

*В. О. Семенюк,
аспірант, асистент кафедри фінансів і кредиту,
Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, м. Чернівці*

ФІНАНСОВА АРХІТЕКТУРА ЯК МЕХАНІЗМ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ КОРПОРАЦІЇ

*V. Semenyuk,
graduate student, assistant of finance and credit department Yuriy Fedkovych Chernivtsi National University, Chernivtsi*

FINANCIAL ARCHITECTURE AS A MECHANISM OF PROVIDING EFFECTIVENESS CORPORATION'S FINANCIAL ACTIVITY

Стаття присвячена пошуку теоретичної моделі, яка відображає особливості організації фінансів корпорації та враховує її основні структурні характеристики. Основними структурними характеристиками корпорації виступають: структура власності, структура капіталу, структура корпоративного управління та контролю. Інтеграція структурних характеристик корпорації в єдину систему та виявлення взаємозв'язків між ними дає можливість корпорації в процесі прийняття фінансових рішень швидше адаптуватись до змін внутрішнього і зовнішнього середовища, здійснити трансформацію окремих елементів цієї системи з метою досягнення цілей та завдань, визначених фінансовою стратегією.

Формування єдиної системи, що враховує особливості організації фінансової діяльності та взаємодію структурних компонентів, які її детермінують, стає можливим у межах застосування концепції фінансової архітектури корпорації, запропонованої С. Маєрсом. Дана концепція є інтегрованим підходом до оцінки ефективності фінансової діяльності корпорації, який дозволяє враховувати взаємозв'язки та взаємозалежності між основними компонентами фінансової архітектури, визначити характер і напрям їх впливу на показники ефективності функціонування корпорації.

The article is devoted to the theoretical model that reflects the particular organization of corporations financial activity and considers its basic structural characteristics. The main structural characteristics of the corporation are: ownership structure, capital structure, corporate governance structure and control. Integrating structural characteristics of the corporation into a single system and identify relationships between them enables corporations in making financial decisions quickly adapt to changing internal and external environment, to carry out the transformation of the individual elements of the system to achieve the goals and objectives defined financial strategy.

Forming a unified system that takes into account the financial activities of the organization and interaction of structural components that it is possible to determine within the concept of corporate financial architecture proposed S. Myers. This concept is an integrated approach to evaluating the effectiveness of corporations financial activity, which takes into account the relationships and interdependencies between the major components of the financial architecture, determine the nature and direction of their impact on the performance efficiency of the corporation.

Ключові слова: фінансова архітектура, структура власності, структура капіталу, корпоративний контроль, стейкхолдери, фінансові відносини, стилізовані моделі, корпоративне управління.

Key words: financial architecture, ownership structure, capital structure, corporate control, stakeholders, financial relations, stylized models, corporate governance.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

В умовах суспільно-політичної та фінансово-економічної нестабільності сьогодення особливої актуальності набувають механізми трансформації фінансової діяльності вітчизняних корпорацій з метою підвищення її ефективності та забезпечення стабільного функціонування корпорацій в довгостроковій перспективі.

При формуванні механізму трансформації фінансової діяльності вітчизняних корпорацій важливим є пошук фінансової моделі, що базується на основі інтегрованої взаємодії структурних компонентів корпорації, які детермінують її внутрішню будову. Така фінансова модель повинна забезпечити інтегрований підхід до оцінки фінансових рішень корпорації та враховувати взаємодію структурних компонентів, що визначають характер її фінансових відносин, які виникають в процесі фінансової діяльності.

Фінансові відносини в значній мірі детермінуються такими структурними характеристиками корпорації як структура власності, структура капіталу, структура кор-

поративного управління та контролю. Вказані структурні характеристики визначають особливості фінансової діяльності корпорації та здійснюють вплив на її ефективність.

Критичний огляд останніх досліджень вітчизняних та зарубіжних науковців у сфері корпоративних фінансів засвідчує той факт, що дослідники у своїх роботах, як правило, концентрують свою увагу лише на одній із структурних характеристик корпорації, досліджуючи вплив на ті чи інші показники ефективності функціонування корпорації.

Інтеграція структурних характеристик корпорації в єдину систему та виявлення взаємозв'язків між ними дає можливість корпорації в процесі прийняття фінансових рішень швидше адаптуватись до змін внутрішнього і зовнішнього середовища, здійснити трансформацію окремих елементів цієї системи з метою досягнення цілей та завдань, визначених фінансовою стратегією. Формування єдиної системи, що враховує особливості

організації фінансової діяльності та взаємодію структурних компонентів, які її детермінують стає можливим у межах застосування концепції фінансової архітектури корпорації.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Проблематика фінансової архітектури корпорацій є недостатньо висвітленою у працях вітчизняних та зарубіжних науковців, оскільки більшість праць у даній сфері присвячені дослідженням окремих компонентів фінансової архітектури та особливостей організації фінансів корпорацій. Серед зарубіжних науковців можна виділити праці: М. Барклі, Р. Брейлі, С. Бріггема, Р. Вишни, Г. Демсеца, Т. Долгоп'ятової, Р. Ентова, І. Івашковської, Р. Капелюшнікова, М. Кокоревої, Б. Коласа, Р. Ла Порта, Ч. Лі, Ф. Лопес де Силанеса, С. Маерса, О. Радигіна, М. Рудика, К. Сміта, А. Степанової, Д. Фінерті, Дж. Ван Хорна, А. Шляйфера та ін.

Серед вітчизняних науковців, які досліджували проблематику організації фінансової діяльності корпорації можна відзначити праці: Н. Бичкової, М. Білик, І. Бланка, І. Зятковського, В. Мельника, О. Лактіонової, А. Лук'яненко, О. Терещенка, А. Поддєрьогіна, В. Федосова, А. Федулової, С. Юрія та ін.

Відаючи належне проведеним науковим дослідженням варто зазначити, що концепція фінансової архітектури потребує подальшого розвитку з метою побудови фінансової моделі вітчизняних корпорацій та формування на цій основі механізму трансформації фінансової діяльності задля підвищення ефективності функціонування та стабільності в довгостроковій перспективі.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Основною метою даної статті є дослідження фінансової архітектури корпорації, детермінація її основних структурних компонентів, виявлення взаємозв'язку між ними та визначення характеру впливу на ефективність фінансової діяльності корпорації.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Вперше термін "корпоративна фінансова архітектура" вжив С. Маєрс у своїй промові на конференції Європейської асоціації фінансового менеджменту (EFMA) в Лісабоні в червні 1998 року. На думку С. Маєрса, фінансова архітектура (financial architecture) ширша за корпоративний контроль чи корпоративне управління окремо взяті, під фінансовою архітектурою мається на увазі суцільний фінансовий дизайн бізнесу, який включає власність (концентровану чи розпорошену), організаційно-правову форму (корпорація чи товариство), стимули, способи фінансування та розподіл ризиків між інвесторами [1, с. 138].

Категорія "корпоративна фінансова архітектура" є синтезом базових властивостей категорії "архітектура" та фінансів корпорації, що виражаються через фінансові відносини між стейкхолдерами в процесі кругообігу капіталу корпорації. Для виявлення ключових характеристик категорії "архітектура" дамо визначення цієї категорії. Згідно зі словником української мови архітектура (від лат., грец. architecture — будівничий) — мистецтво проектування, спорудження та художнього оздоблення будов, будівельне мистецтво, характер та стиль будови [2, с. 65]. Як бачимо з наведеного визначення, базовими властивостями категорії "архітектура" є спосіб, характер та стиль певної будови. В контексті "корпоративної фінансової архітектури" — це спосіб і характер побудови та організації фінансових відносин корпорації.

З точки зору теорії фінансів, фінансові відносини — це розподільні відносини, які виникають у відтворювальному циклі на стадії розподілу, безпосередньо пов'язані з розподілом і перерозподілом валового внутрішнього продукту та за допомогою розподілу впливають на всі інші стадії відтворювального циклу (виробництво,

обмін, споживання) [3]. З позиції корпоративних фінансів фінансові відносини — це розподільні відносини, які виникають в процесі кругообігу капіталу, вкладеного в корпорацію; вони пов'язані з рухом вартості, який відображається в грошових потоках та виражений в грошовій формі. Фінансова архітектура по суті є інституціональною структурою корпорації, в межах якої будуються її фінансові відносини.

Специфіка трактування фінансової архітектури, що запропонована С. Маєрсом, на наш погляд дозволяє під іншим кутом оцінювати якість фінансових рішень та ефективність функціонування корпорації, оскільки передбачає відмову від використання фрагментарних стилізованих моделей (stylized models) фінансових рішень. Стілізовані моделі фінансових рішень, як правило, виокремлюють лише один окремий вид структурних характеристик корпорації та визначають характер його впливу на показники її ефективності.

Проте в реальності даний підхід є обмеженим до практичного застосування, оскільки передбачає побудову безлічі різних моделей в залежності від характеру виявленого взаємозв'язку між відповідними структурними характеристиками корпорації та показниками ефективності її функціонування. Крім того, втратили актуальність підходи, що базуються на пошуку критеріїв оптимізації щодо окремих фінансових аспектів діяльності корпорації. У зв'язку з цим зростає значення і роль концепції "фінансової архітектури" С. Маєрса, як особливої системної конструкції, що дозволяє врахувати взаємозалежності та взаємозв'язки між основними її компонентами та виявити їх індивідуальний та комплексний вплив на ефективність функціонування корпорації. Концепція фінансової архітектури С. Маєрса є інтегрованим підходом до оцінки ефективності діяльності корпорації

На думку Івашковської І.В., Степанової А.Н., Кокоревої М.С., є декілька причин того, що архітектура компанії і її бізнесу є фінансовою. По-перше, вона охоплює три ключові структури — капіталу, власності та корпоративного управління. Саме вони здійснюють суттєвий вплив на інвестиційні ризики, формуючи як унікальні ризики компанії, так і її схильність до систематичних (ринкових) ризиків.

Останні дві характеристики (структура власності і корпоративне управління) визначають методи узгодження інтересів різних видів власників, регулюють конфлікти інтересів між власниками і менеджментом, при цьому від структури капіталу на пряму залежить ризик неплатоспроможності і наростання витрат фінансової неспроможності.

По-друге, відмічені вище компоненти фінансової архітектури (структура власності та корпоративного управління) визначають процедури і механізми прийняття рішень стратегічного спрямування і механізмів його реалізації через стратегічну програму компанії. Саме тому вони визначають характер розподілу потоків вільних грошових коштів в компанії [4, с. 14].

Фінансова архітектура залежить від адекватності інформації (включаючи фінансові звіти і аналіз цінних паперів), захищеності інвесторів, людського капіталу, який займається питаннями фінансів, юридичної сили контрактів та законодавчого регулювання загалом. Фінансова архітектура адаптується для підтримки співінвестування людського та фінансового капіталу, вона формує об'єктивні стимули для обох типів інвестицій і забезпечує адекватний розподіл доходів. Фінансова архітектура призначена для максимізації вартості відносно зовнішніх фінансових інвесторів [1, с. 139—140].

Концепція фінансової архітектури С. Маєрса дозволяє простежувати взаємозв'язок та виявляти взаємовплив між фінансовим та інтелектуальним (людським) капіталом, вибудовувати адекватне конкретним умовам співвідношення між ними. Вона акцентує особливу увагу на динамічний характер процесів, що відбуваються в



Рис. 1. Взаємозв'язки між основними компонентами фінансової архітектури корпорації згідно з концепцією С. Маерса

Джерело: побудовано автором на основі [1; 4; 5].

сучасній корпорації, при цьому сама фінансова архітектура та її структурні елементи є адаптивними до впливу внутрішніх та зовнішніх чинників.

На думку С. Маерса, пріоритетного значення набуває вивчення фінансової організації корпорації, дослідження методів, які використовуються для адаптації до змін, що відбуваються в конкурентному середовищі та на ринках капіталу [1, с. 140]. Фінансова архітектура частково пов'язана з корпоративним управлінням (хто керує бізнесом?), частково з корпоративним контролем (як досягти того, щоб менеджери діяли в інтересах акціонерів?). Але попри це вона також пов'язана з правовою формою організації компанії (корпорація чи товариство), джерелами фінансування (акціонерний чи приватний власний капітал), взаємовідносинами із фінансовими інститутами [5, с. 895].

Варто зазначити, що існують і інші погляди на сутність категорії "корпоративна фінансова архітектура". Наприклад, М. Барклі і К. Сміт ототожнюють термін "фінансова архітектура" з структурою фінансування і розглядають його в контексті залучення позикового капіталу, при цьому доходять висновку, що основною детермінантою, яка визначає особливості фінансової архітектури корпорації, є її інвестиційні можливості [6, с. 8—9]. На основі проведених досліджень автори зазначають, що компанії з вищим коефіцієнтом співвідношення ринкової до балансової вартості (компанії, які ростуть) менше використовують позикового капіталу ніж компанії з низьким коефіцієнтом (зрілі компанії).

Крім цього, вони доходять до висновку, що розмір компанії має систематичний ефект на її фінансову архітектуру, оскільки у великих та малих компанії різні можливості щодо доступу до ринку позикового капіталу, при цьому невеликі компанії мають доступ до короткострокового банківського кредитування, в той час як великі мають можливість залучати державні кредити і довгостроковий борг.

Вітчизняні науковці Лактіонова О.А. та Лук'яненко А.С. визначають 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, обсягів та потенціалу відтворення), її ефективність та вплив на ринкову вартість бізнесу [7, с. 72].

У дисертаційному дослідженні Бичкової Н.В. обґрунтовано дефініцію фінансової архітектури корпо-

рації як сукупності взаємопов'язаних компонентів — структурних характеристик корпорації таких, як організаційно-правова форма, структура капіталу, структура власності, корпоративне управління, що визначають будову фінансів корпорації і є інструментом підвищення ефективності фінансової діяльності суб'єкта господарювання у контексті розробки відповідної фінансової політики щодо досягнення стратегічних цілей такої діяльності з урахуванням сукупності зовнішніх та внутрішніх чинників розвитку корпорації [8].

Особлива цінність визначення фінансової архітектури корпорації як основи організації її фінансів виявляється у процесі побудови комплексної моделі взаємозв'язку основних структурних характеристик компанії із ефективністю її

фінансової діяльності. Використання такого інтегрованого підходу дозволяє оцінити сукупний вплив окремих системо-утворюючих компонентів організації на результати її фінансової діяльності та виявити найбільш суттєві чинники, що забезпечують досягнення стратегічних фінансових цілей компанії [9, с. 15].

З метою наочного відображення взаємозв'язків між основними структурними компонентами фінансової архітектури побудуємо рисунок 1, на якому схематично відобразимо взаємозв'язок між базовими структурними характеристиками та їх вплив на ефективність фінансової діяльності корпорації. Як було зазначено вище основними структурними компонентами фінансової архітектури є структура власності, структура корпоративного управління та контролю і організаційно-правова форма. Крім цього, до системи фінансової архітектури входять стимули та ризики, які виступають індикаторами, що визначають якість фінансової архітектури. Для повнішого розуміння сутності "фінансової архітектури корпорації" розглянемо детальніше компоненти фінансової архітектури, визначимо, які взаємозв'язки та взаємовпливи між ними існують.

Від організаційно-правової форми залежить специфіка організації фінансів корпорації, що обумовлюється відмінностями, які існують між різними організаційно-правовими формами в процесі формування статутного капіталу та реалізації прав власності і контролю щодо корпорації.

Структура власності — компонент фінансової архітектури, який детермінує відносини власності стосовно корпорації та визначає розподіл власності між окремими групами інвесторів корпорації. Теоретико-емпіричні дослідження структури власності присвячені як правило впливу концентрації власності, пропорцій її розподілу між окремими категоріями інвесторів (приватні інвестори, інституційні інвестори, менеджери держави та ін.) на ефективність функціонування корпорації.

Структура капіталу — компонент фінансової архітектури корпорації, який детермінує співвідношення між окремими складовими капіталу корпорації. В межах теорій та концепцій структури капіталу досліджується вплив різних комбінацій джерел фінансування корпорації на ефективність її функціонування. Більшість досліджень присвячені пошуку рішень щодо оптимізації структури капіталу та виявленню факторів, що визначають різну комбінацію власного та позикового капіталу і дозволяють максимізувати ринкову вар-

тість корпорації. Від структури капіталу напряму залежать ризики неплатоспроможності та особливості розподілу фінансових ризиків між окремими категоріями інвесторів корпорації.

Структура управління — компонент фінансової архітектури, який детермінує розподіл повноважень у сфері прийняття фінансових рішень корпорації. Р. Брейлі та С. Маєрс у книзі "Принципи корпоративних фінансів" визначають корпоративне управління як владні повноваження здійснювати інвестиції та приймати рішення щодо фінансування [5, с. 895].

Ще одним важливим компонентом фінансової архітектури корпорації, який пов'язаний із структурою управління та реалізацією прав власності інвесторів, є корпоративний контроль. Під корпоративним контролем розуміється роль ради директорів, право акціонерів на голосування, боротьба за голоси акціонерів та всі інші засоби, якими власники можуть впливати на прийняття важливих рішень в корпорації.

Проте економісти використовують термін "контроль" у більш широкому сенсі, включаючи в це поняття будь-які механізми, які спонукають менеджерів працювати в інтересах корпоративних власників. Досконала система корпоративного контролю створює для менеджерів всі необхідні стимули для максимізації вартості. Така система повинна гарантувати, що у випадку, коли компанія реалізує інвестиційні можливості з позитивною чистою теперішньою вартістю, інвесторам будуть виплачені належні їм гроші. Така система наділяє менеджерів та інших задіяних осіб справедливою винагородою за працю, проте виключає необгрунтовані привілеї та пільги.

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

Визначивши зміст основних компонентів "фінансової архітектури корпорації" на основі критичного аналізу підходів, що сформовані вітчизняними та зарубіжними науковцями, можна виділити наступні її властивості:

- категорія фінансової архітектури визначає особливості побудови фінансових відносин, що виникають між різними групами стейкхолдерів в процесі функціонування корпорації;

- фінансова архітектура є фінансовою моделлю бізнесу корпорації, що поєднує різні структурні характеристики в єдину систему;

- характер взаємозв'язків між окремими елементами фінансової архітектури корпорації впливає на її якість та ефективність прийняття і реалізації фінансових управлінських рішень;

- між фінансовою політикою і фінансовою структурою корпорації є двосторонній взаємозв'язок: з одного боку, фінансова архітектура визначає фінансову стратегію і тактику та формує фінансову політику корпорації, а з іншого — сама фінансова політика, що реалізується через прийняття фінансових рішень, в значній мірі детермінує фінансову архітектуру корпорації та визначає траєкторію її трансформації;

- фінансова архітектура є динамічною і адаптивною системою, яка трансформується відповідно до змін внутрішнього і зовнішнього середовища.

Базуючись на результатах проведеного дослідження можна сформулювати наступне визначення: "фінансова архітектура корпорації — це інтегрована динамічна система, що детермінує характер фінансових відносин корпорації на основі взаємодії та взаємозв'язку основних структурних компонентів, що формують її внутрішню будову та впливають на ефективність фінансової діяльності через фінансові рішення, які приймаються в корпорації". У наведеному визначенні враховані основні характеристики та властивості, що притаманні фінансовій архітектурі корпорації.

Варто зазначити, що на сьогоднішній день у наукових працях немає однозначного трактування характеру

впливу фінансової архітектури на ефективність фінансової діяльності корпорації, оскільки результати проведених досліджень досить часто носять суперечливий характер. Разом з тим існує потреба у вивченні впливу та взаємозв'язків окремих компонентів фінансової архітектури корпорації, що обумовлює необхідність подальших досліджень в даному напрямку.

Література:

1. Myers S. Financial Architecture / S. Myers // European Financial Management. — 1999. — Vol. 5. — P. 133—141
2. Словник української мови в 11 томах. — Том 1. — 1970.
3. Фінанси: підручник / За ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. — 2-ге вид. переробл. і доповн. — К.: Знання, 2012. — 687 с.
4. Івашковська І.В., Степанова А.Н., Кокорєва М.С. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: монография. — М.: Инфра-М, 2013. — 238 с.
5. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2008. — 1008 с.
6. Barclay M.J., Smith C.W. Financial Architecture: Leverage, Maturity, and Priority // Journal of Applied Corporate Finance. — 1996. — №4. — P.4—17
7. Лактіонова О.А. 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.
8. Бичкова Н.В. Вплив фінансової архітектури національних корпорацій на ефективність фінансової діяльності: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. ек. наук: спец. 08.00.08 "гроші, фінанси і кредит" / Бичкова Наталя Володимирівна. — Київ, 2012. — 22 с.
9. Бичкова Н.В. Моделювання впливу фінансової архітектури національних корпорацій на ефективність фінансової діяльності / Н.В. Бичкова, А.Т. Яровий // Вісник ОНУ ім. Мечникова. — 2011. — № 20. — С. 14—23.

References:

1. Myers, S. (1999), "Financial Architecture", European Financial Management, vol. 5, pp. 133—141.
2. Slovyk ukrains'koi movy v 11 tomakh.-tom 1, 1970
3. Yuriy, S.I. and Fedosov, V.M. (2012), Finansy: pidruchnyk [Finance: textbook], 2-nd ed, Znannia, Kyiv, Ukraine.
4. Ivashkovs'ka, I.V. Stepanova, A.N. Kokorieva, M.S. (2013), Fynansovaia arkhytektura kompanyj. Srvaynytel'nye yssledovanya na razvytykh y razvyvaiuschykhsia rynkakh [Companies Financial Architecture. Comparative studies in developed and emerging markets], Infra-M, Moskva, Russia
5. Brejly, R. and Majers, S. (2008), Pryntsyvy korporatyvnykh fynansov [Principles of Corporate Finance], Olimp-Biznes, Moskva, Russia
6. Barclay, M.J. and Smith, C.W. (1996), "Financial Architecture: Leverage, Maturity, and Priority", Journal of Applied Corporate Finance. 1996, vol. 4, pp. 4—17.
7. Laktionova, O.A. Luk'ianienko, A.S. (2014), "Clustering architecture types of financial entities in Ukraine," Naukovyj visnyk Khersons'koho derzhavnoho universytetu, vol. 5, pp. 71—77.
8. Bychkova, N.V. (2012), "The impact of the financial architecture of national corporations on the efficiency of financial activity" Ph.D. Thesis, money, finance and credit, European University, Kyiv, Ukraine.
9. Bychkova, N.V. (2011), "Modelling the impact of financial architecture of national corporations on the efficiency of financial activity", Visnyk ONU im. Mechnykova, vol. 20, pp. 14—23.

Стаття надійшла до редакції 02.09.2015 р.