

СТРУКТУРНІ ЕЛЕМЕНТИ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЇХ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ

© 2014 ЛАКТИОНОВА О. А., ЛУК'ЯНЕНКО А. С.

УДК 657.422.1

Лактіонова О. А., Лук'яненко А. С. Структурні елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання та особливості їх взаємозв'язку

Метою статті є дослідження структурних елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання та особливостей їх взаємозв'язку. Розглянуто сутність концепту фінансової архітектури суб'єктів господарювання через визначення її структурних елементів. Проаналізовано особливості взаємозв'язку між структурними елементами фінансової архітектури, а також пояснено зміст і значення кожного зі структурних елементів у процесі прийняття рішень щодо вибору структури фінансування. Виявлено вплив фінансової архітектури на ефективність діяльності суб'єктів господарювання, і отже, на ринкову вартість бізнесу, що відбувається через формування фінансових обмежень. Здійснено кластеризацію типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі варіативності можливих комбінацій її структурних елементів (характеристик). Описано особливості агрегованих типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в контексті характеру їх впливу на фінансові обмеження, а відтак, ринкову вартість бізнесу.

Ключові слова: фінансова архітектура, структура власності, корпоративне управління, структура фінансування, фінансові обмеження, ринкова вартість бізнесу, кластеризація.

Рис.: 6. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 12.

Лактіонова Олександра Анатоліївна – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів і банківської справи, Донецький національний університет (вул. Університетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

E-mail: sshalakt@rambler.ru

Лук'яненко Анастасія Сергіївна – аспірантка, кафедра фінансів і банківської справи, Донецький національний університет (вул. Університетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

E-mail: nastja_lukjanenko@rambler.ru

УДК 657.422.1

Лактіонова А. А., Лук'яненко А. С. Структурные элементы финансовой архитектуры субъектов хозяйствования и особенности их взаимосвязи

Целью статьи является исследование структурных элементов финансовой архитектуры субъектов и особенностей их взаимосвязи. Рассмотрена сущность концепта финансовой архитектуры субъектов хозяйствования через определение ее структурных элементов. Проанализированы особенности взаимосвязи между структурными элементами финансовой архитектуры, а также объяснено содержание и значение каждого из структурных элементов в процессе принятия решений по выбору структуры финансирования. Выявлено влияние финансовой архитектуры на эффективность деятельности субъектов хозяйствования, и следовательно, на рыночную стоимость бизнеса, которое происходит через формирование финансовых ограничений. Осуществлена кластеризация типов финансовой архитектуры субъектов хозяйствования на основе вариативности возможных комбинаций ее структурных элементов (характеристик). Описаны особенности агрегированных типов финансовой архитектуры субъектов хозяйствования в контексте характера их влияния на финансовые ограничения, и следовательно, рыночную стоимость бизнеса.

Ключевые слова: финансовая архитектура, структура собственности, корпоративное управление, структура финансирования, финансовые ограничения, рыночная стоимость бизнеса, кластеризация.

Рис.: 6. **Табл.:** 1. **Библ.:** 12.

Лактіонова Олександра Анатоліївна – кандидат економічних наук, доцент, кафедра фінансов і банківського дела, Донецький національний університет (вул. Університетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

E-mail: sshalakt@rambler.ru

Лук'яненко Анастасія Сергіївна – аспірантка, кафедра фінансов і банківського дела, Донецький національний університет (вул. Університетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

E-mail: nastja_lukjanenko@rambler.ru

UDC 657.422.1

Laktionova Oleksandra A., Lukianienko Anastasiia S. Structural Elements of Financial Architecture of Economic Subjects and Specific Features of Their Relation

The goal of the article is the study of structural elements of financial architecture of subjects and specific features of their relation. The article considers the essence of the concept of financial architecture of economic subjects through identification of its structure elements. It analyses specific features of relation between structural elements of financial architecture and also explains the essence and significance of each of the structure elements in the process of making decisions regarding selection of the structure of financing. It reveals influence of the financial architecture upon efficiency of activity of economic subjects and, consequently, upon the business value, which takes place through formation of financial restrictions. It carries out clusterisation of types of financial architecture of economic subjects on the basis of variability of possible combinations of its structural elements (characteristics). It describes specific features of aggregated types of financial architecture of economic subjects in the context of the character of their influence upon financial restrictions and, consequently, market value of a business.

Key words: financial architecture, property structure, corporate management, structure of financing, financial restrictions, market value of a business, clusterisation.

Pic.: 6. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 12.

Laktionova Oleksandra A. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Department of Finance and Banking, Donetsk National University (vul. Universytetska, 24, Donetsk, 83001, Ukraine)

E-mail: sshalakt@rambler.ru

Lukianienko Anastasiia S. – Postgraduate Student, Department of Finance and Banking, Donetsk National University (vul. Universytetska, 24, Donetsk, 83001, Ukraine)

E-mail: nastja_lukjanenko@rambler.ru

Недосконалість фінансових ринків, включаючи банківське кредитування, для яких характерна інформаційна асиметрія, наявність різного роду агентських конфліктів, циклічність фінансової кон'юнктури,

обумовлює прояв кількісних та якісних обмежень у фінансуванні, що не дозволяють залучати капітал для реалізації ефективних проектів за адекватною ціною та в необхідному обсязі. Таким чином, ці обставини є підґрунтям форму-

вання фінансових обмежень. В умовах слабкого фінансового розвитку та неефективності ринків збільшується вплив таких індикативних характеристик діяльності суб'єктів господарювання, що визначають ступінь їх доступу до фінансових ресурсів. Таким чином, існує об'єктивна необхідність розробки та впровадження інтегрованого підходу щодо аналізу фінансових рішень компанії, що дозволить комплексно враховувати особливості структурних характеристик суб'єктів господарювання в процесі реалізації його фінансової діяльності.

Необхідність застосування комплексного підходу в дослідженні фінансових рішень компанії вперше була сформульована у 1998 р. С. Майерсом, який запропонував поняття фінансової архітектури. Згідно з автором, фінансова архітектура – це фінансовий дизайн бізнесу, що охоплює власність (концентровану чи розпилену), організаційно-правову форму (наприклад, корпоративну в порівнянні з приватною), стимули, способи фінансування та розподілення ризиків між інвесторами [2, с. 138].

Окрім С. Майерса, питаннями фінансової архітектури та окремих її складових займалися М. Барклі, К. Сміт, Р. Брейлі, М. Дженсен, У. Меклінг, Е. Фама, Р. Мок, А. Шлейфер, Р. Вішни та інші. Аспекти цієї проблеми досліджувалися і в умовах зростаючих ринків капіталу, насамперед такими вченими, як І. В. Івашковська, А. Н. Степанова, Н. В. Бичкова, А. Н. Кулемін, М. Є. Іванов, Т. В. Теплова.

Критичний огляд тематичної літератури дозволив визначити 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 і потенціалу відтворення), її ефективність та вплив на ринкову вартість бізнесу.

Що стосується визначення складових фінансової архітектури, на сьогодні існує декілька точок зору в контексті цього питання. Так, М. Барклі та К. Сміт розглядають фінансову архітектуру виключно з точки зору структури фінансування та її впливу на інвестиційну спроможність компанії. Як визначаючі характеристики в цьому випадку виступають фінансовий леверидж компанії, тип позичкового капіталу (з позиції джерела та терміновості), тип власного капіталу (акціонерний або приватний), рівень конвертованості цінних паперів компанії, а також пріоритет вибору джерел фінансування [3].

Разом з тим, І. В. Івашковська, А. Н. Степанова, Н. В. Бичкова та інші автори, що досліджують явище фінансової архітектури за концепцією С. Майерса, використовують більш широкий підхід, заснований на системі корпоративних відносин, і розглядають як складові фінансової архітектури такі характеристики, як структура власності компанії, структура фінансування, а також корпоративне управління [1; 2; 4; 5].

До того ж, у монографії Р. Брейлі та С. Майерса «Принципи корпоративних фінансів» описується, що фінансова архітектура частково пов'язана з корпоративним управлінням і контролем, але окрім цього, вона пов'язана також з правовою формою організації компанії (акціонерна чи неакціонерна), джерелами фінансування (акціонерний або приватний власний капітал), взаємовідносинами з фінансовими інститутами, тощо [7, с. 895 – 896].

З огляду на це вважаємо доцільним детермінувати такі системні характеристики суб'єкта господарювання,

як складові елементи його фінансової архітектури: структура власності, корпоративне управління, організаційна форма ведення бізнесу, а також структура фінансування, що є ендегенним, найбільш адаптивним, і разом з тим, центральним елементом фінансової архітектури. Отже, фінансова архітектура по суті є інституціональною структурою суб'єкта господарювання, у межах якої будуються його фінансові відносини.

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.

Слід зазначити, що в першому випадку вплив на вартість компанії відбувається безпосередньо через реалізацію інвестиційних проектів та отримання доходів. У другому ж випадку вплив є опосередкованим через призму фінансових обмежень суб'єкта господарювання, які визначають ступінь його доступу до фінансових ресурсів, а також вартість фінансових ресурсів (рис. 1).

В умовах недосконалого ринку капіталу будь-яка компанія так чи інакше зустрічається з фінансовими обмеженнями, що пов'язані зі здороженням зовнішніх джерел фінансування та ускладнюють ефективно залучення та використання компанією позичкового капіталу. Висока вартість зовнішнього фінансування може призвести до появи проблеми недоінвестування і разом з тим відобразитися на зниженні ринкової вартості бізнесу.

Тож, фактори, що спричиняють фінансові обмеження суб'єкта господарювання, виникають у межах різних його структурних характеристик, що є складовими фінансової архітектури як інтегрованої цілісності та відображаються на ринковій вартості компанії через вартість її фінансового капіталу. Разом з тим, спостерігається також і зворотній зв'язок, що проявляється у впливі фінансової обмеженості суб'єкта господарювання на формування певних параметрів тих самих структурних характеристик.

Отже, з метою більш повного розуміння специфіки явища фінансової архітектури вважаємо доцільним детально розглянути зазначені зв'язки безпосередньо в контексті структурних характеристик фінансової архітектури. На факт тісного взаємозв'язку та взаємообумовленості елементів фінансової архітектури, що дозволяє досліджувати їх в межах одного цілого, вказує досить показна вибірка академічних робіт зарубіжних і вітчизняних авторів.

У літературі, присвяченій аналізу структури власності компаній, що працюють в умовах перехідних економік, дане питання найчастіше розглядається з таких точок зору, як визначення рівня концентрації власності та ідентифікація типу власника, насамперед з позиції залучення до процесу управління (рис. 2). Такий підхід обумовлений тим, що різні типи власників (мажоритарії та міноритарії, інсайтери та аутсайтери) мають принципово різні економічні інтереси, що зазвичай провокує появу агентських конфліктів.

Згідно з теоріями суперечностей інтересів (теорія агентських витрат, теорія корпоративного контролю та моніторингу витрат, теорія стейкхолдерів) як концентрація, так і розпилення власності мають свої недоліки, що виступають фінансовими обмеженнями та відображаються на структурі фінансування.

Так, існують різні гіпотези щодо визначення характеру впливу структури власності на структуру фінансування:

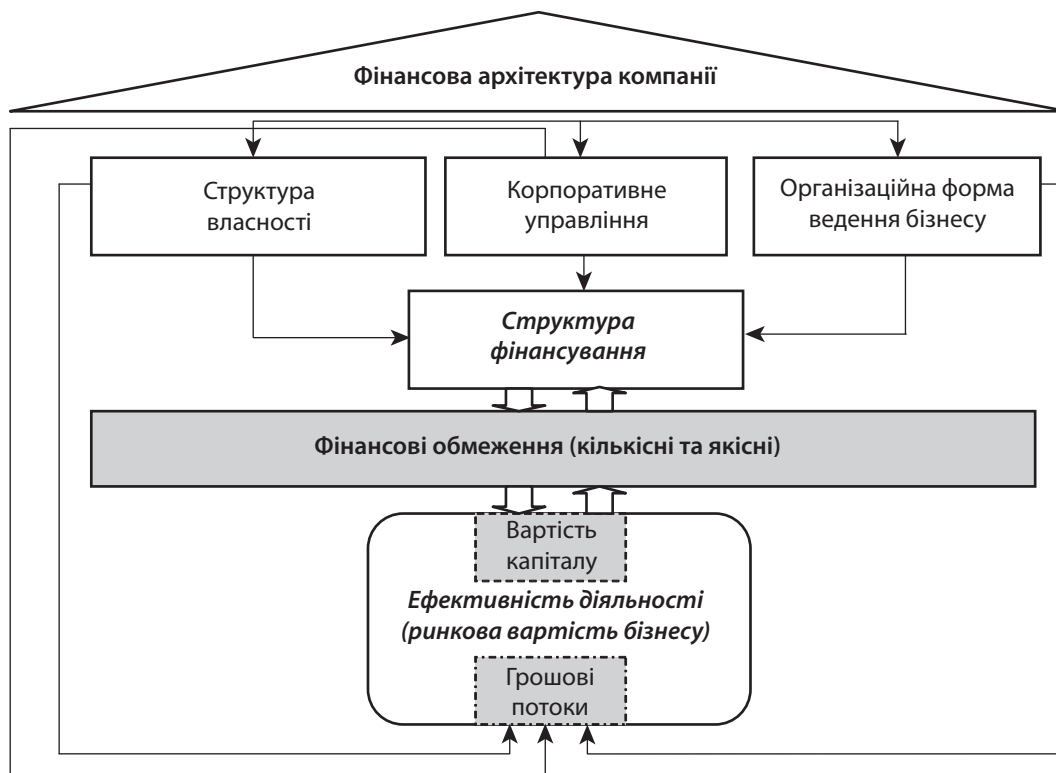


Рис. 1. Складові фінансової архітектури та їх вплив на ринкову вартість суб'єкта господарювання [1; 2; 5; 6; 7]



Рис. 2. Класифікація типів структури власності компаній [1; 4; 7; 8]

1) з одного боку, концентрація більшої частини власності в руках одного або декількох стратегічних акціонерів (блокхолдерів) приводить до зростання їх зацікавленості в збільшенні вартості компанії, що посилює об'єктивність в процесі прийняття управлінських рішень щодо вибору джерел фінансування. У такій ситуації позитивно розцінюється залучення додаткового позичкового капіталу під наявні інвестиційні проекти в необхідному обсязі за умови адекватної ціни на капітал, отже, має місце високий фінансовий левіридж;

2) з іншого боку, внаслідок концентрації акціонерного капіталу збільшуються витрати на залучення капіталу в результаті падіння ліквідності. Окрім того, концентрація власності перешкоджає додатковому моніторингу менеджерів з боку фондового ринку, доступному при розпиленні акціонерного капіталу та високій ліквідності акцій. Така ситуація може привести до часткового блокування доступу компанії до ринків капіталу, і як наслідок, до проблеми «недофінансування».

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

Вплив інсайдерської власності на діяльність компанії можна пояснити за допомогою двох гіпотез, що були запропоновані Р. Морком [1, с. 126 – 127]:

1) гіпотеза «загальних інтересів», яка полягає в тому, що з появленням прав власності в руках менеджерів дохід компанії стає частиною їх доходу, що стимулює управлінців діяти в інтересах компанії. У такій ситуації не порушується принцип максимізації вартості бізнесу, зберігається об'єктивність у процесі прийняття управлінських рішень щодо вибору джерел фінансування та припускається високий рівень фінансового левериджу;

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

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

- ✦ чиновники не мають суттєвої зацікавленості в максимізації вартості компанії, оскільки доходи від її діяльності поступають безпосередньо до державного бюджету, що говорить про відсутність мотивації управлінців. У зв'язку з цим менеджмент компанії державного сектора не завжди надає максимум уваги збільшенню вартості компанії та зазвичай керується стандартними, традиційними механізмами прийняття рішень, що не передбачають суттєвого збільшення боргового навантаження;
- ✦ можливість отримувати дешеві позики та кредити, що, з одного боку, підвищує рівень фінансової гнучкості, а з іншого – позбавляє дисциплінуючого впливу ринків капіталу;
- ✦ відсутність адекватного моніторингу менеджменту, що обумовлює слабкі стимули для підвищення ефективності його діяльності. У межах цієї проблеми часто вказують на вилучення менеджмен-

том особистих вигід контролю, що може призвести як до появи як морального ризику, так і фінансових втрат.

Деякі дослідники вважають, що підприємства з інземною часткою у капіталі, оскільки вони мають високі інвестиційні та кредитні рейтинги, ефективно та швидко проводять реструктуризацію, впроваджують новітні технології та використовують сучасні моделі оптимізації фінансової структури. Проте національні підприємства мають свої певні переваги: вони краще адаптовані до умов місцевих ринків, мають налагоджену систему відносин з контрагентами, можуть мати зв'язки з місцевими та державними органами влади. З іншого боку, зазначені чинники знижують стимули до реструктуризації, підвищують корупційні ризики.

Структура власності компанії обумовлює особливості її корпоративного управління, про що свідчить тісний зв'язок цих категорій, продемонстрований в дослідженнях сучасних науковців. Згідно з теорією корпоративних фінансів механізми корпоративного управління створюють систему внутрішніх стимулів як для власників бізнесу, так і для менеджменту. Іншими словами, метою корпоративного управління є вирішення агентських конфліктів, поява яких обумовлюється певним типом структури власності, і які провокують появу фінансових обмежень під час залучення додаткового капіталу. Взагалі, у світовій практиці, зокрема на пострадянському просторі, існує два узагальнені типи управління підприємствами: із закріпленням функцій оперативного управління в руках власника та із розподілом власності та оперативного управління (рис. 3).

Завдяки домінуванню агентської теорії в тлумаченні корпоративного управління основна вибірка досліджень стосовно цього питання присвячена саме другому типу управління, у той час як перший тип виявляється характерним лише для малих, неакціонерних фірм, що характеризуються високим рівнем фінансових обмежень та зазвичай низьким фінансовим левериджем.

Тож існують такі точки зору щодо впливу корпоративного управління на структуру капіталу компанії в контексті нівелювання агентських конфліктів, а отже фінансових обмежень:

1) Б. Трікер, К. Кейсі, С. Томпсон та М. Райт вважають, що ефективне корпоративне управління забезпечує механізми створення бар'єрів опортуністичної поведінки менеджменту та збільшення добробуту власників, що передбачає об'єктивність прийняття рішень та високий фінансовий леверидж;

2) А. Шлейфер та Р. Вішни говорять про корпоративне управління як про механізм поширення доступу до фінансових ресурсів, а саме: зазначають, що корпоративне управління – це сукупність процесів, за допомогою яких поставальники ресурсів у формі фінансового капіталу (акціонери та кредитори) гарантують достатню доходність інвестицій, забезпечуючи високий фінансовий леверидж компанії;

3) корпоративне управління представляє собою платформу для зіткнення інтересів як власників компанії, так і представників менеджменту – з метою забезпечення балансу цих інтересів. У межах такого підходу розглядаються такі інструменти стимулювання ефективності дій менеджерів, як використання компенсаційних схем, визначення привілей для генерального директора та інших представників топ-менеджменту, дозвіл голосування за довіреністю тощо. Така тактика може стимулювати опортуністичну поведінку менеджерів та зменшувати кредитне плече;

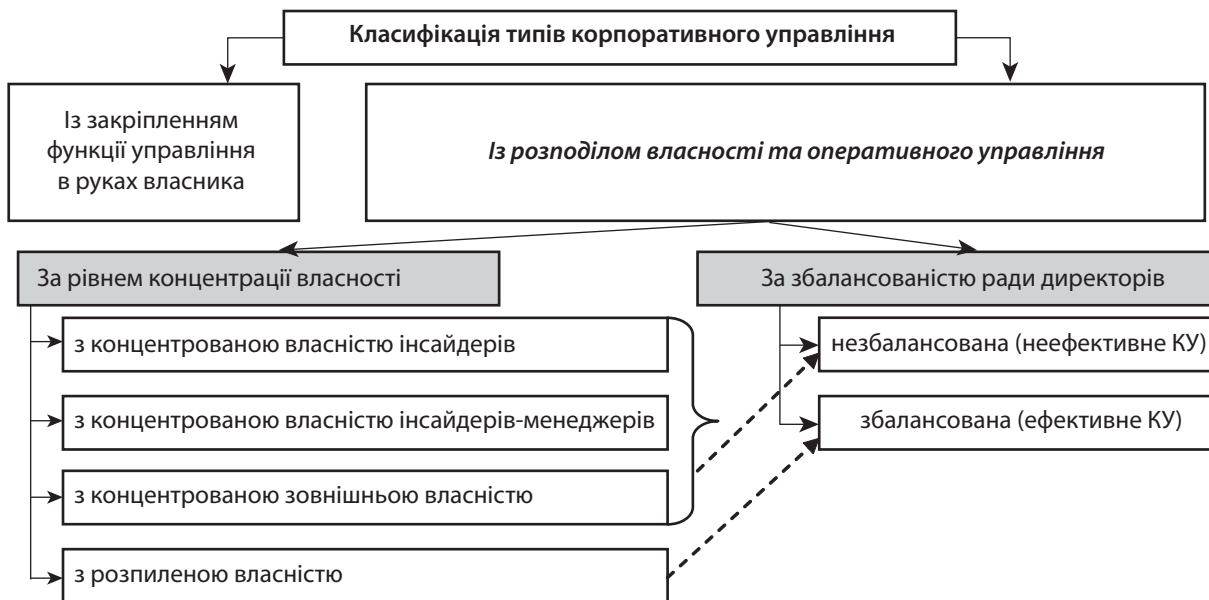


Рис. 3. Класифікація типів корпоративного управління [1; 9]

4) А. Н. Степанова [9] зазначає, що завданням корпоративного управління є зменшення транзакційних витрат, що пов'язані із розмежуванням прав та обов'язків менеджерів, а також агентських витрат, пов'язаних з різноспрямованістю інтересів менеджерів та ризику акціонерів. При цьому леверидж виступає ефективним інструментом на шляху до такого зменшення.

Таким чином, погоджуючись із логікою стейкхолдерського підходу, зазначимо, що корпоративне управління виявляється органічно вписаним у межі парадигми агентських конфліктів, що спричиняють появу фінансових обмежень, та отже, на процес визначення вартості фінансових ресурсів. До того ж, відмітимо, що згідно з теорією агентських витрат, в умовах відсутності ефективних механізмів корпоративного управління зовнішній борг може використовуватися власниками як дисциплінуючий інструмент для менеджменту.

Третя складова фінансово-фінансової архітектури суб'єкта господарювання, що характеризує організаційну форму ведення бізнесу, не завжди виокремлюється в межах тематичних досліджень. Разом з тим, серед факторів фінансових обмежень, що досліджуються багатьма авторами, значне місце посідають такі кон'юнктурні параметри компанії, як розмір (вартість сукупних активів), організаційно-правова форма (акціонерна чи неакціонерна), а також відношення до інтегрованих структур (насамперед, холдингових).

Так, окремі дослідники, такі як Р. Рейджен та Г. Зінгалес [10], акцентують увагу на суттєвому впливі розміру компанії на структуру її фінансового капіталу.

Згідно з класичним підходом, вважається, що великі компанії, які найчастіше організовані у вигляді акціонерних товариств, мають більш відкритий доступ до ринків капіталу за рахунок того, що вони, як правило, є інформаційно-прозорими, мають менший ступінь волатильності активів, є більш диверсифікованими та випускають значні обсяги цінних паперів. Такі особливості забезпечують великим компаніям більший ступінь довіри з боку кредиторів та інвесторів. До того ж, акціонерні компанії мають відносно легкий доступ до альтернативних джерел довгострокового фінансування, таких як додаткова емісія цінних паперів.

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

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

Тенденція до інтеграції бізнес-структур є характерною для сучасного світового економічного середовища та обумовлена зростанням конкурентної боротьби за ресурси та ринки збуту виробленої продукції. На фоні посилення інтеграційних процесів все більше емпіричних досліджень вчених у сфері корпоративних фінансів, таких як Б. Гендерсон, Дж. Штайн, Дж. Хьюстон та К. Джеймс, Р. Рейджен та Г. Зінгалес, підтверджують існування впливу входження до холдингової групи та наявності внутрішнього ринку капіталу на ефективність сучасних компаній.

Отже, з одного боку, суб'єкти господарювання, що входять до інтегрованих (холдингових) структур, визнаються менш фінансово обмеженими, оскільки вони насамперед володіють доступом до внутрішнього ринку капіталу, мають можливість швидше коригувати структуру фінансового капіталу та підвищувати власну ліквідність за рахунок надання корпоративної допомоги, а також трансфертих і фідуціарних (довірчих) кредитів один одному за вартістю нижче ринкової.

З іншого ж боку, як зазначає А. Бені Ерріфін, малайзійський вчений-аналітик, для компаній, що входять до інтегрованих структур, насамперед пірамідальних холдингів, характерним є агентський конфлікт, пов'язаний із невідповідністю прав власності та прав корпоративного контролю та управління. Власники, що знаходяться на верхній пірамідальній структурі, мають адекватне співвідношення прав власності до корпоративного управління лише на верхньому рівні піраміди, тобто у безпосередньо підпорядкованій компанії. На наступних, нижчих рівнях має місце експропріація початковим власником міноритаріїв, у тому числі менеджерів компанії, шляхом вилучення прибутку, втягнення компаній у ризикові проекти, відповідальність за збитки за якими несуть безпосередні управлінці, та інших неправомірних дій, що мають місце в цілях підвищення добробуту початкового власника та максимізації вартості лише тієї компанії, що знаходиться на верхівці пірамідальної холдингової структури. У межах корпоративної піраміди збільшення заборгованості одного з структурних елементів не має супроводжуватися обмеженням експропріації з боку контролюючого акціонера, тому що борги можуть бути перенесені по групі, трансформовані у зовнішні позики, узяті під гарантію іншими філіями, тощо. Навіть дефолт однієї філії не пошкодить репутацію холдингу. У будь-якому випадку, відповідальність за збиток може бути покладена на акціонерів. Таким чином, навіть за критично високого рівня зобов'язань філії, для великого акціонера це може не виступати проблемою. Навпаки, така ситуація може сприяти експропріації філії, дозволяючи головному акціонеру контролювати більше ресурсів без розбавлення його контрольного пакета акцій. Саме тому питання експропріації може стосуватися не тільки міноритарних акціонерів, але і кредиторів [11].

Отже, розглядаючи компанії різного розміру, різних організаційних форм і різних за відношенням до інтегрованих структур, вважаємо доцільним об'єднати зазначені параметри в окрему структурну характеристику суб'єкта господарювання, що визначається як організаційна форма ведення бізнесу (рис. 4).

Пов'язуючи зазначені закономірності складових фінансової архітектури з особливостями структури фінансування суб'єктів господарювання, можна зазначити такі вектори їх впливу на рівень фінансового левіриджу:

- ✦ висока концентрація власності в руках акціонерів-мажоритарників обумовлює утримання компанією від запозичень у випадку необхідності залучення

додаткового капіталу, і отже, підтримку низького фінансового левіриджу. Причиною тому є наявність ряду ризиків для крупних акціонерів, а саме: ризик втрати контролю, ризик зниження курсу акцій компанії, ризик підвищення адаптаційних витрат у разі коригування фінансового левіриджу;

- ✦ висока частка інсайдерської власності часто може супроводжуватися опортуністичною поведінкою менеджерів-власників, для якої характерне надмірне зменшення боргового навантаження, навіть якщо це суперечить політиці максимізації вартості компанії, причиною чому є ризик недоотримання менеджерами власного доходу;
- ✦ у випадку розділення відношень власності та контролю формування та робота збалансованої ради директорів, а також наявність в її складі незалежних членів підвищує об'єктивність прийняття управлінських рішень компанії, і насамперед, підтримує підвищення фінансового левіриджу в разі необхідності залучення позичкового капіталу за умови адекватності його ціни;
- ✦ великі компанії, що зазвичай організовані у вигляді акціонерних товариств, зважаючи на меншу фінансову обмеженість, мають змогу безперешкодно залучати позичковий капітал на більш вигідних умовах, ніж малі компанії, що обумовлює високий теоретично можливий рівень їх фінансового левіриджу;
- ✦ компанії – акціонерні форми організації мають змогу проводити додаткові емісії цінних паперів, що може як підвищувати їх фінансовий левіридж (у разі випуску боргових цінних паперів), так і знижувати (у разі додаткової емісії акцій); крім того, як зазначалося, входження до інтегрованих структур надає змогу користуватися більш дешевими внутрішніми позиками (довірчі кредити, корпоративна допомога). Тож, теоретично, рівень фінансового левіриджу буде вважатися вищим у великих компаніях акціонерної форми організації, які входять до інтегрованих структур;
- ✦ компанії з низьким рівнем фінансового левіриджу повільніше коригують співвідношення між позичковим і власним капіталом, оскільки вони, як правило, зацікавлені у збереженні запасу боргового навантаження з метою протистояння можливим фінансовим потрясінням та зменшенні фінансових обмежень.

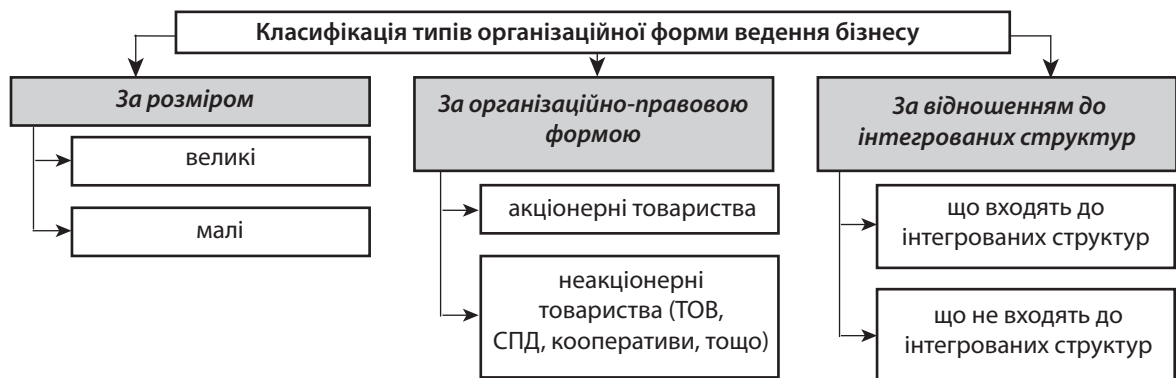


Рис. 4. Класифікація типів корпоративного управління [1; 8; 10]

Отже, взагалі класифікувати структуру фінансування суб'єктів господарювання можна за такими ключовими напрямками, як рівень фінансового левериджу, тип власного капіталу та тип позичкового капіталу (рис. 5).

Таким чином, питаннями взаємозв'язків окремих складових фінансової архітектури компанії присвячена велика кількість робіт іноземних і вітчизняних вчених у межах досліджень корпоративних фінансів, що підтверджує існування предмета дослідження.

З огляду на різноманітність можливих варіацій організації та ведення бізнесу в сучасній економіці вважаємо доцільним розглянути класифікацію типів фінансової архітектури на прикладі суб'єктів господарювання з різними особливостями структурних характеристик (рис. 6).

Агрегування типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання наведено у вигляді матриці, що демонструє різні варіації комбінування складових фінансової архітектури з використанням найбільш інформативних кількісних параметрів. Так, за горизонталлю позначено фінансовий леверидж (низький чи високий) як кількісний показник структури фінансування, а за вертикаллю – рівень концентрації власності (низький чи високий) як кількісний показник структури власності. Також кожна з областей, що утворилися таким чином, поділена за видом ефективності корпоративного управління (ефективне чи неефективне), а також за розміром компанії, що відображає особливості організації ведення бізнесу.

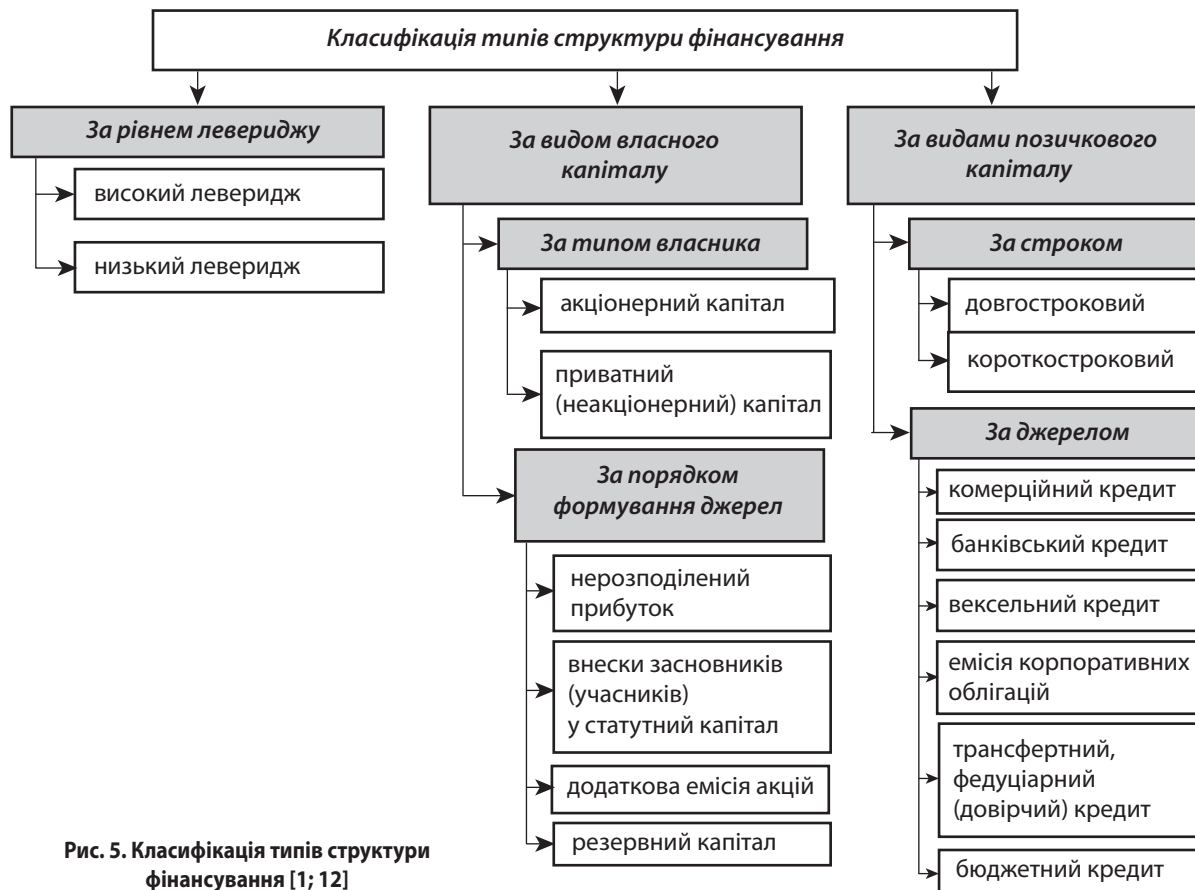


Рис. 5. Класифікація типів структури фінансування [1; 12]

Структура власності	+	Організація (розмір)	+	СОкл	СОкл	СОкл	СОкл
			-	Сокл	СоКл	СокЛ	СоКЛ
	-	Організація (розмір)	+	сОкл	сОКл	сОкЛ	сОКЛ
			-	сокл	соКл	сокЛ	соКЛ
			- Корпоративне + управління		- Корпоративне + управління		
			Леверидж				

Рис. 6. Кластеризація типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання

Отже, кожна зі сформованих зон характеризує певний агрегований вид фінансової архітектури суб'єкта господарювання та позначається відповідною аббревіатурою. Великі літери при цьому позначають високий рівень того

чи іншого параметру, а маленькі – відповідно низький. Детальніша характеристика кожного з отриманих видів фінансової архітектури описується в *табл. 1*.

Таблиця 1

Характеристика типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання

№	Тип	Тлумачення	Характеристика
1	2	3	4
1	сокл	Низька концентрація власності, невеликий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Характерний насамперед для кооперативних товариств, власниками яких є пайщики. Такі компанії зазвичай локалізовані на певній території, не є акціонерними та не входять до будь-яких інтегрованих структур. Управління здійснюється, як правило, засновниками та/або невеликою групою менеджерів, без створення спеціального органу управління. Вплив на вартість бізнесу через вартість капіталу компанії при цьому буде негативним через існування широкого кола фінансових обмежень
2	сокл	Низька концентрація власності, невеликий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Повністю відповідає попередньому типу, за винятком того, що в компаніях з таким типом фінансової архітектури має місце ефективне корпоративне управління, що досягається, насамперед, через створення наглядової ради або інших спеціальних органів, до яких входять незалежні члени-експерти. Через фінансову обмеженість такого типу фінансової архітектури позитивного впливу структури фінансування на вартість бізнесу не спостерігатиметься
3	сокЛ	Низька концентрація власності, невеликий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Відповідає першому типу, проте відрізняється тим, що в даному випадку має місце залучення додаткового позичкового капіталу у великому обсязі, що може бути спричинено появою інвестиційних проектів, які потребують фінансування. Обмежуючим фактором при залученні додаткового позичкового капіталу залишається невеликий розмір компанії, через що вплив на вартість бізнесу є неоднозначним
4	сокЛ	Низька концентрація власності, невеликий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Поєднує в собі другий і третій типи фінансової архітектури, тобто характеризується ефективним корпоративним управлінням і високим рівнем боргового навантаження. Такий тип фінансової архітектури здатний через менший рівень фінансових обмежень максимізувати вартість капіталу, а отже, і бізнесу
5	сОкл	Низька концентрація власності, великий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Відповідає першому типу, проте характеризується великим розміром компанії, який, хоча і знижує фінансові обмеження через наявність більшого обсягу нематеріальних активів, не здатний забезпечити зростання вартості бізнесу, знаходячись у комбінації із неефективним корпоративним управлінням
6	сОкл	Низька концентрація власності, великий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Даному типу теоретично притаманний низький рівень фінансових обмежень та висока фінансова гнучкість. Такий тип характерний для більшості компаній корпоративного сектора, у т. ч. учасників інтеграційних груп. У такому випадку спостерігається, як правило, позитивний вплив на вартість капіталу, і отже, бізнесу
7	сОкл	Низька концентрація власності, великий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Характерний також для компаній корпоративного сектора, проте неефективне корпоративне управління при великому розмірі компанії спричиняє більшу фінансову обмеженість, при якій частково спростовується можливість збільшення вартості бізнесу
8	сОкл	Низька концентрація власності, великий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Повторює шостий тип фінансової архітектури, разом з тим демонструючи найнижчий рівень фінансових обмежень та найвищу фінансову гнучкість. Оптимальна комбінація характеристик, що забезпечуватиме максимальне зростання вартості капіталу та вартості бізнесу загалом
9	Сокл	Висока концентрація власності, невеликий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Характерний для типових невеликих приватних фірм, що найчастіше організовані у вигляді товариств з обмеженою відповідальністю, а також суб'єктів підприємницької діяльності, які працюють на приватному капіталі. Демонструє високий рівень фінансових обмежень та відсутність впливу на вартість капіталу

1	2	3	4
10	СоКл	Висока концентрація власності, невеликий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Відповідає дев'ятому типу фінансової архітектури, проте через наявність ефективної системи управління ілюструє більшою мірою модель організації західного малого та середнього бізнесу, зокрема сімейного типу. Функціонує на приватному капіталі. Рівень фінансових обмежень досить високий, вплив на вартість бізнесу через вартість капіталу не відбувається
11	СоКл	Висока концентрація власності, невеликий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Повторює дев'ятий тип, доповнюючи його високим рівнем боргового навантаження при високих фінансових обмеженнях та низькій фінансовій гнучкості. Негативний вплив на вартість бізнесу через вартість фінансового капіталу
12	СоКЛ	Висока концентрація власності, невеликий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Відповідає одинадцятому типу фінансової архітектури, проте ефективне корпоративне управління дещо знижує фінансові обмеження компанії. Вплив на вартість бізнесу через вартість капіталу залишається відсутнім або негативним
13	СОкл	Висока концентрація власності, великий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Є типовим для більшості вітчизняних промислових підприємств, що збереглися з радянських часів без суттєвих модернізацій них змін. Такий тип може бути характерний також для державних компаній пост-радянського простору, де має місце негнучка система управління та високий рівень фінансових обмежень
14	СОкл	Висока концентрація власності, великий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж	Відповідає тринадцятому типу фінансової архітектури, відрізняючись ефективністю корпоративного управління, що може виступати прикладом моделі організації зарубіжних державних компаній, насамперед тих, що функціонують в країнах Європи та США. Низький рівень фінансових обмежень, позитивний вплив на вартість бізнесу
15	СОкл	Висока концентрація власності, великий розмір компанії, неефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Тип фінансової архітектури, характерний для вітчизняних компаній державної форми власності, де високий фінансовий леверидж забезпечується дотаціями та дешевими позиками з боку держави, що частково зменшує рівень фінансових обмежень
16	СОКЛ	Висока концентрація власності, великий розмір компанії, ефективне корпоративне управління, високий фінансовий леверидж	Схожий із чотирнадцятим типом фінансової архітектури. Завдяки поєднанню високих показників усіх параметрів забезпечується низький рівень фінансових обмежень та відбувається позитивний вплив на вартість бізнесу. Даний тип притаманний західним компаніям державного сектора, що користуються державними позиками

Зрозуміло, що існує досить велика вибірка типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання, виходячи із різноманітності варіацій характеристик фінансової архітектури. Обравши найбільш суттєві параметри кожної із чотирьох характеристик конструкції, що кількісно позначають стан структури власності компанії, корпоративного управління, організації ведення бізнесу, а також структури фінансування, ми визначили шістьнадцять основних типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання, що функціонують як у сучасному вітчизняному економічному середовищі (тобто в умовах зростаючих ринків капіталу), так і в економіці розвинутих країн. Вказано на теоретично передбачуваний вплив кожного з типів фінансової архітектури на ринкову вартість бізнесу через утворення фінансових обмежень і, відповідно, вартість капіталу компанії.

ВИСНОВКИ

В умовах недосконалих фінансових ринків збільшується вплив таких індикативних характеристик діяльності суб'єктів господарювання, що визначають ступінь їх доступу до фінансових ресурсів. Отже, концепт фінансової архітектури представляє собою приклад ефективного за-

стосування комплексного підходу в дослідженні фінансових рішень компанії, що дозволяє одночасно враховувати особливості різних структурних елементів суб'єктів господарювання та оцінювати їх вплив на вартість бізнесу, насамперед через формування фінансових обмежень. Підсумовуючи, зазначимо, що фінансова архітектура представляє собою динамічну систему (інтегровану цілісність) взаємопов'язаних характеристик, серед яких структура власності, корпоративне управління, організаційна форма ведення бізнесу та структура фінансування (центральний елемент), 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. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. **Ивашковская И. В.** Корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала: монография / И. В. Ивашковская, С. А. Григорьева, М. С. Кокорева, А. Н. Степанова и др. / Под ред. д. е. н. И. В. Ивашковской. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 281 с.

2. **Myers S.** Financial Architecture / S. Myers // European Financial Management. 1999. – Vol. 5. – P. 133 – 141.
3. **Barclay M.** Financial Architecture / M. Barclay, K. Smith [Electronic resource]. – Mode of access : http://papers.ssrn.com/papers.abstract_id=916093
4. **Бичкова Н. В.** Моделивання впливу фінансової архітектури національних корпорацій на ефективність фінансової діяльності / Н. В. Бичкова, А. Т. Яровий // Вісник ОНУ ім. І. І. Мечникова. – 2011. – № 16. – С. 14 – 22.
5. **Степанова А. Н.** Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний / А. Н. Степанова, Е. А. Балкина // Корпоративные финансы. – 2013. – № 3 (27). – С. 5 – 22.
6. **Stein J.** Agency, Information and Corporate Investment / J. Stein // Working paper 3116. – NBER, 2001 [Electronic resource]. – Mode of access : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273568
7. **Брейли Р.** Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.
8. **Бичкова Н. В.** Структура власності національних корпорацій та її вплив на ефективність фінансово-господарської діяльності / Н. В. Бичкова // Вісник ОНУ ім. І. І. Мечникова. – 2010. – № 7. – С. 5 – 15.
9. **Степанова А. Н.** Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний / А. Н. Степанова, Е. А. Балкина // Корпоративные финансы. – 2013. – № 3 (27). – С. 5 – 22.
10. **Ryan J.** Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints / J. Ryan, L. Zingales // Quarterly Journal of Economics. – 2002. – № 112. – P. 169 – 215.
11. **Bany-Ariffin A. N.** Pyramidal Ownership Structure and Agency Problem: Theory and Evidence / A. N. Bany-Ariffin // Integration and Dissemination. – 2013. – P. 9 – 18.
12. **Рудык Н. Б.** Структура капитала корпорацій: теорія и практика / Н. Б. Рудык – М. : Дело, 2004. – 272 с.

REFERENCES

- Barclay, M., and Smith, K. "Financial Architecture" http://papers.ssrn.com/papers.abstract_id=916093
- Bychkova, N. V., and Yarovy, A. T. "Modeliuvannia vplyvu finansovoi arkhitektury natsionalnykh korporatsii na efektyvnist finansovoi diialnosti" [Modelling the impact of financial architecture national corporations on the efficiency of financial activity]. *Visnyk ONU im. I. I. Mechnykova*, no. 16 (2011): 14-22.
- Breyli, R., and Mayers, S. *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow: Olimp-Biznes, 2008.
- Bychkova, N. V. "Struktura vlasnosti natsionalnykh korporatsii ta ii vplyv na efektyvnist finansovo-hospodarskoi diialnosti" [The ownership structure of national corporations and their impact on the effectiveness of financial and economic activity]. *Visnyk ONU im. I. I. Mechnykova*, no. 7 (2010): 5-15.
- Bany-Ariffin, A. N. "Pyramidal Ownership Structure and Agency Problem: Theory and Evidence". *Integration and Dissemination* (2013): 9-18.
- Vashkovskaia, I. V., Grigoreva, S. A., and Kokoreva, M. S. *Korporativnye finansovye resheniia na razvivaiushchikhsia rynkakh kapitala* [Corporate financial decisions in emerging capital markets]. Moscow: INFRA-M, 2012.
- Myers, S. "Financial Architecture". *European Financial Management*, vol. 5 (1999): 133-141.
- Ryan, J., and Zingales, L. "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints". *Quarterly Journal of Economics*, no. 112 (2002): 169-215.

Rudyk, N. B. *Struktura kapitala korporatsiy: teoriia i praktika* [Corporate capital structure: theory and practice]. Moscow: Delo, 2004.

Stein, J. "Agency, Information and Corporate Investment" http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273568

Stepanova, A. N., and Balkina, E. A. "Finansovaia arkhitektura kompaniy na raznykh etapakh zhiznennogo tsikla: vliianie na effektivnost rossiyskikh kompaniy" [Financial architecture companies at different stages of the life cycle impact on the effectiveness of Russian companies]. *Korporativnye finansy*, no. 3 (27) (2013): 5-22.

Stepanova, A. N., and Balkina, E. A. "Finansovaia arkhitektura kompaniy na raznykh etapakh zhiznennogo tsikla: vliianie na effektivnost rossiyskikh kompaniy" [Financial architecture companies at different stages of the life cycle impact on the effectiveness of Russian companies]. *Korporativnye finansy*, no. 3 (27) (2013): 5-22.