

**ДЕРЖАВНА ФІСКАЛЬНА СЛУЖБА УКРАЇНИ  
УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ФІСКАЛЬНОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ**

**НАКОНЕЧНА АНАСТАСІЯ СЕРГІЇВНА**

УДК 336.11:330.33

**АДАПТАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ  
ГОСПОДАРЮВАННЯ В УМОВАХ ЦИКЛІЧНОСТІ РОЗВИТКУ  
ЕКОНОМІКИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Ірпінь – 2018

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Донецькому національному університеті імені Василя Стуса Міністерства освіти і науки України.

**Науковий керівник** доктор економічних наук, доцент,  
**Лактіонова Олександра Анатоліївна**,  
Донецький національний університет  
імені Василя Стуса,  
завідувач кафедри фінансів і банківської справи.

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**Науменкова Світлана Валентинівна**,  
Київський національний університет  
імені Тараса Шевченка,  
професор кафедри фінансів;


кандидат економічних наук  
**Житар Максим Олегович**,  
Університет державної фіскальної служби  
України, доцент кафедри банківської справи та  
фінансового моніторингу.

Захист відбудеться «5» вересня 2018 р. о 14<sup>00</sup> годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 27.855.01 в Університеті державної фіскальної служби України за адресою: 08201, Київська обл., м. Ірпінь, вул. Садова, 53.

З дисертацією можна ознайомитися у науковій бібліотеці Університету державної фіскальної служби України за адресою: 08201, Київська обл., м. Ірпінь, вул. Університетська, 31.

Автореферат розісланий «3» серпня 2018 р.

**Учений секретар**  
спеціалізованої вченої ради,  
доктор економічних наук,



**С. В. Онишко**

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Функціонування суб'єктів господарювання в Україні відбувається в умовах високої циклічності економічного розвитку, для якої є характерною асиметричність бізнес-процесів, прискорення періодичності настання кризових явищ із тривалим відновленням. Такі циклічні коливання характерні і для розвитку фінансових ринків, на що вказує висока волатильність цін на капітал. У результаті, нестабільний стан суб'єктів господарювання посилюється обмеженнями фінансового забезпечення, через що відбувається зменшення обсягів операційної та інвестиційної діяльності, погіршення фінансових показників та втрачання ринкової вартості бізнесу. Разом з тим, спроможність суб'єктів господарювання залучати додаткове фінансування в необхідних обсягах та за адекватною ціною визначається не тільки циклічними факторами зовнішнього середовища, але й індивідуальною здатністю адаптуватися до таких циклічних умов.

Фінансово-економічні кризи та довготривалий період рецесій визначили необхідність пошуку та впровадження нових комплексних, адаптивних рішень з управління фінансами суб'єктів господарювання, зокрема їх фінансовою архітектурою. Цінність концепту фінансової архітектури полягає, по-перше, у тому, що вона враховує найважливіші характеристики бізнесу (у т. ч. структуру фінансування, відносини власності та корпоративне управління), які консолідовано визначають систему побудови його фінансових відносин. По-друге, фінансова архітектура є динамічною системою, що забезпечує можливість її цілеспрямованої адаптації відносно стадій макроекономічного ділового циклу, спрямованої на розширення та відновлення доступу до капіталу, зниження його ціни, а, отже, і зростання ринкової вартості бізнесу. Звідси, вдосконалення теоретично-методичних підходів щодо оцінки формування та забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки є актуальним напрямом дослідження.

Проблематика формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання, оцінки її ефективності за елементами є предметом дослідження багатьох сучасних вчених: М. Алдріджи, М. Баркарта, М. Барклі, М. Брейлі, С. Бьюна, Г. Волберда, Р. Вішни, Дж. Грехема, Л. Григор'єва, С. Гроссмана, Х. Де Анжело, Г. Демседса, Д. Деніса, М. Дженсена, М. Іванова, І. Івашковської, А. Кулеміна, С. Майерса, У. Меклінга, Р. Мока, Р. Рейджена, А. Степанової, Е. Фама, А. Шлейфера та інших.

Крім того, питання організації фінансів суб'єктів господарювання а також їх зв'язку із циклічністю економічного розвитку розкрито такими вітчизняними науковцями, як Г. Азаренкова, Н. Бичкова, С. Бірюк, І. Бланк, М. Житар, Ю. Коваленко, А. Крисоватий, М. Кужелев, О. Лактіонова, І. Ломачинська, В. Марченко, С. Науменкова, С. Онишко, О. Терещенко, В. Федосов, І. Чалий та інші.

Віддаючи належне внеску вчених у розвиток визначеної проблематики, варто зазначити, що дослідження фінансової архітектури суб'єктів

господарювання з позиції впливу на ступінь доступу до капіталу, а також на його вартість на мікрорівні залишається фрагментарним та потребує систематизації. Потребують також поглиблення підходи до адаптації суб'єктів господарювання в умовах повної амплітуди ділового циклу, зважаючи, що більшість авторів дотримуються антикризового підходу. Не вирішеним залишається питання пошуку критеріїв оцінки адаптації фінансової архітектури. Наукова і практична значущість зазначених проблем зумовили вибір теми дисертаційної роботи, її мету і завдання.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.**

Дисертація виконувалася в межах науково-дослідних робіт кафедри фінансів і банківської справи ДонНУ імені Василя Стуса. Зокрема, у науково-дослідній темі «Механізм управління гнучкістю фінансової системи суб'єктів господарювання» (№ ДР 0108U001592) використано пропозиції щодо оптимізації структури фінансування, відносин власності, корпоративного управління відповідно до стадій ділового циклу. В межах теми «Механізм управління розвитком фінансово-інвестиційного потенціалу суб'єктів господарювання реального сектора економіки» (№ ДР 0111U000407) враховано підходи до кількісного виміру адаптації фінансової архітектури, зокрема оцінку її ефективності, що відображається на зростанні ринкової вартості бізнесу. У темі «Інновації у корпоративних фінансах» (№ ДР 0116 U001554) кафедри корпоративних фінансів і контролінгу КНЕУ імені Вадима Гетьмана уточнено шляхи зниження негативних екстерналій диспропорцій фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні, що належать до інституційного простору фінансового ринку.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертації є поглиблення теоретико-методичних засад адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки та розробка практичного інструментарію її забезпечення.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- визначити сутність та структурні елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання як ключового фактору їх доступу до капіталу;
- з'ясувати характеристики впливу циклічного розвитку економіки на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання;
- обґрунтувати необхідність адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання та поглибити методичні підходи до її забезпечення в умовах циклічності розвитку економіки;
- проаналізувати стан фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні на основі методу кластеризації;
- оцінити динаміку процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання;
- надати характеристику домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання до стадій циклічного розвитку;

- розробити модель оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки, що спрямована на розширення їх доступу до капіталу;

- запропонувати напрями зниження негативних екстерналій адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні;

- удосконалити організаційно-інформаційне забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки.

*Об'єктом дослідження* є процеси формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання.

*Предметом дослідження* є теоретичні та практичні аспекти забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки.

**Методи дослідження.** При проведенні дослідження використано такі загальнонаукові та специфічні методи наукового пізнання: структурно-функціонального та морфологічного аналізу, дедукції (при вивченні сутності фінансової архітектури суб'єктів господарювання та визначенні її елементів), історичний та статистичний (при з'ясуванні характеру впливу економічних циклів на формування фінансової архітектури), кластеризації (для аналізу сучасного стану фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні), трендового аналізу та порівняння (для оцінки динаміки процесів формування фінансової архітектури), індексний, графічний, чистих витрат, кореляційно-регресійного аналізу (для кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позицій швидкості, вартості та ефективності), оптимізації та метод реальних опціонів (при розробці пропозицій щодо забезпечення адаптації фінансової архітектури в умовах циклічності економічного розвитку, що націлена на розширення доступу до фінансування, зниження його вартості та зростання ринкової вартості бізнесу).

*Інформаційною базою дослідження* є офіційна інформація Державної служби статистики України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, Національного банку України, Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України, Світового банку, фінансова звітність окремих суб'єктів господарювання, законодавчі та нормативні акти з питань фінансово-господарської діяльності суб'єктів господарювання, а також монографії, наукові статті та інші праці вітчизняних і зарубіжних вчених.

**Наукова новизна одержаних результатів.** Основні положення дисертаційної роботи, що містять елементи наукової новизни, полягають у такому:

*вперше:*

- розроблено методичний підхід до оцінки домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки, який дозволяє визначити їх часові та фінансові витрати, а також вплив адаптації на ринкову вартість бізнесу за стадіями економічного циклу;

*вдосконалено:*

– тлумачення поняття «фінансова архітектура суб'єктів господарювання», яка розглядається як динамічна система, інтегрована цілісність взаємопов'язаних характеристик, що втілюють фундаментальні закономірності та визначають якісну своєрідність реалізації фінансової діяльності суб'єкта господарювання (з боку її структури, обсягів та потенціалу відтворення), її ефективність та вплив на ринкову вартість бізнесу. На відміну від існуючих тлумачень таке визначення враховує розширений склад характеристик фінансової архітектури з позиції впливу внутрішніх факторів на доступ суб'єктів господарювання до капіталу та його вартість: на відміну від традиційних підходів включає додатковий елемент – форму організації та ведення бізнесу, який в свою чергу охоплює розмір суб'єктів господарювання, їх організаційно-правову форму, а також належність до фінансово-промислових груп;

– організаційно-інформаційне забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в частині врахування принципів інформаційної прозорості та соціальної відповідальності, що дозволяє приймати адекватні управлінські рішення. Це сприятиме забезпеченню збалансованості інтересів основних груп стейкхолдерів в системі вартісно-орієнтованого управління;

*дістали подальшого розвитку:*

– теоретичне обґрунтування взаємозв'язку між розвитком фінансового ринку та фінансовими диспропорціями у корпоративному секторі, останні з яких є наслідком слабкої адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Це дозволило визначити шляхи зниження негативних екстерналій надмірно високого рівня концентрації власності та боргового навантаження суб'єктів господарювання в процесі економічного розвитку, які належать до інституційного простору фінансового ринку;

– наукові підходи до кластеризації суб'єктів господарювання в Україні за типами фінансової архітектури, що враховують додатковий її елемент та дозволяють виявити домінуючий тип фінансової архітектури у корпоративному секторі країни, а також особливості сформованих у ньому фінансових диспропорцій;

– теоретичні положення щодо характеристики впливу циклічного розвитку економіки на доступ суб'єктів господарювання до капіталу в частині відображення тенденцій формування їх фінансової архітектури. Це створює підґрунтя для розробки пропозицій із забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки, що спрямована на розширення доступу до капіталу.

**Практичне значення одержаних результатів.** Окремі висновки та пропозиції, отримані автором у ході дослідження, знайшли своє використання в діяльності:

– ПАТ «Донбасенерго» (довідка № 17/000012-18 від 10.01.18) – підходи до вибору інструментів адаптації фінансової архітектури на основі оптимізації циклу управління відносно стадій ділового циклу, що дозволяє знизити вартість

капіталу в умовах недосконалого фінансового ринку та сприяє нарощенню ринкової вартості бізнесу;

– ТОВ «СТРИМ-КНК» (довідка № 2831/07 від 14.12.17) – методика коригування структури фінансування із врахуванням її цільових значень впродовж ділового циклу з метою забезпечення спроможності оперативно залучати додаткове фінансування в необхідних обсягах та за адекватною ціною;

– ТОВ «Каскад» (довідка № 16 від 15.02.2018) – рекомендації щодо розширення доступу до додаткового зовнішнього капіталу на стадії виходу економіки із рецесії шляхом вдосконалення системи корпоративного управління, поліпшення якості розкриття інформації.

Окремі теоретичні положення та результати прикладних розробок впроваджені в навчальний процес кафедри фінансів і банківської справи ДонНУ імені Василя Стуса при викладанні дисциплін «Корпоративні фінанси», «Фінанси підприємств», «Фінансовий ринок» (довідка № 44/01 – 13/6. 90 від 20.03.2018).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є одноосібно виконаною науковою роботою здобувача. Наукові положення, висновки, розробки та пропозиції, що виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені у наукових працях. Внесок автора у працях, опублікованих у співавторстві, відображено у списку публікацій.

**Апробація результатів дисертації.** Основні теоретичні положення і результати дослідження доповідалися на 7 міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях, а саме: «Актуальні проблеми міжнародних економічних відносин: фінансові стратегії та інституційні системи» (Тернопіль, 2014), «Фінансова безпека в системі забезпечення національних економічних інтересів: проблеми і перспективи» (Полтава, 2015), «Розвиток фінансового ринку в Україні: проблеми та перспективи» (Полтава, 2015), «Проблеми розвитку соціально-економічних систем в національній та глобальній економіці» (Вінниця, 2015), «Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів» (Ірпінь, 2016 р.), «Соціокультурні та економіко-правові аспекти розвитку держави, сучасного суспільства, людини» (Харків, 2016), «Фінансова система України в умовах економічних перетворень» (Київ, 2018).

**Публікації.** Результати дисертаційної роботи опубліковано у 17 наукових працях загальним обсягом 14,1 друк. арк.: із них – 1 колективна монографія, 7 статей – у наукових фахових виданнях України; 2 статті – в іноземних фахових виданнях, 7 публікацій – у інших виданнях.

**Обсяг і структура роботи.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, додатків, списку використаних джерел. Повний обсяг роботи становить 253 сторінки комп'ютерного тексту. Основний зміст роботи викладено на 195 сторінках. Робота містить 20 таблиць (з них 5 займають 8 окремих сторінок), 41 рисунок (з них 3 займають 3 окремі сторінки), 9 додатків, які розміщені на 28 сторінках. Список використаних джерел налічує 194 найменування і займає 19 сторінок.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ

У вступі обґрунтовано актуальність теми дослідження, ступінь її наукової розробленості, визначено мету й завдання, розкрито наукову новизну, практичне значення одержаних результатів та їх апробацію.

У першому розділі «Теоретико-методичні основи формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання» з'ясовано сутність фінансової архітектури суб'єктів господарювання, обґрунтовано склад її характеристик з позиції впливу внутрішніх факторів на вартість капіталу, розкрито особливості впливу на формування фінансової архітектури чинників реалізації фінансового (кредитного) циклу на макрорівні, сформовано методологічне підґрунтя забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки.

Синтез наукових підходів дозволив сформулювати визначення фінансової архітектури суб'єктів господарювання, що враховує ознаки її цілісності, динамічності, вплив на ефективність діяльності та ринкову вартість бізнесу. Такий підхід включає розширений склад елементів фінансової архітектури: поряд із структурою власності, корпоративним управлінням та структурою фінансування розглядається форма організації та ведення бізнесу, що в свою чергу враховує розмір компанії, організаційно-правову форму та відношення до фінансово-промислових груп (ФПГ). При цьому структура фінансування визнається ендогенним, найбільш адаптивним і, разом з тим, центральним елементом фінансової архітектури (рис. 1).



Рис. 1. Складові фінансової архітектури та їх вплив на ринкову вартість суб'єкта господарювання

Джерело: складено автором



Фінансова архітектура суб'єктів господарювання є найбільш ємною моделлю організації фінансових відносин, що охоплює всю сукупність внутрішніх факторів фінансових обмежень та вартості капіталу, вплив яких актуалізується в умовах неефективних фінансових ринків. Це визначає фінансову архітектуру як фактор ринкової вартості бізнесу, а отже, і ефективності його діяльності. Вплив на вартість бізнесу здійснюється як на основі грошових потоків, які генеруються суб'єктом господарювання, так і через вартість його капіталу. За своєю суттю фінансова архітектура є інституціональною структурою суб'єкта господарювання, в межах якої будуються його фінансові відносини.

Встановлено, що поряд із внутрішніми чинниками, на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання впливають чинники реалізації фінансового або кредитного циклу на макрорівні: висока волатильність цін на кредитні ресурси із загальною тенденцією до подорожчання, зменшення пропозиції кредитів з боку банків, звуження обсягів фондового ринку, зниження ліквідності та платоспроможності контрагентів в періоди економічного спаду. Це визначає виражену проциклічність залучення власних і позикових джерел суб'єктами господарювання, накопичення кредиторської та дебіторської заборгованості, зниження грошових резервів з настанням кризи. Внаслідок цього відбувається збільшення боргу в структурі фінансування, посилюється обмеженість залучення зовнішніх інвесторів, загострюються корпоративні конфлікти та зростають агентські витрати.

Адаптація фінансової архітектури суб'єкта господарювання в умовах циклічного розвитку економіки – це поступовий процес трансформації його структурних характеристик у відповідь на прояв фінансових обмежень фінансового ринку. Він несе в собі потенціал нарощення ринкової вартості бізнесу завдяки досягненню фінансової спроможності оперативного реагування на циклічні негативні та позитивні впливи зміни грошових потоків або інвестиційних можливостей. Реалізація зазначеної мети досягається шляхом: контрциклічного скорочення частки позикового фінансування, що не задовольняє потреби за критерієм вартості або ефективності використання; розширення кола інвесторів позикового та власного капіталу; зниження інформаційної асиметрії та агентських витрат; зміни ступеня корпоративного контролю; оптимізації циклу управління відносно стадій макроекономічного ділового циклу. Пріоритетними напрямками забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання є: оптимізація елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання відповідно до стадій економічного циклу, покращення умов адаптації фінансової архітектури з боку держави, а також вдосконалення організаційно-інформаційного забезпечення цього процесу (рис. 2).



**Рис. 2. Концептуальна схема забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки**

*Джерело: складено автором*

У другому розділі «Оцінка сучасного стану фінансової архітектури суб'єктів господарювання в економіці України» досліджено сучасний стан фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні на основі методу кластеризації, оцінено динаміку процесів формування фінансової архітектури, охарактеризовано доміанти кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки.

У результаті аналізу стану фінансової архітектури 100 суб'єктів господарювання на основі методу кластеризації визначено 16 типів фінансової архітектури, що відрізняються унікальними поєднаннями різних ознак її елементів. З'ясовано, що український корпоративний сектор представлений більшістю з визначених типів, проте доміантним є такий, що відрізняється високим борговим навантаженням (понад 50%), висококонцентрованою структурою власності (понад 50% акцій належить мажоритарію), ознаками неефективного корпоративного управління (незбалансоване представництво груп агентів у наглядовій раді). Встановлено, що такі ознаки є домінуючими як для крупних, так і невеликих компаній, однак належність до ФПГ є більш характерною для крупних їх представників.

Об'єктивною формою розвитку економіки є циклічність його динаміки. Сучасними особливостями прояву циклічних коливань є конвергенція та акселерація ділового та фінансового циклів, їх повторюваність, кумулятивність із негативною роллю кредитних бумів. Дослідження циклічності економічного розвитку в Україні проведено на часовому інтервалі 2008 – 2015 рр., який охоплює повну амплітуду циклу та обмежується його нижчими точками. У таблиці 1 наведено основні характеристики ділового та фінансового циклів з позиції впливу на рівень доступу суб'єктів господарювання до капіталу, формування структури джерел їх фінансування, відносин власності та управління – в підсумку, на динаміку формування фінансової архітектури.

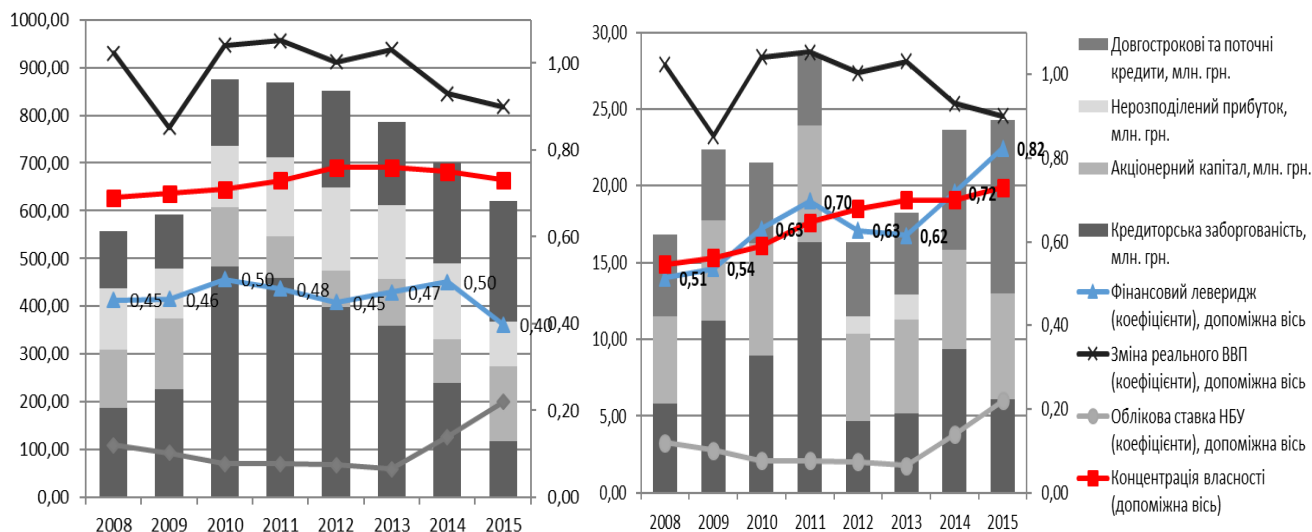
Таблиця 1

### Характеристики циклічності економічного розвитку в Україні з позиції впливу на динаміку формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання

Показники	криза→реcesія		пожвавлення→бум				криза→реcesія		пожвавлення	
	2008 р.	2009р.	2010 р.	2011р.	2012р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.
Облікова ставка НБУ (станом на 31.12), %	12	10,25	7,75	7,75	7,5	6,5	14	22	14	14,5
Процентні ставки за кредитами в національній валюті (станом на 31.12), %	19,2	16,6	12,5	14,2	18,7	18,4	20,5	20,7	17,7	17,1
Процентні ставки за кредитами в доларах США (станом на 31.12), %	13,6	11	6,4	10,7	11,3	7,9	11,1	14,9	9,7	7,3
Обсяг виданих довгострокових кредитів, млрд. грн.	253,4	262,9	292,8	324,6	308,9	333,1	439,2	399,9	516,1	474,9
Обсяг виданих короткострокових кредитів, млрд. грн.	190,3	199,3	208,2	251,3	296,5	358,3	339,6	387,9	306	355
Загальний обсяг торгів цінними паперами, млрд. грн.	883,4	1067,3	1537,8	2171,1	2531	1677	2331,9	2172,7	2127,6	3536,8
Обсяг випусків акцій, млрд. грн.	46,1	101,1	40,6	58,2	15,8	64,2	144,4	122,3	199,4	324,8
Загальна кількість акцій, що перебувають в обігу на фондових біржах станом на 31.12, од.	756	790	799	1242	1338	1499	1466	1166	958	1076
Загальна кількість облігацій підприємств, що перебувають в обігу на фондових біржах станом на 31.12, од.	418	436	396	463	572	548	537	389	458	572

Джерело: складено автором за даними Національного банку України та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

Динаміка процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні характеризується загальним трендом до збільшення частки боргу в структурі фінансування, зростанням концентрації власності, збереженням слабкої збалансованості корпоративного управління на фоні збільшення обсягу сукупних активів. Разом з тим, для крупних суб'єктів господарювання, на відміну від невеликих, більш характерним є коригування ними боргового навантаження впродовж циклу (як за рахунок погашення заборгованості, так і збільшення акціонерного капіталу) та підтримання фінансового левериджу в діапазоні 40–50 % (рис. 3.).



**Рис. 3. Динаміка структури фінансування та концентрації власності крупних суб'єктів господарювання (ліворуч) та невеликих (праворуч) відносно індикаторів ділового та фінансового циклів**

*Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики, Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України та Національного банку України*

Для невеликих суб'єктів господарювання характерне більш стрімке зростання концентрації власності, для крупних – підтримання її відносно стабільного рівня з тенденцією помірною зниження. Крупні компанії формують більш збалансовані наглядові ради та в п'ять разів частіше залучають незалежних директорів. Темпи зростання активів крупних компаній в середньому на 18 пп. вищі. Крім того, крупні компанії демонструють більшу на 30 % участь у ФПГ поряд із невеликими. Тож, сформована ними фінансова архітектура визначає їх нижчі фінансові обмеження.

Аналіз фінансових параметрів у 2016–2017 рр. дозволив засвідчити поступову зміну існуючих тенденцій: активізувався випуск пайових і боргових цінних паперів компаніями на фондовому ринку, збільшився приток зовнішніх інвесторів, зросла спроможність бізнесу залучати довгострокові банківські кредити.

На практиці будь які адаптаційні зміни несуть в собі фінансові та часові втрати, які не завжди повністю компенсуються позитивним ефектом. Саме тому забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання має здійснюватися з врахуванням показників швидкості, вартості та ефективності.

Такі показники виступають домінантами кількісного виміру адаптації фінансової архітектури в умовах циклічності розвитку економіки. Оцінку швидкості адаптації в роботі здійснено на основі індексно-графічного методу, що одночасно враховує усі елементи архітектури (формула 2):

$$I_{i(1:5)t} = \frac{x_{it} - x_{it-1}}{x_{it}^*} \quad (1)$$

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

де,  $I_{i(1:5)t}$  – індекс швидкості коригування відповідного елемента фінансової архітектури в t-тому періоді:  $I_1$  – фінансового левериджу (FL),  $I_2$  – структури власності (OS),  $I_3$  – корпоративного управління (CG),  $I_4$  – відношення до ФПГ (Group),  $I_5$  – розміру активів (Size);  $x_{it}$  – значення кожного показника у фактичному році, або цільове значення ( $x_{it}^*$ );  $N_i$  – кількість значень  $I_{i(1:5)}$  відмінних від 0 для певного суб'єкта господарювання.

В ході розрахунку швидкості адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні виявлено три хвилі активізації такої адаптації впродовж останнього ділового циклу, які відповідають стадіям поживавлення (2010 – 23 %), буму (2012 – 26 %) та кризи (2014 – 19 %).

Крім того, проведено оцінку вартості адаптації фінансової архітектури на основі методу чистих витрат. З'ясовано, що вартість адаптації набуває екстремальних значень в періоди максимального прискорення її швидкості, проте, динаміка показників не є синхронною: найбільш витратною адаптація виявилася в 2010 році, коли сукупні чисті витрати склали в середньому 15,4 % від балансової вартості компаній, а також у кризовому 2014 році – 18,4 %. Найменшою вартістю відзначилася адаптація фінансової архітектури у 2012 році, коли в результаті адаптації відбулася економія сукупних витрат в середньому на 33,9 %.

Для виміру ефективності адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання використано показник економічної доданої вартості (EVA) в абсолютному вимірі. Регресійне рівняння, що описує вплив адаптації елементів фінансової архітектури на зміну EVA у кожному періоді, має наступний вигляд:

$$\Delta EVA = \gamma + \beta_1 \Delta FL + \beta_2 \Delta OS + \beta_3 \Delta CG + \beta_4 \Delta Group + \beta_5 \Delta Size + v_t \quad (3)$$

За оцінкою отриманих коефіцієнтів регресії встановлено, що найбільш доцільним є зниження боргового навантаження на передкризовій стадії (буму) – коефіцієнт склав 0,42, зниження концентрації власності, вдосконалення корпоративного управління та збільшення розміру активів – на посткризовій стадії (в період поживавлення) – відповідні коефіцієнти склали 0,1; 0,29 та 0,11.

**У третьому розділі «Пріоритетні напрями забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки» запропоновано модель оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки, встановлено двосторонній зв'язок між сформованими диспропорціями фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні та низьким розвитком фінансових ринків, запропоновано шляхи зниження**

негативних екстерналій таких проблем, обґрунтовано напрями організаційно-інформаційного забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позиції розширення їх доступу до капіталу.

У контексті зниження негативного впливу економічних циклів та використання їх сприятливих можливостей, розроблено модель оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання відносно стадій макроекономічного ділового циклу (табл. 2). Зазначена модель ґрунтується на контрциклічному скороченні частки позикового капіталу, що не задовольняє вимоги за критерієм вартості або ефективності використання та проциклічному залученні інвесторів додаткового позикового та власного капіталу із одночасним забезпеченням балансу їх інтересів в системі корпоративного управління.

Таблиця 2

### Оптимізація елементів фінансової архітектури відповідно до стадій економічного циклу за умови розширення доступу до капіталу

Стадія циклу	Бум	Криза	Рецесія (депресія)	Пожвавлення	
Напрями оптимізації елементів фінансової архітектури	Контрциклічне скорочення фінансування, що не задовольняє потреби за критерієм вартості або ефективності використання			Проциклічне залучення додаткового фінансування у разі недостатньої ліквідності або появи інвестиційних потреб	
Структура фінансування	Поступове зниження боргового навантаження за рахунок:		Зниження боргового навантаження за рахунок:		Реалізація запасу боргового навантаження за рахунок:
	погашення довгострокових, короткострокових кредитів, кредиторської заборгованості	наращення величини нерозподіленого прибутку (зниження виплат власникам), збільшення резервного капіталу	дострокового погашення кредитів, кредиторської заборгованості	реалізації конвертованих облигацій	відкриття кредитних ліній (якщо очікується зниження відсоткових ставок), залучення довгострокових кредитів (якщо очікується зростання відсоткових ставок)
	Створення грошових резервів, у т. ч. за рахунок рефінансування дебіторської заборгованості		Викуп або анулювання акцій власної емісії		Залучення зовнішнього акціонерного капіталу
Структура власності	Збереження сформованої структури власності, недопущення відтоку власного капіталу		Допустимо підвищення концентрації власності у разі прояву агентського конфлікту через зростання премії за ризик		Зниження концентрації власності шляхом розширення кола інвесторів; залучення іноземних інвесторів; продаж пакетів акцій менеджменту
Корпоративне управління	Підтримання сформованого складу наглядової ради, посилення захисту прав усіх груп учасників з метою попередження агентських конфліктів		Скорочення складу наглядової ради відповідно до вибуття груп учасників		Підвищення збалансованості наглядової ради за рахунок залучення представників усіх груп акціонерів та незалежних директорів
Форма організації та ведення бізнесу	Підтримання сформованого розміру активів у т. ч. таких, що не перебувають у заставі;		Скорочення неефективного виробництва та оновлення технології та виробництва (основних фондів)		Набуття публічного статусу для непублічних форм бізнесу, набуття участі у ФПГ; збільшення розміру бізнесу за рахунок інвестицій у необоротні активи

Джерело: складено автором

Результатом практичної реалізації моделі стане максимізація цільової функції збільшення індикатору ринкової вартості суб'єкта господарювання впродовж ділового циклу (формула 4).

$$\begin{cases} \Delta EVA \rightarrow \max; \\ \Delta EVA \geq 0; \\ \Delta EVA = F(\Delta FL; \Delta OS; \Delta CG; \Delta Form); \end{cases} \quad (4)$$

Присутність таких ознак суб'єктів господарювання, як високий рівень боргового навантаження та висока концентрація власності посилює негативний вплив однієї ознаки на іншу як для бізнесу, так і для фінансового ринку загалом (через стагнацію розвитку ринку корпоративних прав та ринку боргового фінансування).

Висока концентрація власності має дуальні наслідки для мікро- та макроекономічного рівнів. Так, вона полегшує корпоративне управління та знижує агентські витрати для компаній в умовах недосконалих ринків та слабких інститутів. З іншого боку – блокує розвиток фінансового ринку через погіршення кількісного та якісного складу його учасників, зменшуються масштаби і ліквідність ринку, що в результаті звужує канали перерозподілу капіталу та перешкоджає інвестиційному процесу. Найбільш негативно такий вплив проявляється екстернально – на діяльності суб'єктів малого та середнього бізнесу, які не володіють доступом до зовнішнього капіталу задля фінансування свого розвитку.

Зниження негативних екстерналій таких проблем для національного бізнесу представляється можливим шляхом посилення інституційної підтримки фінансового ринку з позиції балансу між доступом до фінансування та захистом прав інвесторів. Серед ключових точок зростання для України в цьому напрямі виділено: запровадження альтернативних біржових платформ для проведення публічних розміщень (у т. ч. первинних) малими компаніями; спрощення процедури подвійного лістингу; покращання інфраструктурного забезпечення: встановлення кореспондентських відносин між Національним депозитарієм України та депозитаріями у розвинених країнах (Euroclear у Польщі, CREST у Великобританії); структурування угод між фондами прямих інвестицій та компаніями; стимулювання публічності в області малого та середнього бізнесу.

Напрямами організаційно-інформаційного забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з метою розширення доступу до капіталу, зниження його вартості та нарощення ринкової вартості бізнесу є підвищення збалансованості інтересів агентських груп, забезпечення інформаційної прозорості за рахунок впровадження корпоративної соціальної відповідальності, вдосконалення циклу управління внутрішньою інформацією а також систематичний моніторинг та врахування даних щодо зовнішніх, ринкових чинників, які відображають циклічність розвитку економіки.

## ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі запропоновано розв'язання актуального наукового завдання, що полягає в поглибленні теоретико-методичних засад адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності

розвитку економіки та розробці практичного інструментарію її забезпечення. Проведене дослідження дало можливість зробити такі висновки.

1. Фінансова архітектура суб'єктів господарювання являє собою динамічну систему, інтегровану цілісність взаємопов'язаних характеристик, що втілюють фундаментальні закономірності та визначають якісну своєрідність реалізації фінансової діяльності суб'єктів господарювання (з боку її структури, обсягів та потенціалу відтворення), її ефективність та вплив на ринкову вартість бізнесу. Елементами є структура власності, корпоративне управління, форма організації та ведення бізнесу (враховує розмір суб'єкта господарювання, організаційно-правову форму та належність до інтегрованих структур), а також структура фінансування.

2. На формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання поряд із внутрішніми факторами впливають і зовнішні чинники економічного та фінансового циклу. Серед останніх – висока волатильність цін на фінансові ресурси, звуження пропозиції банківських кредитів, зниження обсягів операцій на фондовому ринку, падіння показників ліквідності та платоспроможності контрагентів в періоди економічного спаду. В підсумку це зумовлює проциклічність мобілізації суб'єктами господарювання фінансових ресурсів (як власних, так і позикових), накопичення кредиторської та дебіторської заборгованості, зменшення грошових резервів з настанням кризи. Як результат, відбувається зниження фінансової стійкості бізнесу, ускладняється залучення зовнішніх інвесторів, посилюються корпоративні конфлікти, збільшуються прямі і непрямі витрати фінансування;

3. Залежність реалізації фінансово-інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання від циклічних явищ в економіці зумовлює об'єктивну необхідність адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Вона передбачає проактивну та поступову трансформацію структурних елементів фінансової архітектури у відповідь на циклічні зміни грошових потоків або інвестиційних можливостей. Завдяки досягненню фінансової спроможності адаптація фінансової архітектури дозволяє забезпечити стійке нарощення ринкової вартості бізнесу впродовж економічного циклу.

4. Оцінка стану фінансової архітектури суб'єктів господарювання, здійснена на основі методу кластеризації, дозволила виокремити 16 типів фінансової архітектури. З аналізу вибірки із 100 вітчизняних компаній з'ясовано, що в Україні сформовано більшість із визначених типів фінансової архітектури, разом з тим, присутні домінантні кластери. Для них характерне високе боргове навантаження, надконцентрована структура власності, ознаки неефективного корпоративного управління. Такі відмінності є домінуючими як для крупного, так і невеликого бізнесу, однак належність до ФПГ є більш характерною саме для крупних компаній.

5. В ході оцінки динаміки процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання виявлено, що корпоративний сектор України продовжує характеризуватися накопиченням довго- та короткострокової заборгованості, експропріацією власності та збереженням слабкої



збалансованості агентських інтересів на фоні зростання розміру бізнесу. Разом з тим, крупні компанії частіше коригують фінансовий леверидж, підтримуючи його на рівні 40–50 %. Невеликі компанії більш стрімко збільшують концентрацію власності, а крупні – підтримують її відносно стабільний рівень з тенденцією помірною зниження. Крупні компанії формують більш збалансовані склади наглядових рад та істотно частіше залучають незалежних експертів. Зростання активів крупних компаній відбувається в середньому на 18 п.п. швидше ніж у невеликих. Сформована крупними суб'єктами господарювання фінансова архітектура визначає їх нижчі фінансові обмеження;

6. На основі характеристики доміант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки (швидкості, вартості та ефективності) визначено, що найбільш швидко адаптаційні зміни відбуваються на стадіях економічного поживлення та кризи. Розрахунок вартості адаптації засвідчив, що найбільш вигідною вона є на стадії економічного поживлення. Аналіз ефективності адаптації фінансової архітектури з позиції збільшення ринкової вартості бізнесу виявив, що найбільш доцільним є погашення боргу на стадії буму, зниження концентрації власності, вдосконалення корпоративного управління та поповнення активів – на стадії поживлення;

7. Модель оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки орієнтована на стійке зростання ринкової вартості бізнесу впродовж циклу. Вона ґрунтується на:  
1) скороченні частки позикового капіталу, що не задовольняє потреби за критерієм вартості або ефективності використання, у періоди спаду;  
2) залученні інвесторів додаткового капіталу із своєчасним збалансуванням їх інтересів в системі корпоративного управління в періоди підйому;

8. Негативний вплив високого боргового навантаження та концентрації власності суб'єктів господарювання посилюється в умовах їх одночасної присутності та має наслідки як для бізнесу (в ускладненні доступу до капіталу), так і для фінансового ринку (через блокування розвитку його ключових сегментів). Зниження екстерналій таких проблем представляється можливим шляхом посилення інституційної підтримки розвитку фінансового ринку, що має враховувати баланс між доступом до фінансування та захистом прав інвесторів (зокрема, міноритарних). Спираючись на світовий досвід, виокремлено точки росту в цьому напрямі для України. Це: лібералізація та диверсифікація біржової торгівлі, стимуляція виходу на ринок капіталів нових гравців, покращення правового та інформаційного забезпечення інвестиційних контрактів, забезпечення права конвертації зобов'язань в статутний капітал, посилення обміну кредитною інформацією;

9. Вагомими напрямом забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання є вдосконалення організаційно-інформаційного забезпечення цього процесу на мікроекономічному рівні, що передбачає:  
1) підвищення збалансованості інтересів агентських груп в процесі прийняття управлінських рішень;  
2) забезпечення інформаційної прозорості суб'єктів

господарювання; 3) удосконалення циклу управління внутрішньою інформацією; 4) систематичний моніторинг даних щодо зовнішніх чинників циклічного розвитку економіки.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### *Розділи у колективних монографіях:*

1. Наконечна А. С. Зниження негативних екстерналій високої концентрації власності корпорацій в процесі розвитку економічної системи / А. С. Наконечна, О. А. Лактіонова // Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи: монографія / [Терещенко О. О., Бабяк Н. Д., Іващенко А. І. та ін.]; за заг. ред. д.е.н., проф. О. Терещенка. – Київ: КНЕУ, 2017. – 495 с. / О. О. Терещенко. – С. 269–289 (0,83 д.а.). *Особистий внесок: визначено шляхи зниження негативних наслідків надмірно високого рівня концентрації власності національних корпорацій в процесі економічного розвитку, що належать до інституційного простору фінансового ринку (0,42 д.а.).*

### *Статті у наукових фахових виданнях:*

2. Лук'яненко А. С. Теоретичні засади фінансової архітектури суб'єктів господарювання / А. С. Лук'яненко // Економіка і організація управління. Збірник наукових праць. – 2014. – № 1(15). – С. 145–155 (0,42 д.а.).

3. Лук'яненко А. С. Структурні елементи фінансової архітектури суб'єктів господарювання та особливості їх взаємозв'язку / О. А. Лактіонова, А. С. Лук'яненко // Бізнес Інформ. – 2014. – № 5. – С. 261–270 (0,38 д.а.). *Особистий внесок: систематизовано наукові підходи щодо визначення елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання (0,19 д.а.).*

4. Лук'яненко А. С. Кластеризація типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні / О. А. Лактіонова, А. С. Лук'яненко // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2014. – № 5 (Ч.4). – С. 71–77 (0,25 д.а.). *Особистий внесок: оцінено стан фінансової архітектури вітчизняних суб'єктів господарювання на основі методу кластеризації (0,17 д.а.).*

5. Наконечна А. С. Особливості впливу циклічного розвитку економіки на фінансову архітектуру суб'єктів господарювання / А. С. Наконечна // Бізнес Інформ. – 2014. – № 12. – С. 393–399 (0,25 д.а.).

6. Nakonechna A. Conceptual basis of providing financial architecture adaptation of enterprises in the cyclical economic development / A. Nakonechna // L'Association 1901 "SERIKE". – 2015. – № 10. – P. 110–115 (0,17 д.а.).

7. Наконечна А. С. Динамічні характеристики фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах ділових циклів / А. С. Наконечна // Финансы, учет, банки. Збірник наукових праць. – 2016. – № 1(21). – С. 265–276 (0,46 д.а.).

8. Наконечна А. С. Модель коригування структури капіталу суб'єктів господарювання в умовах адаптації до циклічних змін економіки / А. С. Наконечна // Актуальні проблеми економіки. – 2016. – № 5(179). – С. 182–191 (0,38 д.а.).

9. Nakonechna A. Financial architecture adaptation of enterprises: quantitative dominants in the cyclical economic development / A. Nakonechna, A. Laktionova // Economic archive «D. A. Tsenov». – 2017. – № 3. – P. 13–33 (0,83 д.а). *Особистий внесок: надано характеристику домінант кількісного виміру адаптації фінансової архітектури в умовах циклічності розвитку економіки* (0,4 д.а.).

10. Наконечна А. С. Домінанти кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки / А. С. Наконечна // Финансы, учет, банки. Збірник наукових праць. – 2017. – № 1(22). – С. 190–201 (0,46 д.а.).

***В інших виданнях:***

11. Наконечна А. С. Особливості впливу циклічного розвитку економіки на фінансову архітектуру суб'єктів господарювання / А. С. Наконечна // Актуальні проблеми міжнародних економічних відносин: фінансові стратегії та інституційні системи міжнародного співробітництва : V Наукової конференції студентів та молодих вчених (6 листопада 2014 року). Збірник тез доповідей. – Тернопіль: Видавництво «Вектор», 2014. – С. 129–134 (0,21 д.а.).

12. Наконечна А. С. Сутність фінансової архітектури суб'єктів господарювання як уособлення комплексного підходу в процесі прийняття фінансових рішень / А. С. Наконечна // «Фінансова безпека в системі забезпечення національних економічних інтересів: проблеми і перспективи» : матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції (21–22 травня 2015). – Полтава: ПолтНТУ, 2015. – С. 38–41 (0,13 д.а.).

13. Наконечна А. С. Концептуальні основи забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки / А. С. Наконечна // «Розвиток фінансового ринку в Україні: проблеми та перспективи» : матеріали III Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції (11 листопада 2015 р.). – Полтава: ПНТУ, 2015. – С. 44–47 (0,13 д.а.).

14. Наконечна А. С. Модель коригування структури капіталу суб'єктів господарювання в умовах адаптації до циклічних змін економіки / А. С. Наконечна // Проблеми розвитку соціально-економічних систем в національній та глобальній економіці : XV Міжнародна наукова конференція студентів, аспірантів та молодих вчених (7–9 груд. 2015, м. Вінниця) : зб. тез доп. – Вінниця : ДонНУ, 2015. – С. 81–83 (0,12 д.а.).

15. Наконечна А. С. Кластеризація типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні / А. С. Наконечна // Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів в умовах нової соціально- економічної реальності : Міжнародна науково-практична конференція, (25 березня 2016 р.) : збірник матеріалів / Національний університет ДПС України, Навчально-науковий інститут фінансів, банківської справи. – Ірпінь: Видавництво національного університету ДПС України, 2016. – С. 301–304 (0,13 д.а.).

16. Наконечна А. С. Динаміка фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні / А. С. Наконечна // «Соціокультурні та економіко-

правові аспекти розвитку держави, сучасного суспільства, людини» : Міжнародна науково-практична конференція : збірник матеріалів, Харків, 2016. – С. 74 – 78 (0,17 д.а).

17. Наконечна А. С. Адаптація фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах економічної циклічності / А. С. Наконечна // Фінансова система України в умовах економічних перетворень : Всеукр. наук.-практ. конф. (Київ, 18–19 квітня 2018 р.) – Київ: КНТЕУ, 2018. – С. 31–33 (0,12 д.а.).

### АНОТАЦІЯ

**Наконечна А. С. Адаптація фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Університет державної фіскальної служби України, Ірпінь, 2018.

У дисертації поглиблено теоретико-методичне обґрунтування основ адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку економіки. Систематизовано наукові підходи щодо розгляду поняття фінансової архітектури суб'єктів господарювання, обґрунтовано склад її характеристик з позиції впливу внутрішніх факторів на вартість капіталу. Встановлено закономірності впливу на формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання зовнішніх чинників економічного середовища, пов'язаних із реалізацією фінансового (кредитного) циклу на макрорівні. Систематизовано методичні підходи щодо забезпечення адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки та обґрунтовано пріоритетні напрями такого забезпечення.

Проаналізовано сучасний стан фінансової архітектури суб'єктів господарювання на основі методу кластеризації, в результаті чого виділено основні типи фінансової архітектури. Оцінено динаміку процесів формування фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні та визначено її загальні тренди. Охарактеризовано доміанти кількісного виміру адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічності розвитку економіки, а саме її швидкість, вартість та ефективність.

Запропоновано модель оптимізації елементів фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах циклічного розвитку, що включає оптимізацію циклу управління відносно стадій макроекономічного ділового циклу та спрямована на зниження негативного впливу економічних циклів та використання їх сприятливих можливостей. Встановлено двосторонній зв'язок між сформованими диспропорціями фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні, а також низьким розвитком фінансових ринків та відповідним доступом до капіталу. Запропоновано шляхи зниження негативних екстерналій таких проблем для національного бізнесу з боку держави, що включають посилення інституційної підтримки фінансового ринку з позиції забезпечення балансу між доступом до фінансування та захистом прав інвесторів. Обґрунтовано напрями організаційно-інформаційного забезпечення

адаптації фінансової архітектури суб'єктів господарювання з позицій розширення їх доступу до капіталу, зниження вартості капіталу та нарощення ринкової вартості бізнесу.

**Ключові слова:** фінансова архітектура суб'єктів господарювання, адаптація, структура фінансування, структура власності, корпоративне управління, економічний цикл, доступ до капіталу, фінансові обмеження, ринкова вартість бізнесу.

### АННОТАЦИЯ

**Наконечная А. С. Адаптация финансовой архитектуры субъектов хозяйствования в условиях цикличности развития экономики. – Рукопись.**

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Университет государственной фискальной службы Украины, Ирпень, 2018.

В диссертации исследованы теоретико-методические основы адаптации финансовой архитектуры субъектов хозяйствования в условиях циклического развития экономики. Уточнено содержание понятия финансовой архитектуры, обоснован состав ее характеристик. Установлено влияние на формирование финансовой архитектуры внешних факторов финансового цикла. Определены подходы к адаптации финансовой архитектуры субъектов хозяйствования в условиях циклов.

Проанализирована существующая финансовая архитектура субъектов хозяйствования в Украине на основе метода кластеризации, выделены основные типы финансовой архитектуры. Оценена динамика процессов формирования финансовой архитектуры, определены общие тренды. Охарактеризованы доминанты количественного измерения адаптации финансовой архитектуры в условиях цикличности развития экономики: ее скорость, стоимость и эффективность.

Разработана модель оптимизации элементов финансовой архитектуры относительно стадий макроэкономического цикла. Установлена двусторонняя связь между сложившимися диспропорциями финансовой архитектуры субъектов хозяйствования в Украине и слабым развитием финансовых рынков с соответствующим доступом к капиталу. Предложены пути снижения негативных экстерналий таких проблем со стороны государства, включающие усиление институциональной поддержки финансового рынка с позиции баланса между доступом к финансированию и защитой прав инвесторов. Обоснованы направления организационно-информационного обеспечения адаптации финансовой архитектуры субъектов хозяйствования с позиций расширения их доступа к капиталу, снижение стоимости капитала и наращивание рыночной стоимости бизнеса.

**Ключевые слова:** финансовая архитектура субъектов хозяйствования, адаптация, структура финансирования, структура собственности, корпоративное управление, экономический цикл, доступ к капиталу, финансовые ограничения, рыночная стоимость бизнеса.

## SUMMARY

**Nakonechna A. S. Financial architecture adaptation of business entities in the terms of cyclical economic development. – Manuscript.**

Dissertation for the Candidate Degree in Economics, Speciality 08.00.08 – Money, finance and credit. – University of the State Fiscal Service of Ukraine, Irpin, 2018.

The thesis extends theoretical and methodical fundamentals of economic entities financial architecture adaptation in the terms of cyclical economic development. The scientific approaches to the consideration of the financial architecture concept are systematized, the composition of its characteristics is substantiated from the point of the internal factors influence on the capital cost. The external factors of the economic environment associated with the implementation of the financial (credit) cycle at the macro level influence on the economic entities financial architecture formation are established. The methodological approaches to economic entities financial architecture adaptation ensuring in the terms of cyclical economic development are systematized.

The modern state of the economic entities financial architecture is estimated on the clustering method basis. As a result, the main types of financial architecture are identified. The dynamics of the financial architecture forming processes in Ukraine is analyzed and its general trends are determined. The dominants of the quantitative measurement of economic entities financial architecture adaptation in terms of the cyclical economic development are characterized from the point of speed, cost and efficiency of adaptation.

A model for optimizing the economic entities financial architecture elements in the cyclical terms is proposed. It includes optimization of the management cycle relative to the macroeconomic cycle stages and is aimed at reducing the negative cycle's impact and the use of it favorable opportunities. The relationship between the financial architecture disproportions in Ukraine and the low financial markets development and capital access is established. The ways of such negative externalities reducing for the national business from the State are suggested, including the strengthening of the financial market institutional support from the position of ensuring a balance between access to financing and investors' rights protection. The directions of organizational and information support of business entities financial architecture adaptation are substantiated from the point of expanding access to capital, capital cost reducing and business market value increasing.

**Keywords:** financial architecture of business entities, adaptation, financing structure, ownership structure, corporate governance, economic cycle, access to capital, financial constraints, market value of business.

Підписано до друку 31.07.2018 року. Формат 60x90/16  
Папір офсетний. Друк офсетний.  
Друк. арк. 0,9. Тираж 100 прим.  
Зам № \_\_\_\_  
Видруковано в Університеті  
державної фіскальної служби України  
08201, Київська область, м. Ірпінь, вул. Університетська, 31