М. І. Душак,
аспірант кафедри фінансів, банківської справи та страхування,
Сумський державний університет
ORCID ID: 0000-0002-7533-2507

DOI: 10.32702/2306-6806.2019.8.62

ТЕОРЕТИЧНЕ ПІДГРУНТЯ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВА

М. Dushak,
postgraduate student, Department of finance, banking and insurance, Sumy State University
ORCID ID: 0000-0002-7533-2507

THEORETICAL FOUNDATIONS OF FINANCIAL ARCHITECTURE OF THE COMPANY

Фінансова архітектура підприємства вимагає глибокого теоретичного обґрунтування з точки зору всіх її елементів: структури капіталу, структури власності, корпоративного управління та фінансової моделі. Всі ці елементи є тісно пов'язаними між собою і стан кожного з них є взаємообумовленим. Методологічну основу формування фінансової архітектури складають теорії, що присвячені формуванню структури капіталу підприємства, які, з одного боку, досліджують пошук оптимальної структури капіталу, а з іншого — вплив корпоративного управління на пошук оптимальної структури капіталу, а також роль інформаційної асиметрії. Враховуючи, що авторський підхід передбачає наявність такого елементу як фінансова модель, яка більшою мірою опирається на концепції, спрямовані на оцінювання та визначення параметрів розвитку фінансової архітектури, то враховані основні концепції, за якими можуть розвиватись фінансові моделі.

Financial architecture of the company requires a thorough theoretical elaboration in terms of all its elements: capital structure, ownership structure, corporate governance and financial model. All these elements are closely interconnected and the state of each of them is interdependent, which is confirmed by the established correlation between theories of capital structure and concepts of financial models with the main components of financial architecture.

The existing theories of capital structure were mapped out and it was determined that the rationale for the existence of an optimal capital structure as an element of financial architecture was made in the classical Modigliani-Miller theory, the theory of net operating income, the traditional theory, the dynamic trade-off theory and the free cash flows theory of the company. The most approximated practice of all these theories of capital structure is the dynamic trade-off theory and the free cash flows theory of the company.

From the standpoint of the role of the ownership structure in the formation of a financial company architecture and capital structure weighty role belongs to signaling theory, and the agency costs theory. The isolation of these theories is rather arbitrary, since they can also be attributed to theories that examine the impact of corporate governance. From the point of view of disclosing the importance of corporate governance and control and their role in shaping the optimal capital structure, the most significant is the agency costs theory, corporate control, market surveillance, information cascades and the pecking order theory.

Considering that the author's understanding of financial architecture includes both the basic element and the financial model used by the company, it has been determined that the most used is the concept of value based management, a balanced scorecard concept and the concept of value added. These concepts are the most popular in practice and consistent with the purposes and principles of the financial architecture, as well as fully characterize a set of determinants that determines the optimal capital structure and efficient financial architecture company.

Ключові слова: фінансова архітектура, структура власності, структура капіталу, фінансова модель, корпоративне управління.

Key words: financial architecture, ownership structure, capital structure, financial model, corporate governance.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

У сучасних економічних умовах, які характеризуються суттєвою нестабільністю функціонування фінансового сектору важливого значення набуває формування якісної фінансової архітектури підприємства (далі — ФАП).

Останнє передбачає узгоджену взаємодію всіх елементів, а саме: структури капіталу, структури власності, корпоративного управління та фінансової моделі. Всі ці чотири елементи є тісно пов'язаними між собою і стан кожного з них є взаємообумовленим. Водночас на сьогодні серед

Рис. 1. Узгодження теорій структури капіталу та концепцій фінансових моделей з основними компонентами ФАП

Джерело: складено автором.

вітчизняних досліджень відсутні обґрунтування теоретичного базису формування ФАП, що вимагає проведення системних досліджень.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

На основі проведених досліджень варто відзначити, що серед робіт науковців є ряд праць, які присвячені систематизації існуючих теорій структури капіталу підприємства. Серед них варто виокремити роботи Малиша Д.О. [1], Байстрюченко Н.О. [2], Круша П.В., Мастюка Д.О. [3], Нікітушкіної І.В., Макарової С.Г. [4] та інших. Водночас системно проблема формування теоретичних засад ФАП глибоко не досліджувалась.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті визначено формування системного теоретичного підходу щодо побудови ФАП.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Методологічну основу формування ФАП складають теорії, що присвячені формуванню структури капіталу підприємства, які, з одного боку, досліджують власне пошук оптимальної структури капіталу, а з іншого — вплив корпоративного управління на пошук оптимальної структури капіталу, а також роль інформаційної асиметрії. Враховуючи, що авторський підхід передбачає наявність такого елементу як фінансова модель, яка більшою мірою опирається на концепції, що спрямовані на оцінювання та визначення параметрів розвитку ФАП, то варто також враховувати в методології дослідження основні концепції, за якими можуть розвиватись фінансові моделі.

На основі систематизації окремих досліджень, запропоновано авторський підхід щодо узгодження існуючих теорій структури капіталу та концепцій фінансових моделей та їх взаємозв'язку з базовими елементами ФАП, як-от власне структура капіталу, корпоративне управління та контроль, структура власності та фінансова модель (рис. 1). Враховуючи існуючу систематизацію, запропоновані теорії структури капіталу також згруповано за ознакою їх статичності.

Проблема формування структури капіталу постала в центрі уваги дослідників ще з середини ХХ сторіччя, особливо після виходу основоположної статті Ф. Модільяні та М. Міллера, яка лягла в основу однієї з базових теорій формування структури капіталу [5]. З того часу активно проводяться дослідження щодо пошуку оптимальної структури капіталу, з'явилися нові напрями теорії структури капіталу, в тому числі, які досліджували вплив не лише суто фінансових моментів формування структури

капіталу, а і не фінансових, а саме: стану корпоративного управління, взаємовідносин між власниками та основними стейкхолдерами підприємства — насамперед менеджерами.

Основними теоріями, що присвячені формуванню оптимальної структури капіталу є теорія чистого операційного прибутку, традиційна теорія, теорія Міллера-Модільяні та її модифікації, які вважаються статичними теоріями структури капіталу. Характерною їх відмінністю є те, що вони мають досить низький рівень практичної придатності та мають досить суттєвий перелік обмежень, за висунення гіпотези. Але безперечною їх перевагою є те, що вони заклали фундамент у цілому для розвитку наукової теорії формування оптимальної структури капіталу. Крім того, до теорій структури капіталу, які в більшій мірі носять суто фінансовий характер, можна віднести динамічну компромісну теорію та теорії "вільних грошових потоків".

Не зважаючи на те, що теорія Міллера-Модільяні на сучасному етапі визнана як головна теорія структури капіталу, тим не менш вона не була першою, оскільки до праць М. Міллера та Ф. Модільяні була напрацьована теорія чистого операційного прибутку, автор якої Д. Дюран [6] зазначав, що рівень боргу підприємства не впливає на ринкову вартість компанії, і враховуючи, що вартість боргу була по факту значно нижче ніж вартість власного капіталу, то підприємство було зацікавлене в максимізації використання позикового капіталу. Виходячи з чого можна було припустити, що найбільш оптимальною могла бути така структура капіталу в якій майже 100 % становив борг, тобто в цьому випадку підприємство мінімізувало його вартість. Але в практичній площині такого відбутись не могло, оскільки існувала загроза банкрутства підприємства. Однак дана теорія частково відповідала тій ситуації, яка склалась в 50—60 роках ХХ сторіччя, адже в цей період найбільш значимим індикатором, що характеризував ефективність фінансового менеджменту підприємства був показник дивідендного виходу.

Стосовно традиційної теорії структури капіталу, то її авторами були Е. Соломон [7], та Дж. Уестон [8], які вважали, що оптимальна структура капіталу підприємства може бути досягнена, якщо з одного боку буде мінімізована його вартість, а з іншого — максимізована ринкова вартість підприємства. Як і автор теорії чистого операційного прибутку, в традиційній теорії також вважалось, що мінімізувати вартість капіталу можна шляхом використання більш дешевого, порівняно з власним капіталом, боргу. Водночас це можливо лише в межах певного релевантного діапазону, коли частка боргу досягає певного значення, після якого його вартість може зростати на розмір премії за ризик, пов'язаний із ймовірним банкрутством та неможливістю покрити власним капіталом сформовані боргові зобов'язання. Водночас до певного значення, яке відповідає оптимальному розміру коефіцієнта фінансового левериджу ринкова вартість компанії буде також зростати.

Найбільш наближеною до практики із всіх зазначених теорій структури капіталу є динамічна компромісна теорія [9—11]. Динамічна компромісна теорія визнає наявність цільової структури капіталу, яка відображається в цільовому значенні фінансового левериджу компанії, але при цьому важливого значення набуває доцільність та швидкість досягнення цього значення.

Водночас у роботах авторів динамічної компромісної теорії зазначається, що цільова структура капіталу існує, але підприємство повинно дати відповідь на запитання чи варто її досягати та за яких умов потрібно це робити. За умов, коли підприємство має розбіжність між фактичним та цільовим значенням левериджу виникає необхідність

до їх зрівняння, але це може відбуватись із різною швидкістю в залежності між розмахом варіації їх значень, що може супроводжуватись різним рівнем фінансових витрат. Швидкість подолання розбіжності залежить від співвідношення швидкості, з якою зростає ринкова вартість, та швидкості зростання фінансових витрат.

Стосовно теорії вільного грошового потоку, то вона з'явилась відносно недавно та запропонована в роботі Морелека Е. та інших [12] і є розвитком динамічної компромісної структури капіталу. Згідно з цим підходом саме грошові потоки підприємства, особливо потік від операційної діяльності відображає специфіку діяльності підприємства. Водночас сам грошовий потік не має зв'язку з структурою капіталу. Ця модель є спробою запропонувати комплексний підхід щодо визначення оптимальної структури капіталу, в якій фінансова політика підприємства представляється як результат компромісу між податковим коректором (щитом), агентськими конфліктами та конфліктами в контрактах. Передбачено, що фінансову політику підприємства визначають її менеджери, а агентські конфлікти мають вплив на рівень та динаміку кредитного плеча. Отже, на наш погляд, така теорія, враховуючи що вона є відносно новою та базується не лише на динамічній компромісній теорії, а і враховує теорії, що досліджували вплив корпоративного управління на структуру капіталу є найбільш наближеною до практичної діяльності.

Що стосується теорій, які визначають вплив структури власності на структуру капіталу (сигнальна теорія, теорія агентських витрат та теорія стейкхолдерів), то їх виокремлення є досить умовним, оскільки їх можна також віднести до теорій, які досліджують вплив корпоративного управління. Зокрема теорія агентських витрат виникла внаслідок того, що відбулося відокремлення власників підприємства від процесу управління, дорученого менеджерам, які досить часто мають інший погляд на формування капіталу та його обслуговування. Це лягло в основу виникнення агентських конфліктів, які найчастіше бувають між менеджерами та власниками, або власниками та кредиторами. Вперше ці проблеми були досліджені в роботі М.К. Дженсена та У.Х. Меклінга [13] та в подальшому розвинуті в роботах Харвея С.Р., Лінса К.В., Ропера Е.Х. [14].

Конфлікти, що можуть виникати між менеджерами та власниками, пов'язані з тим, що менеджери можуть бути зацікавлені в нарощенні ринкової вартості підприємства та збільшенні обсягів реінвестованого прибутку. Це спрямовано на зростання доходів власників, але, з одного боку, може бути розтягнуто в часі, а власники можуть отримати свій дохід у вигляді більшої суми дивідендних виплат вже в поточному періоді, а з іншого може відволікати кошти від вкладання їх у більш високодохідні, але водночас більш ризиковані проекти. Варто зазначити, що такі конфлікти, як правило, обумовлені захистом менеджерів своїх позицій перед власниками. Традиційно контрактом передбачається, що дохід менеджера залежить від фінансових результатів діяльності підприємства, а також зростання його ринкової вартості. Внаслідок зростання ринкової вартості може зменшуватись ризик поглинання підприємства, а отже, менеджери почуваються більш захищеними з позиції збереження свого робочого місця та доходів. Крім того, нарощення обсягів власного капіталу шляхом емісії акцій, дає можливість менеджерам або отримати додатковий дохід, або ж стати співвласником компанії, отримавши пакет акцій, в тому числі в якості бонусів. Тому виникає потреба у формуванні додаткових витрат, таких як: по-перше, витрати, пов'язані з моніторингом діяльності менеджерів, по-друге, витрати обумовлені необхідністю запобігання збитків, які можуть бути нанесені власникам підприємства в результаті дій їх менеджерів (гарантійні витрати), по-третє, витрати, які можуть відшкодовувати різницю між результатами оптимальних та фактичних рішень менеджерів.

Конфлікт між власниками та кредиторами, як правило, пов'язаний з тим, що власники по зобов'язанням перед кредиторами відповідають виключно в межах свого

внеску в підприємство, а отже, вони більш схильні перекладати свої ризики. Відповідно і менеджери, які діють в інтересах власників будуть більш схильні до реалізації більш ризикових проектів та перекладання більшої частини ризиків на кредиторів. Крім того, залежно від типу дивідендної політики, власники можуть отримувати більшу суму дивідендів тим самим зменшуючи потенційну можливість підприємства своєчасно та якісно обслуговувати сформовані боргові зобов'язання. А також менеджери в інтересах власників можуть нарощувати борг за рахунок нового позикового капіталу, тим самим нарощуючи ризик "старих" кредиторів. Враховуючи потенційну можливість виникнення таких ситуацій, відповідними контрактами між власниками та кредиторами можуть бути передбачені умови, що обмежують фінансову діяльність підприємства, особливо з дочірніми та асоційованими підприємствами, а також контролюють операційну та інвестиційну діяльність передусім через контроль заставного майна. Це може призводити до недоотримання прибутку, і як результат, зниження ринкової вартості підприємства.

З точки зору формування ФАП, ця теорія є значимою, оскільки визначає вплив не лише власників та менеджерів, а також і зовнішніх стейкхолдерів — кредиторів та інвесторів на формування структури капіталу, а також і на реалізацію фінансової стратегії та досягнення головної мети формування ефективної ФАП.

Не менш важливою для методологічного підґрунтя формування ФАП є сигнальна теорія, в якій значна роль відводиться проблемі існування асиметрії в інформації, якою володіють менеджери, та яку вони надають власникам та учасникам фінансового ринку. С. Росс як один із авторів сигнальної теорії [15], який застосував її саме з позиції визначення структури капіталу. Згідно з теорією саме менеджери володіють достовірною інформацією про перспективи подальшого розвитку підприємства, та зацікавлені в максимізації свого добробуту. Водночас С. Росс доводить, що у випадку, коли підприємство має стійкий фінансовий стан, менеджери будуть надавати достовірну інформацію, що призводитиме до зростання ринкової вартості. Якщо підприємство матиме нестійкий фінансовий стан, то для менеджерів буде вигідно надавати неправдиву інформацію, якщо вигода менеджерів буде вище витрат від банкрутства. Відповідно до цієї теорії для підприємства оптимальною структурою капіталу є така, в якій переважає власний капітал, оскільки необхідно мати певний запас фінансової міцності, який може бути використаний у випадку термінового залучення позикових коштів.

З точки зору формування ФАП, в частині структури власності як основного елементу привертає увагу робота П. Хогфельда та А. Оборенко [16]. Автори зазначають, що на формування структури капіталу безпосередній вплив має співвідношення в структурі власності мажоритарних та міноритарних акціонерів, а також на відміну від попередніх теорій, це дослідження доводить, що рішення про емісію акцій не залежить від наявності чи відсутності можливості використовувати внутрішні джерела фінансування. Вони також зазначають, що у випадку якщо власність та контроль над капіталом поєднані, то структура капіталу не має значної залежності від структури власності, але, якщо власність та контроль роз'єднані, тобто з'являються менеджери, які приймають рішення про використання власного та позикового капіталу, то в цьому випадку першочерговим джерелом фінансування стає нерозподілений прибуток, як внутрішнє джерело, а до використання зовнішніх джерел, тобто боргу, а також додаткової емісії акцій будуть вдаватись лише у випадку, коли не вистачає внутрішніх джерел фінансування.

Важливого значення для формування методологічного підґрунтя ФАП відіграють теорії, що вивчають роль корпоративного управління та контролю. Серед них найбільш поширеними є теорія ієрархій та теорія відстеження ринку. Стосовно теорії ієрархій (С. Майєрс та Н. Мейлаф [17]), то вона передбачає наявність трьох основних джерел фінансування діяльності підприємства: на

першому рівні — внутрішні джерела фінансування, в першу чергу чистий прибуток підприємства, на другому рівні — позиковий капітал, і лише на третьому — нарощення власного капіталу, шляхом емісії акцій. Характерними рисами такої теорії є наступні: по-перше підприємства завжди віддають перевагу джерелам першого рівня, і до наступних вдаються лише у випадку коли використали їх повністю, але обсягів внутрішнього фінансування було недостатньо; по-друге, підприємства зацікавлені в реалізації стабільної дивідендної політики, і встановлюють плановий коефіцієнт дивідендних виплат у відповідності до своїх інвестиційних можливостей; по-третє, за умови, що підприємству необхідно нарощення обсягів капіталу за рахунок зовнішніх джерел, то рішення щодо використання фінансових інструментів будуть прийматись в такій послідовності: спочатку емісія корпоративних облігацій, потім конвертованих облігацій і лише в крайньому випадку буде нарощуватись власний капітал. Це обумовлено формуванням відповідного ризику для власників підприємства, оскільки за умови емісії облігацій, вони не втрачають контроль над підприємством.

Згідно з цією теорією у підприємства не існує планового коефіцієнта левериджу, і він відображає потребу підприємства у зовнішніх джерелах фінансування. Ця теорія вважається досить наближеною до практичних аспектів реалізації політики формування структури капіталу менеджерами, які діють в інтересах власників. Застосування такого підходу, з одного боку, може суттєво знижувати ризики власників, а з іншого — обмежує темпи нарощення ринкової вартості компаній, тобто такий підхід може бути привабливим в умовах, коли дотримується консервативна політика фінансового менеджменту.

Стосовно теорії відстеження ринку, запропонованої Бейкером М. та Ваглером Дж. [18], то її суть зводиться до такого: сформована підприємством структура капіталу є результатом кумулятивного ефекту всіх попередніх рішень підприємства в різних сферах його діяльності, а отже, підприємство не має цільової структури капіталу, вона формується виключно під впливом поточної кон'юнктури фінансового ринку. Вважається, що найбільш сприятливим моментом для нарощення акціонерного капіталу є формування на ринку ситуації, коли ринкова ціна акцій та її справедлива (внутрішня) ціна мають розбіжність, і період, коли ринок переоцінює акції, є найбільш сприятливим з точки зору їх первинного публічного розміщення. Водночас тут може також відігравати важливу роль і асиметричність інформації — менеджери, володіючи повною інформацією, можуть здійснювати емісію, усвідомлюючи, що існує потенціал щодо нарощення ринкової вартості акцій і в перспективі. В цій теорії вагома роль відводиться здатності здійснювати досить точне прогнозування поведінки ринку та ціни акцій підприємства та контролю ринкових індикаторів.

У зв'язку з цим досить важливого значення набуває і фінансова модель, що використовується на підприємстві в процесі фінансового аналізу. Варто зазначити, що на сьогодні напрацьовані цілий ряд концепцій, які використовують різні показники, як основні індикатори фінансового стану підприємства, а отже і ефективності сформованої ФАП. Найбільш популярні серед них є концепція вартісно-орієнтованого менеджменту, концепція доданої вартості, концепція збалансованої системи показників.

Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту передбачає, що в основі фінансового менеджменту є орієнтація на інтегрований фінансовий показник — вартість підприємства. Він вбирає в себе основні традиційні показники результативності фінансової діяльності які характеризують ефективність менеджменту, а саме: рентабельність сукупних активів підприємства, рентабельність власного капіталу, рентабельність інвестицій, а також показники, що характеризують оцінку фондовим ринком діяльності підприємства — прибуток на акцію, дивідендний вихід тощо. Зазначена концепція мала на меті встановити існування взаємозв'язків між фундаментальною вартістю підприємства та його ринковою капіталізацією на основі визначення здатності підприємства створювати

акціонерну вартість шляхом оцінювання його інвестиційної та фінансової стратегії.

На думку Рапапорта А. [19], який є засновником зазначеної концепції, вона включає чотири базових компоненти: оцінювання, стратегію, фінанси та корпоративне управління. Варто зазначити, що ця концепція не лише активно використовується в практиці, а і створила підґрунтя для появи цілого ряду нових підходів щодо побудови фінансових моделей бізнесу. Зокрема це стосується концепції доданої вартості — насамперед економічної доданої вартості (EVA). Цей підхід передбачає, що висновок, про те, що підприємство отримало економічний прибуток може бути зроблений лише тоді, коли дохід відшкодовує операційні витрати, а також вартість капіталу. В такій ситуації у підприємства реально залишається частина прибутку для подальшого розвитку. Головний економічний зміст показника економічної доданої вартості EVA полягає в тому, що інвестор повинен отримати дохід у вигляді нарощеної вартості, який був адекватним та компенсував інвестиційний ризик, який в свою чергу закладений у вартості капіталу. Тобто інвестор повинен отримати дохід, який був не меншим за можливий альтернативний дохід на інвестований капітал. Цією концепцією передбачено, що рішення про інвестування капіталу повинно базуватись на порівнянні вартості капіталу та як мінімум внутрішньої ставки доходності по інвестиційному проекту, а також вартість капіталу має сприйматись як мінімально необхідний рівень рентабельності операційної діяльності.

У подальшому концепція економічної доданої вартості була розширена та отримала продовження в концепції ринкової доданої вартості (MVA) та грошової доданої вартості (CVA). На відміну від економічної доданої вартості, ринкова додана вартість, формується як різниця між вартістю підприємства та вартістю всього капіталу, що використовується, тобто при необхідно враховувати, що інвестований капітал повинен мати таку норму доходності, яка б перевищувала вартість капіталу.

Концепція грошової доданої вартості має свою відмінність від попередніх у тому, що зростання вартості підприємства повинно бути цікавим не лише для власників, а і для стейкхолдерів. Вона також опирається на формування грошових потоків підприємства від його операційної діяльності, а не на показник рентабельності інвестицій. Саме тому що в основу розрахунку закладені дисконтовані грошові потоки по операційній діяльності дана модель дозволяє більш точно визначити норму доходності підприємства. Найбільш суттєвим недоліком цього підходу є те, що він має досить високу ступінь суб'єктивності, а також складність здійснюваних розрахунків, у тому числі через врахування інфляції, та інших детермінант, які можуть впливати на вартість грошей в часі.

Досить популярною наразі є концепція збалансованої системи показників, яка була запропонована Р.С. Капланом та Д.П. Нортоном [20], на відміну від розглянутих вище така концепція є комплексною та враховує не лише фінансові показники, але і показники, що характеризують діяльність підприємства з точки зору його клієнтської бази, мотивації персоналу, внутрішніх процесів, що відбуваються на підприємстві, тобто виділено 4 групи показників — фінанси, маркетинг, персонал, виробництво. Водночас фінансові показники є вершиною такої моделі і концентрують у собі результати управління підприємством та досягненнями чи недосягненнями ним стратегічних завдань. Ця концепція наразі розглядається як інструмент підвищення економічної ефективності функціонування підприємства. Варто також зазначити, що з моменту свого виникнення зазначена концепція вдосконалюється та наразі вже представлена четвертим поколінням, яке пов'язано з переходом підприємств до цифрової економіки, та вимагає чергового перегляду набору показників, та включення цифрової еко-системи. Тобто концепція весь час доповнюється новими наборами показників.

ВИСНОВКИ

На підставі проведеного дослідження можна зробити висновок, що ФАП має глибоке теоретичне обґрунту-

вання з точки зору всіх її елементів. Водночас на фоні всіх інших елементів основним залишається структура капіталу підприємства. Систематизація існуючих теорій структури капіталу дозволила встановити, що суто формування оптимальної структури капіталу здійснено в класичній теорії Міллера-Модільяні, теорії чистого операційного прибутку, традиційній теорії, динамічній компромісній та теорії вільних грошових потоків підприємства. З позиції ролі структури власності у формуванні ФАП та структури капіталу вагома роль належить сигнальній теорії та теорії агентських витрат. З точки зору розкриття значення корпоративного управління та контролю та їх ролі у формуванні оптимальної структури капіталу найбільш значимими є теорія агентських витрат, корпоративного контролю, відстеження ринку, інформаційних каскадів та теорія ієрархій. Враховуючи, що авторське розуміння ФАП включає як базовий елемент і фінансову модель, що використовується підприємством визначено, що найбільш значимими є концепція вартісно-орієнтованого управління, збалансованої системи показників та концепція доданої вартості. Саме ці концепції є найбільш використовуваними в практичній діяльності та узгоджуються з метою та принципами побудови ФАП, а також максимально повно характеризують набір детермінант, що визначає оптимальну структуру капіталу та ефективність ФАП.

Література:

1. Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового сектору України: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08. Суми, 2019. 272 с.
2. Байстрюченко Н.О. Вплив динаміки структури капіталу на фінансово-економічні результати діяльності підприємства: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04. Суми, 2010. 212 с.
3. Круш П.В., Мастюк Д.О. Еволюція теоретичних підходів визначення сутності капіталу підприємства. Економічний вісник НТУУ "КПІ". 2015. № 12. С. 198—206.
4. Структура капитала корпорации: теория и практика. Монография. Под ред. Никитушкиной И.В., Макаровой С.Г. М.: Экономический ф-т МГУ, 2013. 128 с.
5. Modigliani, F., M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. 1958. pp. 261—297.
6. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. Conference on Research in Business Finance. 1952. pp. 215—262.
7. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values. Journal of Business. 1955. 28, № 2. pp. 213—221.
8. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions. Southern Economic Journal. 1963. 30 (1). pp. 105—112.
9. Leary M., Roberts M. R. Do firms rebalance their capital structure. Journal of Finance. 2005. 60. pp. 2575—2619.
10. Welch I. Capital structure and stock returns. Journal of Political Economy. 2004. 112, pp. 106—131.
11. Miao J. Optimal Capital Structure and Industry Dynamics. The journal of finance. 2005. Vol. LX, № 6. pp. 2575—2619.
12. Hackbarth D., Miao J., Morellec E. Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. Journal of Financial Economics. 2006. № 82. pp. 519—550.
13. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. 1976. V. 3 (4). pp. 305—360.
14. Harvey C. R., Lins K. V., Roper A. H., The effect of capital structure when agency costs are extreme. Journal of Financial Economics. № 74. 2004. pp. 3—30.
15. Ross S.A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1 (Spring, 1977), pp. 23—40.
16. Hogfeldt P., Oborenko A. Does market timing or enhanced pecking order determine capital structure? Working paper. 2005. № 072. 48 p.
17. Myers S.C., Majluf N.S., Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have. Journal of Financial Economics. 1984. 13. pp. 187—221.
18. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure. Journal of Finance. 2002. № 57. pp. 1—32.
19. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors: The New Standard for Business Performance. New York: Free Press, 1998. 184 p.
20. Kaplan, R.S. Norton, D.P. (1996), Linking the Balanced Scorecard to Strategy. California Management Review. No 39. pp. 53—79.

References:

1. Malyshe, D. O. (2019), Finansova bezpeka pidpriemstv pid vplyvom nestabilnosti finansovoho sektoru Ukrainy. [Financial security of companies under the influence of instability of the financial sector of Ukraine]. 2. ... kand. ekon. nauk: 08.00.08. Sumy, 2019. 272 p.
2. Baistriuchenko, N.O. (2010), Vplyv dynamiky struktury kapitalu na finansovo-ekonomichni rezultaty diialnosti pidpriemstva [Influence of dynamics of capital structure on the financial and economic results of enterprise's activity.]: dys. ... kand. ekon. nauk: 08.00.04. Sumy, 212 p.
3. Krush, P.V. Mastiuk, D.O. (2015), Evoliutsiia teoretychnykh pidkhodiv vyznachennia sutnosti kapitalu pidpriemstva. [The evolution of theoretical approaches to definition of enterprise capital essence] Ekonomichnyi visnyk NTUU "KPI". no 12. C. 198—206.
4. Struktura kapitala korporatsii: teoriya i praktika (2013), [Corporation capital structure theory and practice]. Monografiya. Pod red. Nikitushkinoy I.V., Makarovoy S.G. M.: Ekonomicheskii f-t MGU, 128 p.
5. Modigliani, F. Miller, M. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. pp. 261—297.
6. Durand, D. (1952), Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. Conference on Research in Business Finance. pp. 215—262.
7. Solomon, E. (1955), Economic Growth and Common Stock Values. Journal of Business.. 28, no 2. pp. 213—221.
8. Weston, J. F. (1963), A Test of Cost of Capital Propositions. Southern Economic Journal. 30 (1). pp. 105—112.
9. Leary, M. Roberts, M. R. (2005), Do firms rebalance their capital structure. Journal of Finance. no 60. pp. 2575—2619.
10. Welch, I. (2004), Capital structure and stock returns. Journal of Political Economy. no 112, pp. 106—131.
11. Miao, J. (2005), Optimal Capital Structure and Industry Dynamics. The journal of finance. Vol. LX, no 6. pp. 2575—2619.
12. Hackbarth, D. Miao, J. Morellec, E. (2006), Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. Journal of Financial Economics. no 82. pp. 519—550.
13. Jensen, M.C. Meckling, W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. V. 3 (4). pp. 305—360.
14. Harvey, C. R. Lins, K. V. Roper, A. H. (2004), The effect of capital structure when agency costs are extreme. Journal of Financial Economics. № 74. pp. 3—30.
15. Ross, S.A. (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, pp. 23—40.
16. Hogfeldt, P. Oborenko, A. (2005), Does market timing or enhanced pecking order determine capital structure? Working paper. no 072. 48 p.
17. Myers, S.C. Majluf, N.S. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have. Journal of Financial Economics. 13. pp. 187—221.
18. Baker, M. Wurgler, J. (2002), Market timing and capital structure. Journal of Finance. № 57. pp. 1—32.
19. Rappaport, A. (1998), Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors: The New Standard for Business Performance. New York: Free Press, 184 p.
20. Kaplan, R.S. Norton, D.P. (1996), Linking the Balanced Scorecard to Strategy. California Management Review. No 39. pp. 53—79.

Стаття надійшла до редакції 19.07.2019 р.