

УДК 657.422.1

Наконечна А.С., аспірант кафедри фінансів та банківської справи
Донецького національного університету імені Василя Стуса

ДИНАМІЧНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В УМОВАХ ДІЛОВИХ ЦИКЛІВ

У статті розглянуто сутність концепту фінансової архітектури суб'єктів господарювання як системної цілісності бізнесу, що об'єднує такі внутрішні характеристики, як структура капіталу, структура власності, форма організації бізнесу (розмір сукупних активів та відношення до інтегрованих груп), а також стан корпоративного управління. Пояснено вплив фінансової архітектури як системи внутрішніх драйверів на стратегічну ефективність та ринкову вартість бізнесу через призму фінансових обмежень під час залучення додаткового фінансування. Здійснено кластеризацію типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні. Визначено найбільш характерні типи фінансової архітектури бізнесу, що формуються в сучасних реаліях ринку. Виявлено основні тенденції динамічних змін на рівні фінансової архітектури впродовж ділового циклу. Проаналізовано взаємозв'язок збереження інвестиційної активності в періоди спаду та характеру адаптаційних змін фінансової архітектури суб'єктів господарювання.

Ключові слова: фінансова архітектура суб'єктів господарювання, фінансові обмеження, діловий цикл, структура капіталу, структура власності, розмір активів, корпоративне управління, чисті інвестиції, чистий грошовий потік

(Рис.6, Табл.1, Літ.17).

Наконечная А.С.

ДИНАМИЧЕСКИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ ДЕЛОВОГО ЦИКЛА

В статье рассмотрена сущность концепта финансовой архитектуры субъектов хозяйствования как системной целостности бизнеса, объединяющая такие внутренние характеристики, как структура капитала, структура собственности, форма организации бизнеса (размер совокупных активов и отношение к интегрированным группам), а также состояние корпоративного управления. Обосновано влияние финансовой архитектуры как системы внутренних драйверов на стратегическую эффективность и рыночную стоимость бизнеса через призму финансовых ограничений во время привлечения дополнительного финансирования. Осуществлена кластеризация типов финансовой архитектуры субъектов хозяйствования в Украине. Определены наиболее характерные типы финансовой архитектуры бизнеса, формирующиеся в современных реалиях рынка. Выявлены основные тенденции динамических изменений на уровне финансовой архитектуры в течение делового цикла. Проанализирована взаимосвязь сохранения инвестиционной активности в периоды спада и характера адаптационных изменений финансовой архитектуры субъектов хозяйствования.

Ключевые слова: финансовая архитектура субъектов хозяйствования, финансовые ограничения, деловой цикл, структура капитала, структура собственности, размер активов, корпоративное управление, чистые инвестиции, чистый денежный поток

Nakonechna A.

DYNAMIC CHARACTERISTICS OF FINANCIAL ARCHITECTURE OF BUSINESS ENTITIES IN CONDITIONS OF BUSINESS CYCLE

The article deals with the essence of the concept of the financial architecture of business entities as a business continuity system that combines internal characteristics such as capital structure, ownership structure, the form of business organization (total assets and the ratio to integrated groups), and the state of corporate governance. We substantiated the effect of the financial architecture as the system of internal drivers on the effectiveness of the business strategic and market value through the lens of financial constraints during the raising additional funding. Implemented clustering types of financial architecture of business entities in Ukraine. We founded the most typical clusters of financial business architecture which emerging today's market realities. The main tendencies of dynamic changes in financial architecture within the business cycle are identified. The relationship of investment activity growth in times of recession and the nature of the adaptive changes in the financial architecture of business entities is analyzed.

Keywords: financial architecture of business entities, financial constraints, business cycles, capital structure, ownership structure, asset size, corporate governance, net investment, net cash flow.

Постановка проблеми. Існуючий комплекс деструктивних факторів в економічному середовищі України у посткризовий період є типовим для економік країн із зростаючими ринками капіталів та характеризується нестабільністю бізнес-процесів, високим рівнем економічної, політичної та правової невизначеності, підвищеною волатильністю цін на капітал, істотним впливом макроекономічного циклу на функціонування компаній. В період реформ та трансформацій багато суб'єктів як реального так і фінансового секторів економіки демонструють неспроможність адаптації до нових умов функціонування, про що свідчить відсутність сталого розвитку, зниження ділової та інвестиційної активності, фінансових показників, висока частота банкрутств та ліквідації бізнесу, тощо. У зв'язку з цим набуває актуальності пошук та впровадження інтегрованого підходу до моделювання та організації системи фінансів суб'єктів господарювання національної економіки в контексті підвищення їх стратегічної ефективності в умовах економічної циклічності, що одночасно враховує різні сторони бізнесу, а також систему зв'язків між ними.

Аналіз останніх досліджень і публікацій з проблеми, що розглядається. Ідея концепту фінансової архітектури як інтегрованого підходу в дослідженні фінансових рішень компанії вперше була сформульована у 1998 році С. Майерсом [16]. На сьогодні питання фінансової архітектури суб'єктів господарювання викликають широкий науковий інтерес, а дослідження в межах цієї проблематики здебільшого проводяться в трьох аспектах:

- дослідження елементів фінансової архітектури та їх впливу – комплексного або індивідуального – на стратегічну ефективність бізнесу, що вимірюється ринковими показниками (І.В. Івашковська [2], А.М. Степанова [4], Н.В. Бичкова [1], М. Барклі та К. Смітт [7], М. Бойко, А. Шлейфер та Р. Вішни [8], Дж. Кьюмар [15]);
- дослідження впливу фінансових обмежень компаній, які визначаються особливостями її фінансової архітектури на рівень капітальних інвестицій, що вимірюється за чуттєвістю обсягу інвестицій від внутрішнього грошового потоку, який генерує компанія (Теплова Т.В. [5], Черкасова В.А. [6], С. Фаззарі [13], М. Кампелло [9]);

• дослідження структури капіталу сучасних компаній, детермінант, під впливом яких вона формується та швидкості пристосування до цільової структури капіталу (М.С. Кокорева [3], В. Дробец [11], М. Фаулкендер [12], М. Фланері [14], Х. Де Анжело [10]).

Визначення невирішених питань та формулювання цілей статті. В умовах прискорення циклічності макроекономічного середовища та високої частоти настання кризових явищ невирішеним залишаються питання можливості адаптації суб'єктів господарювання до зовнішніх коливань за рахунок змін на рівні фінансової архітектури. Отже метою даного дослідження є визначення динамічних характеристик фінансової архітектури, як основи адаптаційних можливостей бізнесу.

Виклад основного матеріалу. Спираючись на теоретичну базу наявних досліджень, вважаємо доцільним визначати фінансову архітектуру як динамічну систему (інтегровану 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. В якості складових елементів фінансової архітектури виділяється структура власності, корпоративне управління, форма організації та ведення бізнесу, а також структура фінансування, що є ендегенним, найбільш адаптивним, і разом з тим, центральним елементом фінансової архітектури.

Разом з тим, фінансова архітектура є визначальним фактором ринкової вартості бізнесу, а отже і ефективності його діяльності. Такий вплив на вартість бізнесу здійснюється як із позиції грошових потоків, які генеруються суб'єктом господарювання, так і з позиції вартості його капіталу через призму фінансових обмежень: внутрішньо фірмові індивідуальні характеристики компаній здатні знижувати вплив зовнішніх факторів фінансових обмежень, тобто забезпечувати розширений доступ до обмеженого фінансування за адекватною вартістю (рис. 1).

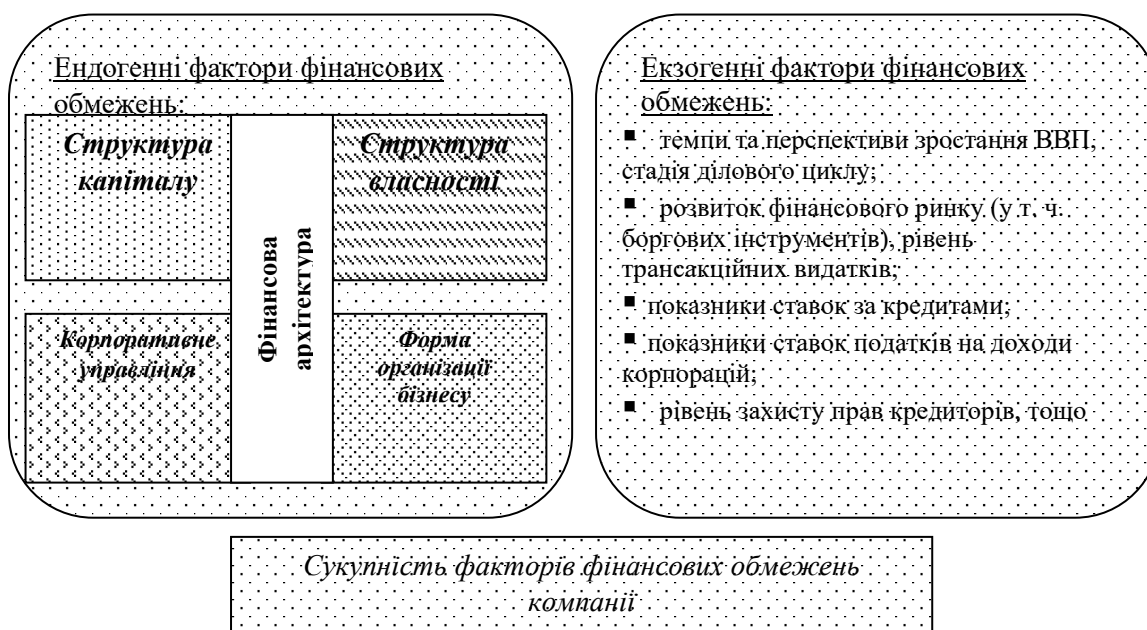


Рис. 1. Ендегенні та екзогенні фактори фінансових обмежень компанії

З огляду на різноманітність можливих варіацій організації та ведення бізнесу в умовах сучасної економіки, особливої цінності набуває класифікація типів фінансової архітектури вітчизняних суб'єктів господарювання. За допомогою техніки кластерного та використовуючи вибірку зі 100 суб'єктів національного бізнесу аналізу нами було виявлено,

що в сучасному корпоративному середовищі України проявляються різні типи фінансової архітектури, що відрізняються за рівнем концентрації власності, розміром бізнесу, станом корпоративного управління та рівнем боргового навантаження (рис. 2).

Так, окремі кластери формують компанії з висококонцентрованою власністю, ефективним корпоративним управлінням, що балансує інтереси акціонерів та менеджменту. Фінансовий леверидж при цьому коригується з високих значень до низьких, що вказує на можливість залучення додаткового фінансування в необхідних обсягах та своєчасно розраховуватися за кредиторськими зобов'язаннями. Відмічається, що всі компанії такого типу (у тому числі, ТОВ «Метінвест Холдинг», ТОВ «ДТЕК», АТ «Каргіл», ПАТ «Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод», ПАТ «ЄВРАЗ ЮЖКОКС», тощо) входять до холдингових груп.

Разом з тим, більшість великих і менших за розміром суб'єктів українського бізнесу відрізняє висока концентрація власності та неефективне корпоративне управління (частка боргу в структурі фінансування при цьому, як правило, або суттєво підвищена, або мінімальна). Окремий кластер формується з невеликих за розміром компаній, власність яких розподілена між декількома інвесторами-засновниками, що не вдаються до формування спеціального управлінського органу та фінансують діяльність за рахунок власних джерел з огляду на складність залучення зовнішнього капіталу. Такі комбінації структурних характеристик виявляються для компаній внутрішніми факторами фінансових обмежень, тобто ускладнюють і без того обмежений ринком доступ до додаткового, адекватного за вартістю капіталу.

Структура власності	+ - <
---------------------	--

Рис. 2. Результати кластеризації фінансової архітектури 100 суб'єктів національного бізнесу України

Виявлена конфігурація суб'єктів господарювання на матриці кластерів фінансової архітектури не є статичною, про що свідчать панельні дані національних компаній за останні роки. З метою дослідження динамічних змін на рівні фінансової архітектури нами було охоплено дані фінансової та управлінської звітності зазначеної вибірки суб'єктів бізнесу, попередньо сегментованої за балансовою вартістю сукупних активів компаній на крупні та менші за розміром, за період, що охоплює повну амплітуду ділового циклу (2008 – 2015 рр.) [17].

Результати обробки даних свідчать про контрциклічну тенденцію зміни фінансового левіриджу крупних українських компаній, здебільшого за рахунок позичкового капіталу (рис. 3).

Так, суб'єкти господарювання знижували обсяги боргового навантаження у «нормальні» роки та нарощували в моменти економічних шоків (криз). Остання тенденція фінансового левіриджу до зниження на 15% у 2014 р. та ще на 15% у 2015 р. має сприйматися ринком позитивно, за умов різко зростаючої облікової ставки НБУ – з 6,5% у 2013 р. до 14% у 2014 р. та 30% у 2015 р. Фінансовий результат компаній при цьому дуже тісно корелює зі зміною реального ВВП країни (в значній мірі формуючи його): найвищий показники нерозподіленого прибутку мали місце у 2011 – 2012 роках.

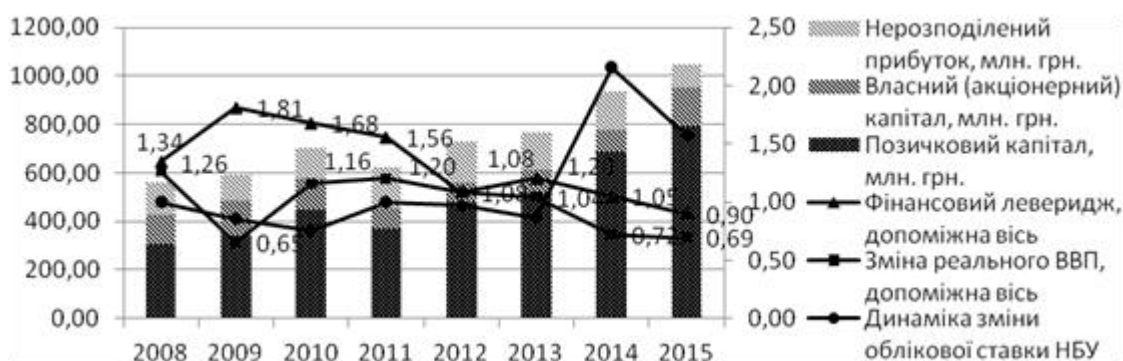


Рис. 3. Динаміка показників структури капіталу крупних суб'єктів господарювання в умовах ділового циклу 2008 – 2015 рр.

Що стосується відносно невеликих за розміром суб'єктів господарювання, фінансовий левіридж має здебільшого проциклічний характер: частка боргового фінансування починає зростати з погравленням в економічному середовищі, що опосередковано свідчить про блокування доступу таких компаній до кредитування (фактор раціонування кредитів) та ознаки високої фінансової обмеженості. Зростання рівня боргового навантаження в роки останньої економічної кризи 2014 – 2015 років з одночасним підвищенням вартості капіталу та падінням фінансового результату до рівня збитковості свідчить про високу боргову залежність невеликих фірм, нездатність розрахуватися за позиками та високий ризик дефолту (рис. 4).

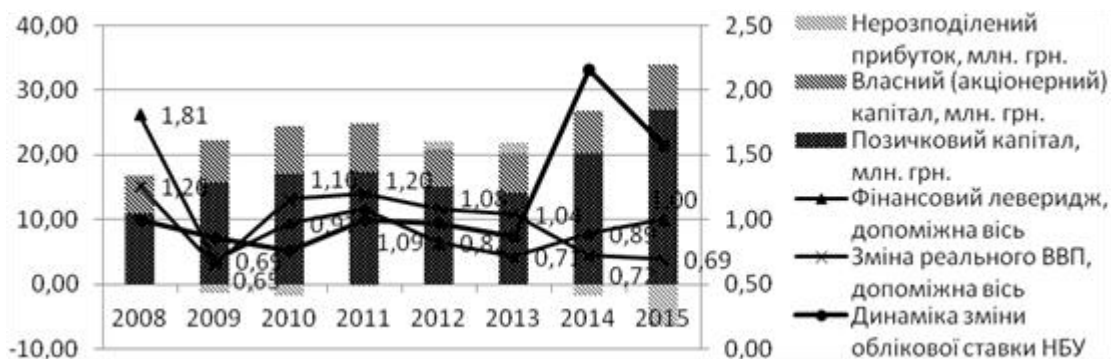


Рис. 4. Динаміка показників структури капіталу невеликих суб'єктів господарювання в умовах ділового циклу 2008 – 2015 рр.

Завершення фінансової кризи 2008 – 2009 років відзначилось новим етапом тенденції укрупнення власності суб'єктів господарювання: поновленням репрезентативних процесів та об'єднанням компаній у фінансово-промислові групи. По-перше, це дозволяє сконцентрувати ресурси, необхідні для реалізації інвестиційних проектів, виходу на нові ринки. По-друге укрупнення власності дозволяє знизити видатки фінансування завдяки можливостям внутрішніх ринків капіталу та фідучіарного кредитування (кредитування між учасниками групи за ціною суттєво нижче ринкової). В результаті це робить суб'єкт господарювання менш фінансово обмеженим та дозволяє більш ефективно протистояти негативним тенденціям в економіці. Розповсюдженим способом перерозподілу контролю є випуск акцій декількох класів, при тому що група інсайдерів володіє класом акцій з особливими правами голосу В деяких інсайдерських системах для встановлення корпоративного контролю використовується перехресне володіння акціями, перехресні гарантії та акціонерні угоди зі зниження впливу інвесторів, що не мають контрольного пакету (експропріація мажоритаріями міноритарних акціонерів). Найбільш знакові угоди зі злиття та поглинання бізнесу були характерні для підприємств групи СКМ (ПАТ "Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча" – з 50% до 74,72% у 2010 р.), Корум Груп (ПАТ "Дружківський машинобудівний завод" – з 65,26% до 87,01% у 2011 р.), ПАТ «АПК Інвест» – з 75% у 2008 р. до 98% у 2011 р., ПАТ «Київстар» – з 56,52% у 2008 р. до 73,72 у 2011 р. Тож, динаміка підвищення концентрації власності крупних суб'єктів господарювання в Україні корелює з динамікою збільшення розміру бізнесу. На сьогодні середній рівень концентрації власності крупних корпоративних підприємств становить 75,08%.

Інший характер мають тенденції, що сформувалися в структурі власності невеликих за розміром суб'єктів господарювання. Зміни рівня концентрації та сукупного розміру бізнесу тут також мають загальну тенденцію до зростання (укрупнення), але демонструють більш поступовий характер. Процеси з укрупнення власності компаній, що увійшли до вибірки як менші за розміром, окрім мотивів об'єднання в бізнес-групи, що позитивно сприймаються ринком, мають також і інших характер, пов'язаний із витисненням дрібних акціонерів крупними. З огляду на незахищеність прав інвесторів, загострення агентських конфліктів та зниження вигід від володіння невеликими пакетами акцій, деякі приватні міноритарії та менеджери з компенсаційними пакетами вимушені переуступати свою частку власності у бізнесу ключовим акціонерам. Такі тенденції спостерігаються впродовж усього ділового циклу.

За даними статистичної звітності, майже всі суб'єкти господарювання акціонерного типу (як великі так і невеликі за розміром) здійснюють корпоративне управління через спеціально створений орган – раду директорів. Разом з тим, у більшості випадках такі управлінські органи представлені одним, або декількома членами – представниками однієї агентської групи (власників або менеджменту), що не націлено на пом'якшення агентського конфлікту та зниження пов'язаних видатків. Лише 27% компаній із загальної вибірки (переважно великих за розміром) демонструють наявність збалансованої ради директорів – тобто такої, що включає представників різних агентських груп. Послугами незалежних директорів користується ще менше компаній – 8,7% вибірки, тільки крупні суб'єкти.

Середньооблікова чисельність ради директорів в крупних компаніях дещо зросла за період з 2008 по 2011 рік та знову знизилася до початку нової кризи 2014 – 2015 рр., наразі становлячи 5,5 осіб. В невеликих компаніях цей показник майже не змінювався, залишаючись на рівні 3-4 осіб. Серед крупних корпоративних підприємств

спостерігається зниження частки дрібних акціонерів з правом прийняття управлінських рішень майже на 10% за весь період та аналогічне збільшення представництва менеджменту – 34,57% у 2008 р. до 45,56 у 2015 р. Відсоток крупних акціонерів в управлінні майже не змінювався, залишаючись на відмітці 20%. Рівень державного інтересу в крупному бізнесі поступово знизився з 14% до 9% відповідно.

Корпоративне управління невеликих суб'єктів здебільшого представлене топ-менеджерами та міноритаріями, більшість з яких також є представниками менеджменту (їх відсоток поступово знижується), разом становлячи близько 75%. Крупні акціонери складають 19-20% членів органів управління, представники держави – близько 5%.

Тож, зміни у корпоративному управлінні компаній тісно перетинаються з тенденціями перерозподілу прав власності. Формально, представництво різних агентських груп в системах корпоративного управління має бути націлено на вирішення агентських проблем, проте низький рівень збалансованості допускає домінування інтересів ключових інсайдерів. Це свідчить про те, що українська модель корпоративного управління ще знаходиться в стадії формування, а недосконалість інституційних норм та стандартів корпоративного управління стримує більшість компаній від активної реалізації механізмів корпоративного управління з метою підвищення ефективності та максимізації ринкової вартості бізнесу.

Таким чином, існуючі зміни на рівні фінансової архітектури національних суб'єктів господарювання впродовж ділового циклу визначають наявність динамічних характеристик фінансової архітектури як структурної цілісності бізнесу та її адаптаційних можливостей. Те, наскільки ефективною була адаптація з точки зору зниження рівня фінансових обмежень суб'єктів господарювання, можливо оцінити за фактом контрциклічності чистого грошового потоку та чистих інвестицій. Зниження чистого грошового потоку призводить до дефіциту ліквідності, а отже, обумовлює необхідність залучення позичкових коштів, в процесі чого суб'єкти зустрічаються з фінансовими обмеженнями. На ефективність адаптаційних змін фінансової архітектури компаній вказує можливість збільшувати обсяги інвестицій в періоди зниження чистого грошового потоку, фінансуючи їх або за рахунок залучення вигідних, більш дешевих позик, або завдяки нереалізованому (накопиченому) фінансовому потенціалу. Чистий грошовий потік при цьому формується за методологією П(С)БО з нерозподіленого прибутку (непокритого збитку), скорегованого на суму амортизаційних відрахувань.

Таким чином, одним з достатніх індикаторів ефективної адаптації фінансової архітектури на певний момент часу є мінімальне від'ємне значення відношення зміни чистого грошового потоку та зміни чистих інвестицій за умови зниження чистого грошового потоку. Щоб зрозуміти, наскільки ефективною була адаптація компанії впродовж усього ділового циклу (семи років), необхідно знайти кумулятивне від'ємне значення вищезазначеного співвідношення за умови зниженні чистого грошового потоку та за семирічний період, тобто:

$$IA_{FA} = \begin{cases} \frac{\sum_t (-\Delta ЧП)}{\sum_t (+\Delta ЧІ)} \rightarrow \min, \\ \Delta ЧП < 0 \end{cases} \quad (1)$$

де: IA_{FA} – індикатор ефективності адаптації фінансової архітектури;

$-\Delta ЧП$ – сума зменшення чистого операційного грошового потоку;

$+\Delta ЧІ$ – сума збільшення чистих інвестицій.

За результатами розрахунку кумулятивних співвідношень змін ЧП та ЧІ з основної статистичної вибірки зі 100 суб'єктів господарювання за період з 2008 по 2015 рік було сформовано підгрупу з 33 як великих так і менших за розміром компаній переважно металургійної, паливно-енергетичної, машинобудівельної, сільськогосподарської та інших

галузей що мають ознаки ефективної адаптації фінансової архітектури. Так, ними було продемонстроване від'ємне кумулятивне значення співвідношення зміни чистого грошового потоку та зміни чистих інвестицій у періоди спаду, що супроводжувалися зниженням обсягів чистого грошового потоку. У табл. 1 наведено 10 суб'єктів господарювання з найбільш показовими значеннями такого індикатору. Відзначимо, що найбільша кількість досліджуваних суб'єктів господарювання мала від'ємні значення чистого грошового потоку у 2008, 2014 та 2015 роках (61%, 63%, та 56% відповідно).

Таблиця 1

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

Назва суб'єкта господарювання	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Кум. знач.
ПрАТ "Азовелектросталь"	4,16	0,00	0,00	0,00	-0,29	-27,89	-	-
ПАТ «Арселорміттал Берислав»	-6,19	1,76	-1,08	10,02	-0,93	-718,39	4,56	-710,25
ПАТ "Нікопольський завод феросплавів"	-	14,22	196,13	0,00	-767,82	0,00	-0,07	-578,08
ПАТ "Шахтоуправління "ПОКРОВСЬКЕ"	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-3,45	-1,82	-392,15
ПАТ АК "НАФТОГАЗ УКРАЇНИ"	0,00	-2,53	0,00	-12,42	4,34	2,69	-209,71	-220,50
ПрАТ "Євраз Дніпровський металургійний завод"	-4,81	-5,05	2,57	0,00	-14,90	-156,16	20,21	-153,95
ПАТ "Дніпровський трубний завод"	8,76	-0,14	16,23	12,09	-76,13	-108,62	1,68	-146,14
ПАТ "ДНІПРОМЕТІЗ"	0,81	0,00	0,00	0,00	5,04	-6,20	0,79	-123,19
ПАТ "Криворізький завод машинобудування"	-	0,00	0,00	-35,79	0,00	-16,31	0,00	-114,12
ПАТ "Дніпропетровський завод металоконструкцій ім. І. В. Бабушкіна"	0,00	-3,83	0,13	-0,63	29,92	-138,81	0,00	-113,21

Так, передбачаючи факт наявності ефективної адаптації фінансової архітектури деяких суб'єктів основної вибірки, оцінимо більш детально характер їх адаптаційних змін. Отже, спільними особливостями поведінки обраних суб'єктів господарювання виступають:

- підвищення рівня боргового навантаження у період фінансової кризи 2008 – 2009 рр. та поступове його зниження в стабільні роки. Так, на момент загострення нових кризових процесів у 2014 р. компанії мали найнижчі значення фінансового левериджу, що імовірно дозволило уникнути різке зростання видатків на капітал та зберегти фінансову стійкість. Разом з тим, значення фінансового левериджу в діапазоні 1,82 до 0,70 вказує на суттєву частку зовнішнього фінансування в структурі капіталу, за рахунок чого могла зберігатися інвестиційна активність (рис. 5);
- поступове збільшення концентрації власності бізнесу з 68% до 78% впродовж циклу, що вказує позитивний ефект від укрупнення власності та об'єднання підприємств в інтегровані групи;
- зростання сукупного обсягу активів, що завдає більш вигідне положення компаніям, дозволяючи генерувати більші обсяги грошових потоків (внутрішні джерела фінансування), з одного боку, та виходити на ринок зовнішнього фінансування з меншими фінансовими обмеженнями, з іншого;

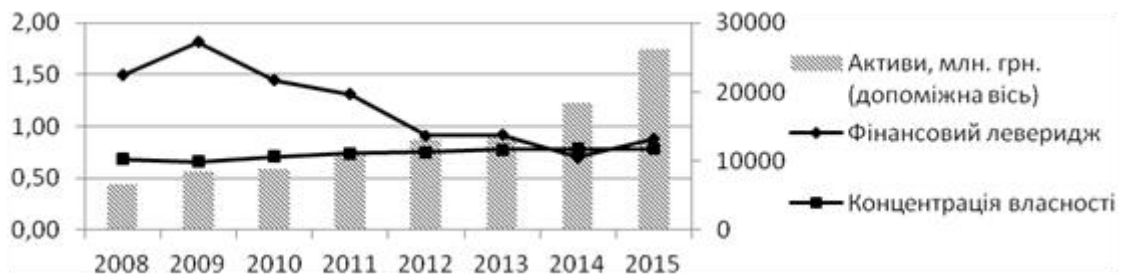


Рис. 5. Динаміка фінансового левєриджу, рівня концентрації власності та сукупного розміру активів суб'єктів господарювання з ознаками ефективності адаптації фінансової архітектури в умовах ділового циклу 2008 – 2015 рр.

- збереження ознак ефективності на рівні корпоративного управління: підтримання стабільних розмірів ради директорів (4-5 осіб), нарощення рівня незалежності членів-експертів на 1-2% щороку до 2014 р., підтримання збалансованості ради директорів із одночасним поступовим залученням менеджменту до стратегічного управління та зниження участі дрібних акціонерів (рис). Частка невиконавчих директорів в особі крупних акціонерів у складі керуючих органів, а також рівень державного контролю в процесі прийняття стратегічних рішень залишаються відносно незмінними (рис. 6).

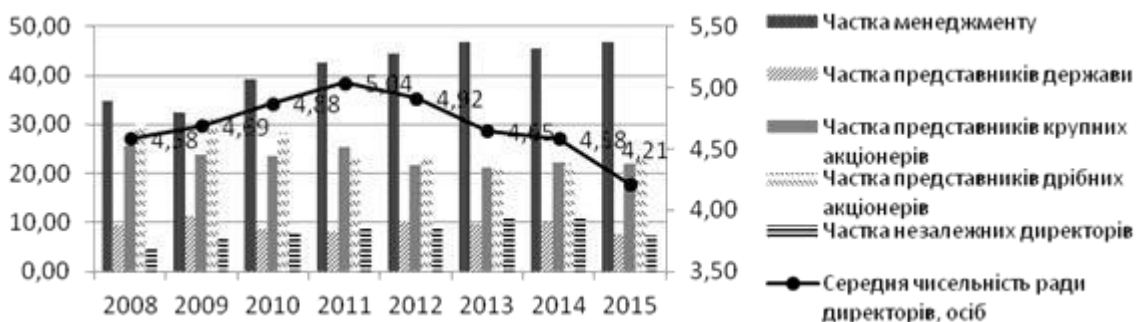


Рис. 6. Динаміка показників корпоративного управління суб'єктів господарювання, які мають ознаки ефективної адаптації фінансової архітектури в умовах ділового циклу 2008 – 2015 рр.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Таким чином, ми передбачаємо, що наряду з існуванням суттєвого впливу зовнішніх (макроекономічних, інституційних, правових) факторів, що визначаються змінами фаз ділового циклу на ефективність бізнесу, існує опосередкований вплив внутрішніх характеристик суб'єктів господарювання, що реалізується через призму фінансових обмежень підчас залучення додаткових джерел зовнішнього капіталу з метою фінансування інвестиційних проектів. Впродовж ділового циклу на рівні фінансової архітектури усіх суб'єктів господарювання, що функціонують в ринкових умовах, відбуваються перманентні зміни, найбільш динамічні з яких – на рівні структури фінансування. Разом з тим, не всі такі зміни справляють позитивний вплив на стратегічну ефективність компаній, а здебільшого виявляються екстреною реакцією на негативні тенденції в економіці. В ході даного дослідження ми виявили ознаки ефективної адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання за допомогою індикативного показника збільшення обсягів чистих інвестицій в періоди зниження чистого грошового потоку як внутрішнього

джерела фінансування. Так, було визначено, що збереженню інвестиційної активності навіть у кризові періоди сприяє поступове зниження боргового навантаження впродовж циклу, помірне підвищення концентрації власності в руках ключових інвесторів з одночасним збільшенням обсягів сукупних активів бізнесу. Вказано на позитивний вплив збільшення рівня незалежності ради директорів та участі менеджменту в процесі прийняття стратегічних рішень на розв'язання агентських проблем, а отже зниження агентських видатків. Подальшої перспективи набуває розробка комплексних стратегій на рівні адаптації фінансової архітектури бізнесу та підвищення раціональності та взаємообумовленості динамічних змін.

ЛІТЕРАТУРА

1. Бичкова Н.В., Яровий А.Т. Моделирование влияния финансовой архитектуры национальных корпораций на эффективность финансовой деятельности / Н. В.Бичкова // Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова. – 2011. – №16. – С. 14-22.
2. Ивашковская И.В., Степанова А.Н., Кокорева М.С. Финансовая архитектура российских компаний: эмпирический анализ. // М.: ИНФРА-М, 2013.
3. Кокорева М.С. Влияние внутренних институциональных факторов на скорость приспособления к целевой структуре капитала на развивающихся рынках / М.С. Кокорева, С.М. Юлова // Корпоративные финансы. – 2013. – №4(28). – С.4-16.
4. 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.
5. Теплова Т.В., Панкова Е.В. Эмпирическое исследование влияния финансовых ограничений, определяемых размером компании, на инвестиционное поведение на российском рынке / Т. В.Теплова // . – 2007. – №4(22). – С. 212-226.
6. Черкасова В.А., Теплова О.Ю. Степанова А. Н., Балкина Е. А. Исследование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2013. № 2 (26). С. 4-21.
7. Barclay M.,Smith K. Financial Architecture / M. Barclay,K. Smith // [Electronicresource]. – Modeofaccess: http://papers.ssrn.com/papers.abstract_id=916093
8. Boycko M., Shleifer A., Vishny R. A Theory of Privatization // The Economic Journal. 1996. Vol. 106, no. 435. P. 309—319.
9. Campello M. The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis / M. Campello, J. Graham, C. Harvey // [Electronic resource]. – Mode of access: <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php>
10. DeAngelo H. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt / H. DeAngelo, L. DeAngelo, T. Whited // Journal of Financial Economics. – 2011. – № 99. – P. 235-261.
11. Drobetz W. What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure? / W. Drobetz, G. Wanzenried // Applied Financial Economics. – 2006. – №16. – P. 941-958.
12. 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.
13. Fazzari Steven M. Financing Constraints and Corporate Investment / Steven M. Fazzari, Bruce C. Petersen, R. Glenn Hubbard // [Electronicresource]. – Modeofaccess: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=228014

14. Flannery M. J. Partial Adjustment Toward Target Capital Structure / M. J. Flannery, K. P. Rangan // [Electronic resource]. – Mode of access: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=467941
15. Kumar J. Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence from India // The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures. 2004. Vol. 9, no. 2. P. 61—93.
16. Myers S. Financial Architecture // European Financial Management. 1999. Vol. 5. P. 133 – 141.
17. Учасники ринку // Офіційний сайт Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/>