

УДК 657.422.1

**Лактіонова О.А.***кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів і банківської справи  
Донецького національного університету***Лук'яненко А.С.***аспірант кафедри фінансів і банківської справи  
Донецького національного університету*

## КЛАСТЕРИЗАЦІЯ ТИПІВ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В УКРАЇНІ

Стаття присвячена дослідженню концепту фінансової архітектури суб'єктів господарювання. У статті систематизовано різні погляди щодо категорії фінансової архітектури, виявлено ключові особливості поняття. На основі виокремлених структурних елементів фінансової архітектури (структура власності, корпоративне управління, організаційна форма ведення бізнесу, структура фінансування) побудовано модель кластеризації типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання та апробовано її на прикладі вибірки зі ста українських компаній.

**Ключові слова:** фінансова архітектура, структура власності, корпоративне управління, структура фінансування, фінансовий леверидж, кластер, кластеризація.

### **Лактіонова А.А., Лук'яненко А.С. КЛАСТЕРИЗАЦИЯ ТИПОВ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ В УКРАИНЕ**

Статья посвящена исследованию концепта финансовой архитектуры субъектов хозяйствования. В статье систематизированы различные взгляды относительно категории финансовой архитектуры, выявлены ключевые особенности понятия. На основе выделенных структурных элементов финансовой архитектуры (структура собственности, корпоративное управление, организационная форма ведения бизнеса, структура финансирования) построена модель кластеризации типов финансовой архитектуры субъектов хозяйствования и апробирована на примере выборки из ста украинских компаний.

**Ключевые слова:** финансовая архитектура, структура собственности, корпоративное управление, структура финансирования, финансовый леверидж, кластер, кластеризация.

### **Laktionova O.A., Lukianienko A.S. CLUSTERING OF FINANCIAL ARCHITECTURE ENTERPRISES TYPES IN UKRAINE**

The paper is devoted to concept of financial architecture entities. The various views on the financial architecture are systematized, the key features of concept are identified in the paper. Based on the structural elements of the examined financial architecture (ownership structure, corporate governance, organizational forms of business, financing structure) the model of clustering financial architecture types have proposed and tested on the empirical sample of one hundred Ukrainian companies.

**Keywords:** financial architecture, ownership structure, corporate governance, financial structure, financial leverage, cluster, clustering.

**Постановка проблеми.** В умовах слабкого фінансового розвитку та недосконалості ринків, що є загальними рисами для країн із зростаючими економіками, існує ряд обставин, які виступають підґрунтям формування фінансових обмежень суб'єктів господарювання. Такі обставини, до яких насамперед відноситься інформаційна асиметрія, наявність різного роду агентських конфліктів, підвищена 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. За таких умов збільшується вплив таких внутрішніх індикативних характеристик діяльності суб'єктів господарювання, що визначають ступінь їх доступу до фінансових ресурсів. Отже, існує об'єктивна необхідність розробки та впровадження інтегрованого підходу до аналізу фінансових рішень компанії, що дозволить комплексно враховувати особливості структурних характеристик суб'єктів господарювання в процесі реалізації його фінансової діяльності.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вперше необхідність застосування комплексного підходу в дослідженні фінансових рішень компанії була сформульована у 1998 році С. Майерсом [1], який запропонував поняття фінансової архітектури та дослідив фундаментальні методологічні основи цієї категорії. Також питаннями фінансової архітектури та окремих

її складових присвячені роботи багатьох зарубіжних та вітчизняних науковців. Так, М. Барклі, К. Сміт [2] досліджували структурні елементи фінансової архітектури компанії у прив'язці до ступеню ефективності її фінансово-господарської діяльності. Р. Брейлі, М. Дженсен в межах монографії «Принципи корпоративних фінансів» пояснюють сутність фінансової архітектури у широкому розумінні на прикладі підприємств такої організаційної форми, як конгломерати [3, с. 1112-1118]. У. Меклінг, Е. Фама, Р. Мок, А. Шлейфер, Р. Вішни та інші займалися вивченням впливу окремих складових фінансової архітектури на ефективність діяльності та ринкову вартість бізнесу. Аспекти проблематики фінансової архітектури досліджувались і в умовах зростаючих ринків капіталу, насамперед такими вченими, як. І.В. Івашковська [4], А.Н. Степанова [5], Н.В. Бичкова [6], А.Н. Кулемін, М.Є. Іванов [7], Т.В. Теплова [8].

**Постановка завдання.** Враховуючи попередній досвід, можна сформулювати такі основні завдання нового дослідження, як систематизація поглядів щодо визначення поняття фінансової архітектури, дослідження впливу окремих складових фінансової архітектури на ринкову вартість бізнесу через формування фінансових обмежень суб'єктів господарювання, а також кластеризація типів фінансової архітектури.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Ключовою ознакою архітектури є система елементів та закономірних взаємозв'язків між ними. Характерною

особливістю будь-якої системи є виникнення нової властивості при об'єднанні елементів та встановленні зв'язків. При цьому структура та зв'язки системи розглядаються як фактори, що визначають та конструюють її властивості [9, с. 4]. В контексті фінансової архітектури, об'єднання структурних характеристик компанії та простеження чітких зв'язків між ними в процесі прийняття управлінських рішень надає можливість компанії швидше реагувати на економічні зміни, шляхом переналаштування ресурсів та структури невідривно від місії, цілей та характеру бізнесу.

Отже, розглядаючи поняття архітектури з точки зору фінансів, доцільно зупинитися на таких ключових особливостях:

- архітектура представляє собою модель бізнесу (діяльності суб'єкта), що визначає політику, стратегію, процеси, структуру суб'єкта тощо;

- відображає специфічність організації діяльності суб'єкта господарювання [10, с. 275];

- розглядається як система взаємопов'язаних характеристик, що визначають систему організації фінансів [6; 11];

- кожен з компонентів фінансової архітектури не може бути змінений, не порушуючи конструкцію [4];

- уособлює фундаментальні зв'язки між елементами [7];

- відображає загальний принцип побудови, зв'язку та взаємообумовленості елементів.

Отже, у широкому розумінні фінансова архітектура являє собою синтез понять архітектури у класичному розумінні та фінансових відносин.

Окрім того, існують специфічні категорії синонімічного ряду, що також використовуються у фінансовій літературі для позначення цілісності та мають деякі спільні риси з поняттям фінансової архітектури. Так, поняття фінансового дизайну, що вводить С. Майерсом та пізніше обґрунтовується І. Івашковською, співвідноситься з поняттям фінансової архітектури як більш вузьке, проте акцент, що ставиться на цілісності та адаптивності системи до динамічних змін, безумовно, характерний і для фінансової архітектури [4, с. 114].

Таким чином, здійснивши критичний огляд тематичної літератури, вважаємо за доцільне 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 та потенціалу відтворення), її ефективність та вплив на ринкову вартість бізнесу.

З огляду на попередній досвід, вважаємо доцільним детермінувати наступні системні характеристики суб'єкта господарювання в якості складових елементів 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, в 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 з позиції грошових потоків, які генеруються суб'єктом господарювання, так і з позиції вартості його капіталу.

Отже, з метою більш повного розуміння специфіки явища фінансової архітектури вважаємо за доцільне

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 показова вибірка академічних робіт зарубіжних та вітчизняних авторів.

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

1) з одного боку, концентрація більшої частини власності в руках одного, або декількох стратегічних акціонерів (блокхолдерів) призводить до зростання їх зацікавленості в збільшенні вартості компанії, що посилює об'єктивність в процесі прийняття управлінських рішень щодо вибору джерел фінансування. В 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 леверидж;

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 призвести до часткового блокування доступу компанії до ринків капіталу і, як наслідок, до проблеми «недофінансування».

В контексті теорії агентський витрат та моделі «принципал-агент», що були розроблені М. Дженсеном та У. Меклінгом, розглядається підхід відокремлення функцій власності та контролю від управління, внаслідок чого виникає розпилений тип структури власності. В 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) гіпотеза «загальних інтересів», що полягає в тому, що з появою прав власності в руках менеджерів дохід компанії стає частиною їх доходу, що стимулює управлінців діяти в інтересах компанії. В такій ситуації не порушується принцип максимізації вартості бізнесу, зберігається об'єктивність в 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 з втратою більшої частини індивідуального доходу (приватних вигід). В такому разі менеджер знову, як і при відсутності прав власності взагалі, припиняє 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.

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.

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. Вішні говорять про корпоративного управління як про механізм поширення доступу до фінансових ресурсів, а саме зазначають, що корпоративне управління – це сукупність процесів, за допомогою яких поставщики 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, а також з метою забезпечення балансу цих інтересів. В межах такого підходу розглядаються такі інструменти стимулювання ефективності дій менеджерів, як використання компенсаційних схем, визначення привілеїв для генерального директора та інших представників топ-менеджменту, дозвіл голосування за довіреністю тощо. Така тактика може стимулювати опортуністичну поведінку менеджерів та зменшувати кредитне плече;

4) А.Н. Степанова зазначає, що задачею корпоративного управління є зменшення транзакційних видатків, 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.

Третя складова 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[15], акцентують увагу на суттєвому впливі розміру компанії на структуру фінансового капіталу.

Згідно з класичним підходом, вважається, що крупні компанії, які найчастіше організовані у вигляді акціонерних товариств, мають більш відкри-

тий 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 крупним 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 в порівнянні з крупними компаніями рівень ліквідності, що пов'язано з вищим ступенем оборотності ресурсів та, як правило, більшою часткою поточних зобов'язань;

- пріоритет в процесі прийняття фінансових рішень, яким не завжди виступає максимізація ринкової вартості бізнесу, а часто лише задоволення особистих потреб його власника.

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

- висока концентрація власності в руках акціонерів-мажоритарієв обумовлює утримання компанії від запозичень у випадку необхідності залучення додаткового капіталу, і отже, підтримку низького фінансового левериджу. 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 левериджу;

- 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 левериджу в разі необхідності залучення позичкового капіталу за умови адекватності його ціни;

- крупні компанії, що зазвичай організовані у вигляді акціонерних товариств, зважаючи на меншу фінансову обмеженість мають змогу безперешкодно залучати позичковий капітал на більш вигідних умовах в порівнянні з малими компаніями, що обумовлює високий теоретично можливий рівень їх фінансового левериджу;

- компанії акціонерні форми організації мають

змогу проводити додаткові емісії цінних паперів, що може як підвищувати їх фінансовий леверидж (в 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 левериджу буде вважатися вищим у великих компаніях акціонерної форми організації, які входять до інтегрованих структур;

- компанії з низьким рівнем фінансового левериджу повільніше коригують співвідношення між позичковим та власним капіталом, оскільки вони, як правило, зацікавлені у збереженні запасу боргового навантаження з метою протистояння можливим фінансовим потрясінням та зменшенні фінансових обмежень.

З огляду на різноманітність можливих варіацій організації бізнесу в сучасній економіці, вважаємо доцільним розглянути питання кластеризації типів фінансової архітектури на прикладі сукупності вітчизняних компаній з різними видами структурних характеристик. До вибірки досліджуваних суб'єктів господарювання увійшли компанії різних галузей економіки України, що поділяються за розміром, рівнем концентрації власності, станом корпоративного управління та значенням фінансового левериджу. Перелік зазначених компаній наведено у таблиці 1. З метою проміжної систематизації компанії були ранжировані за ознакою розміру сукупних активів як більш великі та менш великі.

Агрегування типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання можливо за допомогою побудови матриці, що демонструє різні варіації комбінування складових фінансової архітектури з використанням найбільш інформативних кількісних параметрів. Так, критерієм по вертикалі було обрано рівень концентрації власності (низький чи високий), що оцінюється як кількісний показник структури власності. Критерієм по горизонталі було обрано фінансовий леверидж (низький чи високий), який кількісно характеризує стан структури фінансування. Також кожна з чоти-

рьох областей, що утворилися шляхом перетину осей координат, поділена за видом ефективності корпоративного управління (ефективне чи неефективне) по горизонталі, та за розміром компанії, що відображає особливості організації ведення бізнесу (за вертикаллю). Побудована за такою методикою матриця кластеризації типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання з відображенням на неї компанії, що включені до вибірки, представлена на рис. 1.

Отже, кожна із сформованих зон характеризує певний агрегований тип фінансової архітектури суб'єкта господарювання та позначається відповідною аббревіатурою. Великі літери при цьому позначають високий рівень того чи іншого параметру, а маленькі – відповідно, низький.

Результати кластеризації обраних компаній за типами фінансової архітектури відповідно до стану чотирьох їх базових структурних характеристик вказують на те, що переважна більшість компаній увійшла до кластерів, які характеризуються великим розміром в поєднанні із високою концентрацією власності (перша група/перша строка). Разом з тим серед них відрізняються компанії відповідно до стану корпоративного управління та рівня фінансового левериджу. Отже:

• СОкл: неефективним корпоративним управлінням та низьким борговим навантаженням відзначилися компанії державної форми власності (Енергоатом, Укрзалізниця, Укрнафта), а також ряд великих підприємств металургійної та машинобудівельної галузі промисловості, що стабільно функціонує з радянських часів та не зазнає кардинальної модернізації (Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат, Криворізький залізрудний комбінат, Криворізький завод гірничого машинобудування тощо);

• СОКл: високий рівень корпоративного управління в поєднанні з низьким фінансовим левериджем характерний переважно для великих сучасних корпораций різних галузей економіки (Метінвест, ДТЕК, Рошен, Київстар) та окремих їх дочірніх компаній (Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча, ДТЕК Дніпроенерго, ДТЕККиївенерго) переважно металургійної та енергетичної галузі;

• СОкЛ: низький рівень корпоративного управління та високий фінансовий леверидж демонструють деякі великі державні холдинги (наприклад, Нафтогаз України), приватні виробничі та наукові об'єднання (Виробниче об'єднання «Стальконт-Сітур», Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання ім. М.В. Фрунзе), окремі підприємства-гіганти галузей важкої промисловості (Єнакіївський металургійний завод, Алчевський коксохімічний завод, Харцизький трубний завод, Дружківський машинобудівний завод тощо);

• СОКЛ: високі показники кожного з чотирьох критеріїв притаманні сучасним, інноваційним українським корпораціям, деякі з яких працюють з іноземними інвестиціями (агрохолдинг KERNEL, група компаній «Донецьксталь», корпорація Ferrexpo, агрохолдинг «АПК Інвест», корпорація KORUMGROUP тощо). Серед компаній даного кластера бачимо сільськогосподарські

Структура власності (концентрація) «С»	+ Організація (розмір) «О»	1; 4; 6; 7; 8; 9; 18; 21; 23; 27; 32; 33; 40; 45; 46	3; 5; 11; 13; 20; 22; 24; 26; 28; 29; 31; 34; 44; 48	2; 10; 25; 30; 35; 38; 39; 42; 50	12; 15; 19; 41; 49
		52; 55; 65 СОкл	56; 63; 70; 74; 75; 81; 85; 87 СОкл	53; 54; 76; 98 СОкл	58; 82 СОкл
	- Організація (розмір) «О»	17; 36 сОкл	14; 47 сОкл	37 сОкл	16; 43 сОкл
		51; 57; 59; 61; 68; 69; 71; 72; 73; 77; 78; 79; 80; 83; 84; 86; 90; 92; 99	60; 62; 64; 66; 89; 93; 94; 97; 100 сокл	67; 91 сокЛ	88; 95 сокл
		- Корпоративне управління «К»		+ Корпоративне управління «К»	
		-		+	
		Леверидж «Л»			

Рис. 1. Кластеризація типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання на прикладі 100 українських компаній з різними видами структурних характеристик

Таблиця 1

**Перелік українських компаній, що були обрані для тестування моделі кластеризації типів фінансової архітектури суб'єктів господарювання**

№	Назва компанії (більш великі)	№	Назва компанії (менш великі)
1.	ДП «Національна атомна енергогенеруюча компанія «Енергоатом»	51.	ПАТ «Дніпровагонмаш»
2.	ПАТ «Нафтогаз України»	52.	ДП «ВО ПМЗ ім. О.М. Макарова»
3.	ТОВ «Метінвест Холдинг»	53.	ПАТ «Донецький електрометалургійний завод»
4.	ДП «Укрзалізниця»	54.	ПАТ «Горлівський машинобудівник»
5.	ТОВ «ДТЕК»	55.	ПАТ «Кіровоградське рудоуправління «
6.	ПАТ «АрселормітталКривийРіг»	56.	ПАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»
7.	ПАТ «Укрнафта»	57.	ПАТ «Комсомольське рудоуправління»
8.	ПАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь»	58.	ПАТ «Дніпропетровський трубний завод»
9.	ПАТ «Північний гірничо-збагачувальний комбінат»	59.	ПАТ «Макіївкокс»
10.	ПАТ «Єнакієвський металургійний завод»	60.	ПАТ «Артемівський завод по обробці кольорових металів»
11.	ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»	61.	ПАТ «Судноплавна компанія «Укррічфлот»
12.	KERNEL HOLDING	62.	ПАТ «Донецький металургійний завод»
13.	Міжнародна Кондитерська Корпорація ROSHEN	63.	FozzyGroup / FozzyFood
14.	ПАТ «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»	64.	ПАТ «Кременчуцький сталеливарний завод»
15.	ДонецькстальГрупаКомпаній	65.	ПАТ «Веско»
16.	ПАТ «Нікопольський завод феросплавів»	66.	ПАТ «Артемівськ Вайнери»
17.	ПАТ «Мотор Січ»	67.	ПАТ «КЮЗ»
18.	ПАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	68.	ПАТ «ДТЕКПЕМ-Енерговугілля»
19.	ПАТ «Феррекспо»	69.	ПАТ «Криворізький центральний рудоремонтний завод»
20.	ПАТ «Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Дзержинського»	70.	ПАТ «Донецьккокс»
21.	ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	71.	ПАТ «Дніпрометиз»
22.	Укртелеком	72.	ПАТ «Докучаєвський флюсо-доломітний комбінат»
23.	ПАТ «ДТЕКПавлоградвугілля»	73.	ПАТ «Інтерпайп Дніпропетровський втормет»
24.	КиївСтар	74.	ПАТ «Агротон»
25.	ПАТ «Алчевський коксохімічний завод»	75.	ПАТ «Азовмаш»
26.	ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго»	76.	ПАТ «Авдіївський завод металевих конструкцій»
27.	ПАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат»	77.	ПАТ «Дніпропетровський завод металоконструкцій ім. І.В. Бабушкіна»
28.	ПАТ «Київенерго»	78.	ПАТ «Полтавхіммаш»
29.	ПАТ «Шахтоуправління «Покровське»	79.	ПАТ «Донецький завод високовольтних опор»
30.	ПАТ «Виробниче об'єднання «Стальканат-Сілур» «	80.	ПАТ «Артемівський машинобудівний завод «Вістек»
31.	ПАТ «ДТЕКЗахіденерго»	81.	ПАТ «АрселормітталБерислав»
32.	ПАТ «Криворізький залізрудний комбінат»	82.	ПАТ «Дрогобицький завод автомобільних кранів»
33.	ПАТ «Криворізький завод гірничого машинобудування»	83.	ПАТ «ДТЕКДобропільськаЦЗФ»
34.	ПАТ «Новокраматорський машинобудівний завод»	84.	ПАТ «Великоанадольський вогнетривкий комбінат»
35.	ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання ім. М.В. Фрунзе»	85.	ПАТ «Укрстальконструкція»
36.	ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	86.	ПАТ «ДТЕКОктябрськаЦЗФ»
37.	ПАТ «Азовелектросталь»	87.	ПАТ «Новокаховський завод «Укргідромех»
38.	ПАТ «Харцизький трубний завод»	88.	ПАТ «Акціонерна компанія «Південтрансенерго»
39.	ПАТ «Дружківський машинобудівний завод»	89.	ПАТ «Дрогобицький машинобудівний завод»
40.	ПАТ «ДТЕК Шахта Комсомолец Донбасу»	90.	ПАТ «Фармацевтична фабрика «Віола»
41.	АПК Інвест	91.	ПАТ «Асфальтобетонний завод «АБ Столичний»
42.	ПАТ «Азовзагальмаш»	92.	ПАТ «Конвеермаш»
43.	ПАТ «Дніпроазот»	93.	ПАТ «Луганський хіміко-фармацевтичний завод»
44.	ПАТ «Шахта імені О.Ф. Засядька»	94.	ПАТ «Світловодський завод «Спецзалізобетон»
45.	ПАТ «АВК»	95.	ПАТ «Львівський ізоляторний завод»
46.	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	96.	ПАТ «Укрхімпроект»
47.	ПАТ «Запорізький завод феросплавів»	97.	ПАТ «Луганський енергозавод»
48.	ПАТ «Ясинівський коксохімічний завод»	98.	ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»
49.	ПАТ «Корум»	99.	ПАТ «Центросталь-Домсталь»
50.	ПАТ «Стахановський вагонобудівний завод»	100.	ПАТ «Енергетичний завод «Енергетик»

холдинги, корпорації, що охоплюють металургійну, гірничу, хімічну та машинобудівельну галузі промисловості.

Компанії другої групи кластерів фінансової архітектури (друга строка у матриці) відрізняється високим рівнем концентрації власності при меншому розмірі сукупних активів. Детальніше компанії поділяються за такими кластерами:

- СокЛ: низький рівень корпоративного управління та низький фінансовий леверидж характерні для деяких компаній машинобудівельної та металургійної промисловості, промисловості будівельних матеріалів, що належать як до державного, так і до приватного секторів (Південмаш ім.О.М.Макарова, Кіровоградське рудоуправління, «Веско»)

- СоКЛ: високоефективне корпоративне управління та низький рівень боргового навантаження демонструють корпорації та окремі підприємства різних галузей економіки. Серед них мають місце представники фармакологічної галузі («Дарниця»), оптово-роздрібною торгівлі (FozzyGroup/FozzyFood), хімічної промисловості (корпорація «Донецьккокс»), сільського господарства («Агротон»), машинобудівельної промисловості («Азовмаш»), та металургії («Арселорміттал Борислав»);

- СокЛ: неефективне корпоративне управління та високий фінансовий леверидж за результатами кластеризації виявилися притаманними металургійним та машинобудівельним заводам, що здебільшого представляють собою радянський спадок (Донецький електрометалургійний завод, «Горлівський машинобудівельник», Авдіївський завод металевих конструкцій, Алчевський металургійний комбінат);

- СоКЛ: високий рівень корпоративного управління в поєднанні з високим фінансовим левериджем виявилися характерними для Дніпропетровського трубного заводу (трубна промисловість) та Дрогобицького заводу автомобільних кранів (машинобудування).

Що стосується компаній з менш концентрованою структурою власності, в Україні їх нараховується значно менша кількість, що підтверджує надконцентрованість власності вітчизняної економіки. Великий розмір компаній, поєднаний з меншим рівнем концентрації власності, що є типовим для корпоративного сектору США, представляє собою найменш заповнену групу кластерів фінансової архітектури суб'єктів господарювання (третья строка), де має місце:

- СоКЛ: низький рівень корпоративного управління та низький фінансовий леверидж продемонстровано різнопрофільною машинобудівельною корпорацією «Мотор Січ», та Крюківським вагонобудівельним заводом;

- СоКЛ: ефективне корпоративне управління та низький рівень боргового навантаження показали лише Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь» та Запорізький завод феросплавів – підприємства металургійної галузі;

- СоКЛ: високий рівень корпоративного управління та фінансового левериджу виявились характерними для металургійного підприємства «Нікопольський завод феросплавів» та хімічного промислового об'єднання «Дніпроазот».

Серед менших за рівнем концентрації власності компаній переважну більшість складають компанії, менші також і за розміром (четверта група кластерів / четверта строка), серед яких:

- сокЛ: низький рівень корпоративного управління, низький фінансовий леверидж демонструє достатню кількість компаній у вибірці, що належать здебільшого до галузей важкої промисловості

та увійшли до складу крупних вітчизняних корпорацій шляхом викупу та поглинання, наприклад Комсомольське рудоуправління (Метінвест), Макіївкокс (Донецьксталь), ДТЕКПЕМ-Енерговугілля, Інтерпайп Дніпропетровський втормет, ДТЕКДобропільськаЦЗФ, ДТЕКОктябрьська ЦЗФ тощо;

- ефективне корпоративне управління та низький рівень фінансового левериджу характерно для ряду провідних металургійних заводів (Донецький металургійний завод, Кременчуцький сталеливарний завод), енергетичних підприємств (Луганський енергозавод, завод «Енергетик»), компаній хімічної галузі (Луганський хіміко-фармацевтичний завод), заводів з виробництва будівельних матеріалів (Світлодарський завод «Спеціалізобетон»), також до цього кластеру увійшов виноробний завод «Артемівськ вайнері»;

- сокЛ: ефективне корпоративне управління, низький фінансовий леверидж демонструє лише Київський ювелірний завод та асфальтобетонний завод «АБ Столичний»;

- ефективне корпоративне управління та високий рівень боргового навантаження продемонстрували енергетична компанія «Південтрансенерго» та Львівський ізоляторний завод.

Таким чином, простежується певна закономірність відповідності компаній певних секторів та галузей економіки, їх приналежності до інтегрованих структур та особливостей ведення бізнесу до агрегованих кластерів типів фінансової архітектури. Результати дослідження вказали на надмірну концентрацію власності компаній різних секторів економіки України, здебільшого низький фінансовий леверидж, що пояснюється неефективністю ринків капіталу, та перш за все, банківського кредитування, а також низьким рівнем корпоративного управління, проте тенденцією до його підвищення в контексті інноваційного розвитку вітчизняних підприємств.

**Висновки з проведеного дослідження.** Отже, концепт фінансової архітектури представляє собою приклад ефективного застосування комплексного підходу в дослідженні фінансових рішень компанії, що дозволяє одночасно враховувати особливості різних структурних елементів суб'єктів господарювання та оцінювати їх вплив на ефективність бізнесу. Кластеризація типів фінансової архітектури підвищує ефективність прийняття рішень відносно фінансової політики компаній, комплексно враховуючи особливості усіх їх структурних характеристик. 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 якість своєрідності реалізації фінансової діяльності суб'єкта господарювання (з боку її структури, об'ємів та потенціалу відтворення), її ефективність та вплив на ринкову вартість бізнесу.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Myers S. Financial Architecture // European Financial Management. 1999. Vol. 5. – P. 133-141.
2. Barclay M., Smith K. Financial Architecture / M. Barclay, K. Smith // [Electronic resource]. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/papers.cfm?abstract\\_id=916093](http://papers.ssrn.com/papers.cfm?abstract_id=916093).
3. Брейли Р., Дженсен М. Принципи корпоративних фінансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.

4. Ивашковская И.В., Григорьева С.А., Кокорева М.С., Степанова А.Н. и др. Корпоративные финансовые решения (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала) : монография / Под науч. ред. д-ра экон. наук И.В. Ивашковской. – М. : ИНФРА-М, 2012. – 281 с. – (Научная мысль).
5. Степанова А. Н., Балкина Е. А. Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний // Корпоративные финансы. – 2013. – № 3(27). – С. 5-22.
6. Бичкова Н.В., Яровий А.Т. Моделювання впливу фінансової архітектури національних корпорацій на ефективність фінансової діяльності / Н. В. Бичкова // Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова. – 2011. – № 16. – С. 14-22.
7. Иванов М.Е. Влияние глобальных экономических кризисов на формирование и развитие национальной финансовой архитектуры // Теоретические и прикладные исследования социально-экономических систем в условиях интеграции России в мировую экономику. – Тюмень : Тюменский государственный университет, 2013. – С. 719-723.
8. Теплова Т.В., Панкова Е.В. Эмпирическое исследование влияния финансовых ограничений, определяемых раз мером компании, на инвестиционное поведение на российском рынке / Т. В. Теплова. – 2007. – № 4(22). – С. 212-226.
9. Лактионова А.А. Элементы гибкости финансовой системы / А.А. Лактионова, И. С. Чишко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2011. – № 1. – С. 659-673.
10. Григор'єв Л. Ю., Кудрявцев Д. В., Горелик С. Л. Корпоративна архітектура і її складові / Л. Ю. Григор'єв // Формування ринкової економіки в Україні. – 2011. – № 23(Ч.2). – С. 270-277.
11. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2010. – 480 с.
12. 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.
13. Fazzari Steven M. Financing Constraints and Corporate Investment / Steven M. Fazzari, Bruce c. Petersen, R. Glenn Hubbard // [Electronic resource]. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=228014](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=228014).
14. Badurry, H. (2009). The choice of corporate liquidity and corporate governance. Review of Financial Studies, 22(4), 208-229.
15. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints: [Електронний ресурс] / S. Kaplan, L. Zingales // Quarterly Journal of Economics. – 1997. – № 112. – P. 169-215. – Access mode : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=8429](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8429).

УДК 658.1:336.74

**Лиса О.М.**  
*магістр*

*Національного університету харчових технологій*

**Говорушко Т.А.**

*доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри «Фінанси»*

*Національного університету харчових технологій*

## ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ЗА ДОПОМОГОЮ МЕТОДУ ДИСКОНТУВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ

У даній статті розглянуто сутність та необхідність оцінки вартості підприємства у сучасній економіці. Висвітлено специфіку застосування на практиці концепції вартісно-орієнтованого управління на прикладі двох підприємств. Розглянуто один із методів визначення вартості підприємства, а саме: метод дисконтування грошових потоків. На його основі проведено порівняльний аналіз вартості конкретних виробничих підприємств в сучасних умовах, в результаті чого було визначено ключові фактори формування вартості бізнесу.

**Ключові слова:** вартість підприємства, методи оцінки, грошові потоки, метод дисконтування грошових потоків, чистий прибуток.

### **Лиса О.М., Говорушко Т.А. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ С ПОМОЩЬЮ МЕТОДА ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ**

В данной статье рассмотрены сущность и необходимость оценки стоимости предприятия в современной экономике. Освещена специфика применения на практике концепции ценностно-ориентированного управления на примере двух предприятий. Рассмотрен один из методов определения стоимости предприятия, а именно: метод дисконтирования денежных потоков. На его основе проведен сравнительный анализ стоимости конкретных производственных предприятий в современных условиях, в результате чего были определены ключевые факторы формирования стоимости бизнеса.

**Ключевые слова:** стоимость предприятия, методы оценки, денежные потоки, метод дисконтирования денежных потоков, чистая прибыль.

### **Lysa O.M., Hovorushko T.A. COMPARATIVE ANALYSIS OF THE VALUE OF COMPANIES USING DISCOUNTED CASH FLOW METHOD**

This article examines the nature and necessity of a company valuation in today's economy. In addition, highlights the specificity of the practical application of the concept of value-based management by the two companies. We consider a method of determining the value of the enterprise, including: discounted cash flow method. On the basis of its comparative cost analysis of specific industrial enterprises in modern conditions, resulting in identified key factors of business value.

**Keywords:** enterprise value, methods of valuation, cash flow, discounted cash flow method, the net profit.

**Постановка проблеми.** Одним із факторів сталого економічного розвитку підприємства є його вартість, оскільки вона відображає сукупну характеристику фінансових показників діяльності підприємства та забезпечує інтереси різних учасників ринкових від-

носин. Тому в сучасній економіці постає завдання підвищення вартості підприємства з метою забезпечення стабільного розвитку та його конкурентоспроможності. Актуальність дослідження полягає у поглибленні теоретичних, методичних аспектів орга-