих видатків в результаті адаптації. Визначені періоди ділового циклу, коли адаптація фінансової архітектури забезпечує економію сукупних витрат компаній. Здійснено аналіз ефективності адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позиції її впливу на показник економічного прибутку, як індикатор стратегічної ефективності та ринкової вартості бізнесу в умовах слабкого розвитку фінансових ринків. Виявлені напрями адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання, які справляють найбільший істотний позитивний вплив на рівень стратегічної ефективності бізнесу в різні фази ділового циклу.

Ключові слова: фінансова архітектура суб'єктів господарювання, адаптація, діловий цикл, швидкість адаптації, вартість адаптації, стратегічна ефективність компанії.

Рис.3, Табл.1, Літ.17.

Наконечная А.С.

ДОМИНАНТЫ КОЛИЧЕСТВЕННОГО ИЗМЕРЕНИЯ АДАПТАЦИИ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ ЦИКЛИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

В статье проанализированы показатели количественного измерения адаптации финансовой архитектуры субъектов хозяйствования в условиях деловой цикличности экономики Украины. Определены скорость адаптационного процесса финансовой архитектуры отечественных компаний, а также выявлены закономерности его активизации в периоды экономических «шоков». Оценена стоимость адаптации финансовой архитектуры субъектов хозяйствования с позиции понесенных ими чистых расходов в результате адаптации. Определенные периоды делового цикла, когда адаптация финансовой архитектуры ведет к экономии совокупных расходов компаний. Осуществлен анализ эффективности адаптации финансовой архитектуры субъектов хозяйствования с позиции ее влияния на показатель экономической прибыли, как индикатор стратегической эффективности и рыночной стоимости бизнеса в условиях слабого развития финансовых рынков. Выявлены направления адаптации финансовой архитектуры субъектов хозяйствования, которые оказывают наибольшее существенное положительное влияние на уровень стратегической эффективности бизнеса в различные фазы делового цикла.

Ключевые слова: финансовая архитектура субъектов хозяйствования, адаптация, деловой цикл, скорость адаптации, стоимость адаптации, стратегическая эффективность компании.

Nakonechna A.

QUANTITATIVE MEASUREMENT DOMINANTS OF ENTERPRISES FINANCIAL ARCHITECTURE ADAPTATION IN THE CYCLICAL ECONOMIC DEVELOPMENT

The article analyzes the quantitative measurement indicators of enterprises financial architecture adaptation in the cyclical economic development of Ukraine. Author determined the speed of companies financial architecture adaptive process and revealed the regularities of its activation during economic "shocks" periods. The costs of was estimated from the position of incurred net expenses. Author identified the business cycle periods when the adaptation of financial architecture leads to the saving of companies total costs. The analysis of enterprises financial architecture adaptation effectiveness was realized from the point of its influence on the economic profit as an indicator of strategic efficiency and companies market value in the conditions of weak financial markets development. Author found the adaptation directions of financial architecture that have the most significant positive influence on the level of strategic business efficiency in different phases of the business cycle.

Key words: enterprises financial architecture, adaptation, business cycle, speed of adaptation, costs of adaptation, strategic efficiency of the company.

Постановка проблеми. Сучасні реалії функціонування суб'єктів господарювання в Україні продовжують характеризуватися низькою ефективністю фінансового ринку, слабкою діловою активністю його учасників та відсутністю діючих важелів стимуляції фінансово-інвестиційний процесів з боку державного регулювання. За таких умов вітчизняні суб'єкти господарювання зустрілися з необхідністю розширення інструментарію фінансового забезпечення та пошуку додаткових резервів збільшення фінансової спроможності саме за рахунок внутрішнього регулювання. Аналіз динаміки фінансової архітектури компаній в Україні за останні вісім років виявив загальні вектори її адаптації в умовах існуючих тенденцій монополізації бізнесу, об'єднання компаній в фінансово-промислові групи, незахищеності прав міноритарних акціонерів, підвищення вимог з боку кредиторів, раціонування позик, що особливо відчувається в кризові періоди. Разом з тим, сформовані типи фінансової архітектури продовжують нести в собі фінансові обмеження, витрати та ризики для компаній, що проявляється у надмірно високому рівні накопиченого боргового навантаження, порушенні фінансової стійкості та неможливості переключатися від одного джерела фінансування до іншого відповідно до їх вартості. Як результат – висока залежність інвестиційної діяльності від внутрішніх грошових потоків компаній, як основного джерела власних фінансових ресурсів, а отже майже повна відсутність інвестицій в періоди, коли обсяги грошових потоків скорочуються і компанія зазнає дефіциту ліквідності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій з проблеми, що розглядається. Показна вибірка зарубіжних вчених, серед яких Фаулкендер М. [10], Дробец В. [9], Ксу З. [13], Данг В. [8] та інші автори, досліджують окремі елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позиції їх впливу на вартість фінансових ресурсів компаній. З результатів цього напряму досліджень виходить, що в залежності від сформованих характеристик фінансова архітектура суб'єктів господарювання здатна істотно знижувати (або підвищувати) вплив фінансових обмежень на бізнес з боку ринку. Більш того, окремі автори, серед яких Берклей М. та Сміт К. [7], Івашковська І. В. [11], Степанова А. М. [5], засвідчують істотний вплив фінансової архітектури на рівень реалізації корпоративної стратегії (стратегічну ефективність) бізнесу, що є індикатором його вартості в умовах недостатньо ефективних фінансових ринків.

Визначення невирішених питань. Адаптація фінансової архітектури, як об'єктивний процес пристосування компаній до циклічних змін та трендів бізнес-середовища, має включати в себе «точки впливу» на зниження витрат фінансування компанії, постійне розширення її інвестиційних можливостей та максимізації вартості бізнесу. Разом з тим, слід враховувати, що на практиці будь які адаптаційні зміни несуть в собі фінансові та часові втрати, які не завжди повністю компенсуються позитивним ефектом. Саме тому оцінка адаптації фінансової архітектури компаній з позиції визначення індикаторів її впливу на корпоративну ефективність має бути доповнена такими домінантами кількісного виміру, як швидкість адаптації та її вартість (рівень сукупних видатків, понесених компанією в наслідок адаптації).

Метою статті є кількісний вимір процесу адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання до циклічних змін в економіці в контексті пошуку напрямів підвищення ефективності діяльності компаній в різні фази ділового циклу а також виявлення та відхилення неефективних з точки зору впливу на вартість бізнесу напрямів адаптації фінансової архітектури.

Для вирішення цієї проблеми в процесі дослідження використовуватиметься комплекс кількісних інструментів аналізу, у тому числі, індексно-графічний метод, метод чистих видатків, а також метод регресії.

Виклад основного матеріалу. Дослідження швидкості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Оцінка швидкості адаптації фінансової архітектури компаній в цілому, як багатокомпонентної характеристики, потребує застосування інтегрованого підходу до розрахунку, що одночасно враховуватиме показники швидкості зміни усіх складових елементів фінансової архітектури та демонструватиме її адаптаційну динаміку в впродовж ділового циклу. У зв'язку з цим показовим є методологічний підхід поліноміальних залежностей у тримірному просторі Климчук С.В., яка досліджує фінансову архітектоніку економічних систем в умовах трансформацій [3,с.7]. Автор просторово представляє область взаємодії трьох фінансових механізмів, визначає її обсяг та оцінює здатність системи до адаптивного розвитку.

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

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

$$I_{it} = \frac{x_{it} - x_{it-1}}{x_{it}^*}, \quad (1)$$

де: I_{it} – індекс швидкості коригування відповідного показника фінансової архітектури суб'єкта господарювання: I_{1t} – фінансового леввериджу (FL), I_{2t} – структури власності (OS), I_{3t} – корпоративного управління (CG), I_{4t} – відношення до фінансово-промислових груп (Group), I_{5t} – розміру активів (Size) у фактичному (t-тому) періоді;

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

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

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

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

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

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

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

Із застосуванням запропонованої методики було розраховано швидкість адаптації фінансової архітектури дев'яти крупних українських компаній акціонерного типу сільськогосподарської, металургійної та паливно-енергетичної галузей виробництва. На рис. 1 продемонстровано динаміку швидкості адаптації фінансової архітектури ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча», однієї з найбільших високотехнологічних компаній України з повним виробничим циклом, яка з 2010 року через участь у вертикально інтегрованому горно-металургійному холдингу «Метінвест» входить до провідної багатогалузевої фінансово-промислової групи СКМ. Компанія функціонує з високим рівнем концентрації власності: 68,24% акцій володіє група СКМ.

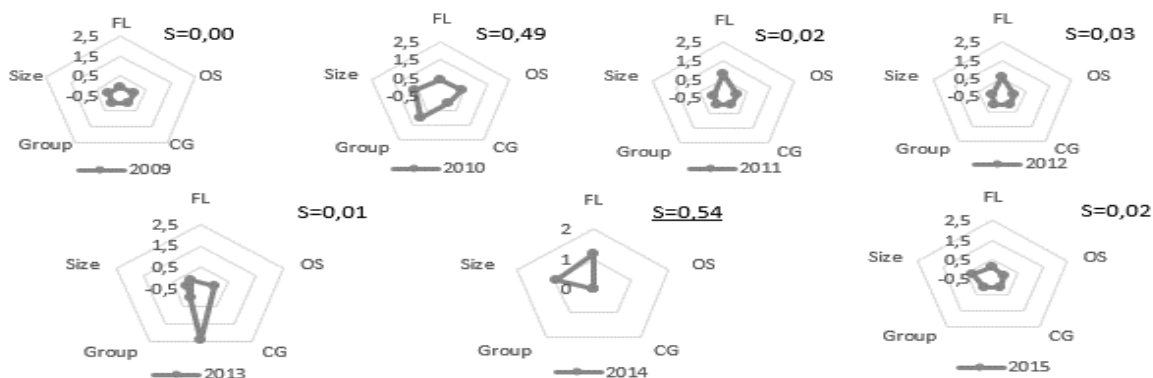


Рис. 1. Динаміка швидкості адаптації фінансової архітектури ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча» у 2009 – 2015 рр.

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

В ході аналізу було виявлено, що впродовж досліджуваного відрізка часу, який відповідає амплітуді ділового циклу в економіці України, фінансова архітектура ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча», як цілісна динамічна характеристика, зазнавала певних адаптаційних змін, які відбувалися з немонотонною швидкістю та за рахунок різних факторів. Найвищий показник швидкості адаптації фінансової архітектури (0,54) було зафіксовано у фазі загострення економічної кризи 2014 р. – через пасивне коригування структури фінансування (шляхом збільшення акціонерного капіталу на фоні збільшення сукупних зобов'язань) та нарощення балансової вартості активів майже в два рази, у тому числі, за рахунок проведення дооцінки основних засобів з врахуванням динаміки цінних індексів.

Результати аналізу швидкості адаптації фінансової архітектури, що було проведено на вибірці із дев'яти суб'єктів господарювання акціонерного типу, виявили певні загальні динамічні закономірності, які відобразилися у трьох «хвилях» активізації адаптаційних змін фінансової архітектури (рис. 2).

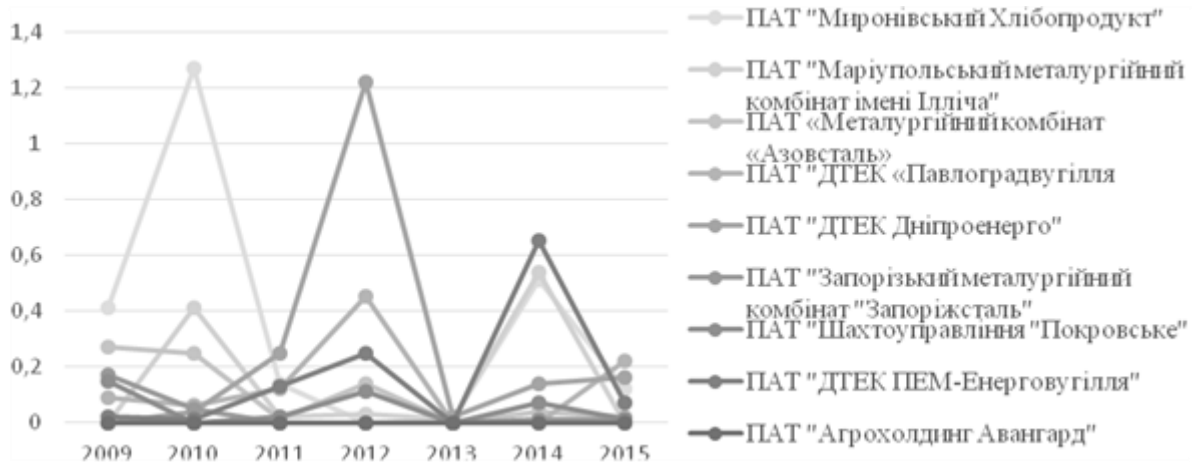


Рис. 2. Динаміка швидкості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні у 2009 – 2015 рр.

Тож, найбільш суттєві зміни фінансової архітектури суб'єктів господарювання відзначилися в наступних роках:

- 2010 р.: 0,23 – що пов'язано із поновленням процесів перерозподілу прав власності, укладання угод злиття та поглинання крупними бізнес-групами компаній, що зустрілися із труднощами в період фінансово-економічної кризи 2008 – 2009 рр. На проциклічність динаміки угод M&A на глобальному ринку вказує аналітика KPMG – в періоди кризи середньорічна чисельність угод із об'єднання бізнесу падає на 30% [11]. За даними звіту «Aequo» інвестиційного порталу «InVenture», у 2010 р. кількість угод з об'єднання бізнесу в Україні зросла більш ніж у двічі в порівнянні з 2009 р., досягши числа 69 та сумарної вартості угод 3400 млн. євро [2]. Як результат перерозподілу власності на користь «сильних граків» – реструктуризація джерел фінансування через збільшення акціонерного капіталу та погашення фінансових позик з найбільшим рівнем витрат на капітал.

- 2012 р.: 0,26 – процеси з об'єднання та концентрації бізнесу, як форма корпоративної реструктуризації та інструмент розвитку бізнесу, стають більш масовими (чисельність угод M&A складає 87, проте їх сумарна вартість – 750 млн. євро) [2]. Причина – зростання інвестиційної потреби в період економічного буму з одного боку, та наявність вільного інвестиційного капіталу, який крупні корпорації та групи компаній готові вкладати в довгострокові проекти. Прискоренню архітектурних змін сприяло також збільшення сукупних обсягів активів компаній, шляхом придбання майнових комплексів та розширення виробництва. В структурі фінансування знову відбувається нарощення обсягів позикових ресурсів, вартість яких знижується в умовах макроекономічного зростання;

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

Дослідження вартості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Зазначимо, що будь-які адаптаційні зміни фінансової архітектури компаній несуть в собі

сукупність прямих та непрямих видатків, що звужують обсяги чистого грошового потоку у кожному періоді та впливають на формування фінансового результату. Іншими словами, адаптація фінансової архітектури не є безкоштовною для суб'єктів господарювання та має вартість, що піддається грошовому виміру за допомогою витратного підходу (оцінка вартості з точки зору понесених чистих витрат). Чисті витрати при цьому представляють собою зміну показників сукупних витрат, яка відбувається в наслідок адаптації елементів фінансової архітектури у кожному періоді (рис. 3).

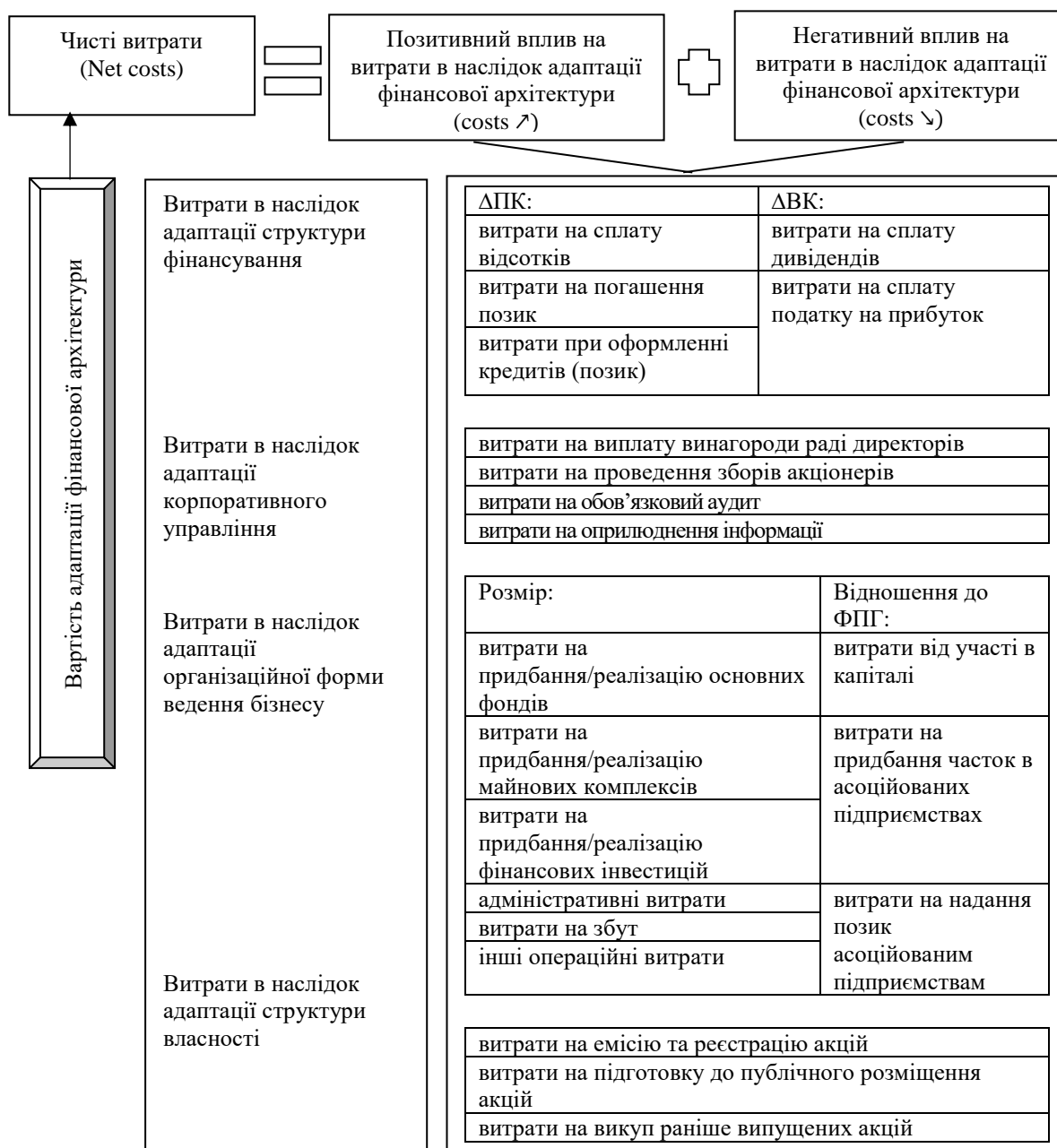


Рис. 3. Схема визначення вартості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі витратного підходу

При цьому, якщо позитивні значення показника вказуватимуть на збільшення сукупних витрат компанії в наслідок адаптації фінансової архітектури у звітному періоді, то негативні – на зниження сукупних витрат, а отже прямий позитивний ефект адаптації з точки зору чистого грошового потоку (у вигляді економії) Розрахунок чистих витрат в наслідок адаптації фінансової архітектури, як показнику, що найбільш повно відображає її вартість, представляється можливим реалізувати на основі «Звіту про фінансові результати» (форма №2).

Тож, до витрат в наслідок адаптації структури фінансування слід включати такі що визначають вартість позикового капіталу (відповідно до ПСБО 31 [4], саме такі витрати відносяться до поняття «фінансові витрати» – процентні і всі інші витрати, що виникають внаслідок запозичення (кредитування, фінансової оренди, випуску облігацій, векселів), а також такі що впливають на вартість власного капіталу (дивідендні виплати та витрати з податку на прибуток).

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

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

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

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

$$V(AFA)_t = \frac{Net\ costs_t - Net\ costs_{t-1}}{TA_t}, \quad (3)$$

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

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

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

TA_t – балансова вартість сукупних активів компанії в поточному періоді.

В результаті порівняльного аналізу кількісних характеристик швидкості та вартості адаптації фінансової архітектури було виявлено наступні закономірності, що заслуговують уваги:

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

2) найбільш позитивний вплив з точки зору чистих витрат від адаптації фінансової архітектури справляє коригування фінансового левериджу в бік цільових значень: активного (за рахунок зниження обсягів позикового фінансування), пасивного (за рахунок збільшення обсягів акціонерного капіталу), що відбувається як самостійно, так і в наслідок перерозподілу прав власності (що часто супроводжується входженням у фінансово-промислові групи та змінами у корпоративному управлінні). Найбільш негативного впливу, що проявляється у максимальному збільшенні чистих витрат, завдає віддалення фінансового левериджу від цільових значень в періоди скорочення обсягів власних ресурсів та збільшення частки позикових ресурсів, особливо таке, що спричиняє збільшення обсягу сукупних активів (розміру компанії) – проблема заміщення активів при збільшенні боргового навантаження.

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

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

$$RI = \left(\frac{NOPAT}{CE} - WACC \right) * CE, \quad (4)$$

де: *RI* – показник економічного прибутку суб'єкта господарювання (залишковий дохід);

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

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

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

В умовах слабкого розвитку фінансових ринків у країнах зі зростаючою економікою показник *residual income* визнано таким, що дає більш точну оцінку внутрішній вартості компаній ніж ринкові показники (Q Тобіна, динаміка цін на акції), які складно оцінити в умовах слабкої інформаційної ефективності [12].

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

$$\Delta RI = \gamma + \beta_1 \Delta FL + \beta_2 \Delta OS + \beta_3 \Delta CG + \beta_4 \Delta Group + \beta_5 \Delta Size + v_t, \quad (5)$$

де: ΔRI – показник зміни економічному прибутку у поточному році відносно базового (попереднього);

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

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

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

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

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

За результатами аналізу відмітимо, що вплив адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в розрізі її компонентів на динаміку ефективності компаній, що оцінюється з позиції збільшення їх економічного прибутку, варіюється впродовж ділового циклу макросистеми. Разом з тим, слід зауважити що в окремі фази ділового циклу такий вплив визначається як істотний (доводячи, що фінансова архітектура є визначальним фактором формування стратегічної ефективності бізнесу) та обумовлює практичну доцільність та корисність розробки механізму побудови оптимальної фінансової архітектури із врахуванням циклічності економічного розвитку:

1) адаптація структури фінансування (коригування леввериджу в бік цільових значень) завдає істотного позитивного впливу з початком економічного спаду (0,42) та кризові роки (0,15; 0,32), тоді як в періоди поживлення ділової активності такий позитивний вплив є незначним негативним (-0,03; -0,02), що підтверджує цінність підтримання запасу боргового навантаження, перш за все, в умовах погіршення макроекономічної та ринкової кон'юнктури;

2) адаптація структури власності компаній, що в умовах слабкого інституційного розвитку фінансових ринків та неналежного правового захисту інтересів міноритарних акціонерів знаходить відображення у підвищенні рівня концентрації власності мажоритарними акціонерами, демонструє істотно позитивний вплив (0,59) в періоди загострення кризових процесів в економіці, який змінюється на істотно негативний (-0,9) з

настанням відносної стабільності. Таке спостереження надає підстави визначати, що надмірна концентрація власності в корпоративному секторі схильна перешкоджати сталому розвитку бізнесу в контексті осучаснення та реформування інституційного устрою суспільства;

Таблиця 1. Результати регресійного аналізу впливу адаптації компонентів фінансової архітектури суб'єктів господарювання на динаміку корпоративної ефективності

Показники	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013р.	2014 р.	2015 р.	Нормалізовані коефіцієнти		
								Перед-кризовий період	Період кризи	Пост-кризовий період
Множинний R	0,85	0,80	0,82	0,89	0,98	0,98	0,81			
R-квадрат	0,73	0,64	0,68	0,79	0,97	0,97	0,66			
Стандартна помилка	0,04	0,07	0,05	0,03	0,02	0,03	0,13			
Константа	0,00	0,08	0,06	-0,07	-0,09	-0,10	0,03	Пост-кризовий період	Перед-кризовий період	Період кризи
ΔFL	0,32	-0,13	-0,03	0,02	0,42	0,03	0,15	-0,08	0,22	0,17
ΔOS	-0,07	0,05	1,46	-0,13	-1,67	-0,06	1,89	0,76	-0,90	0,59
ΔCG	-0,23	0,55	0,52	-0,06	0,29	-0,21	-0,34	0,54	0,11	-0,26
$\Delta Group$	0,00	-0,16	0,00	-0,07	0,19	-0,09	-0,05	-0,08	0,06	-0,05
$\Delta Size$	0,09	-0,04	0,02	0,04	0,23	0,39	0,06	-0,01	0,13	0,18

3) адаптація корпоративного управління, під якою розуміється покращення якісного складу ради директорів з точки зору максимального врахування інтересів різних агентських груп та зниження впливу можливих відповідних агентських конфліктів, демонструє істотно позитивний вплив на збільшення економічного прибутку (0,29 – 0,55) виключно у періоди стабільності (2011 – 2013 рр.). В періоди спаду та кризи такий вплив змінюється на зворотній, тобто негативний, та набуває значень від -0,21 до -0,34. Такий результат засвідчує максимальну корисність ефективного управлінського органу, що формує корпоративну стратегію на довготривалу перспективу, в періоди мінімальної ділової невизначеності та прогнозованих фінансових результатів, в контексті зниження потенційно можливих фінансових втрат у разі настання кризи. Покращення ж якісного складу ради директорів безпосередньо в періоди спаду та кризи переважно не здатне відразу забезпечити позитивний результат, проявляючись виключно у додаткових корпоративних витратах.

4) участь суб'єктів господарювання у фінансово-промислових групах позитивно впливає на формування внутрішньої вартості бізнесу на всьому часовому горизонті дослідження. Разом з тим, найістотніший такий вплив відзначається у стабільні періоди, коли рівень інвестиційних потреб бізнесу зростає, а компанії – члени ФПГ мають виключну можливість скористатися перевагами перерозподілу інвестиційного капіталу на їх користь в межах групи;

5) адаптація розміру компаній з позиції збільшення сукупних активів завдає найбільш істотного позитивного впливу на корпоративну ефективність в передкризові та

кризові роки, що доводить здатність більш крупних компаній довше зберігати високі фінансові показники із настанням погіршення економічної ситуації.

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

В ході аналізу також було з'ясовано, що протягом досліджуваного періоду найбільш високовартісною з точки зору понесених компанією чистих витрат є адаптація фінансової архітектури в кризові роки (витрати на адаптацію складають 15 – 18% від балансової вартості активів компанії), у той час як в періоди стабільності, особливо економічного буму, адаптація фінансової архітектури не завдає додаткових витрат, а навпаки сприяє економії на сукупних витратах в середньому на 34% (при найбільшій швидкості адаптаційних змін).

Заслуговує уваги також оцінка ефективності адаптації фінансової архітектури компаній, за якої було виявлено різноспрямований вплив адаптації окремих компонентів фінансової архітектури на показник економічного прибутку, що є індикатором реалізації корпоративної стратегії бізнесу. За результатами зазначених оцінок представляється доцільною розробка механізму оптимальної адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки, який можна було б рекомендувати в контексті підвищення корпоративної ефективності та ринкової вартості бізнесу.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Ивашковская И.В., Кокорева М.С., Степанова А.Н. Финансовая архитектура компаний, сравнительный исследования на развитых и развивающихся рынках: Монография / Под ред. д.е.н. И.В. Ивашковской. – М.: ИНФРА-М, 2013. – 101 с.
2. Інвестиційний портал «InVenture» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://aequo.ua/content/news/files/aequo_ma_research_2017_1492069611_ru.pdf

3. Климчук С.В. Фінансова архітектура в умовах трансформацій / С.В. Климчук // Проблеми матеріальної культури – економічні науки. – 2013. – №265. – С. 6 – 11.
4. Положення (стандарти) бухгалтерського обліку в Україні (ПСБО) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.accounting-ukraine.kiev.ua/standarti/>
5. 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. 5-22.
6. Учасники ринку // Офіційний сайт Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» <http://smida.gov.ua/>
7. Barclay M., Smith K. Financial Architecture / M. Barclay, K. Smith // [Electronic resource]. – Modeofaccess: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id
8. Dang V.A. Asymmetric Capital Structure Adjustment: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models / V.A. Dang, M. Kim, Y. Shin // Journal of Empirical Finance. [Electronic resource]. – Modeofaccess: <https://www.escholar.manchester.ac.uk/>
9. Drobez W. What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure? / W. Drobez, G. Wanzenried // Applied Financial Economics. – 2006. – №16. – P. 941-958.
10. Faulkender M. Cash flows and leverage adjustments / M. Faulkender, M. J. Flannery, K. W. Hankins, J. W. Smith // Journal of Financing Economics. – 2012. – № 103. – P. 632-646.
11. KPMG Investments and capital markets Department (2016) M&A Market in 2016, Вісник KPMG з питань стійкого розвитку. [Electronic resource]. – Modeofaccess: <https://home.kpmg.com/us/en/home/insights/2016/05/2016-issue2-article1.html>
12. Martin J.D., Petty J.W., Rich S.P. An Analysis of EVA and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income. Hankamer School of Business Working paper. Waco, TX: Baylor University, 2013. URL: <http://www.sml.hw.ac.uk/ms75/GP%20Papers/G51.pdf>
13. Xu Z. Do firms adjust toward a target leverage level? / Z. Xu // [Electronic resource]. – Modeofaccess: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp07-50.pdf>