

**Вищий навчальний заклад  
«НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ»**

**Факультет економіки та інформаційних технологій**

# **КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА**

Рівень вищої освіти – другий (магістерський)  
спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

**на тему  
«ФІНАНСОВА БЕЗПЕКА ПІДПРИЄМСТВ  
ПІД ВПЛИВОМ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФІНАНСОВОГО  
СЕКТОРУ УКРАЇНИ»**

*Здобувача вищої освіти* заочної форми  
навчання

\_\_\_\_\_ Нагорний Олександр Віталійович  
(підпис) (прізвище, ім'я, по батькові)

***Науковий керівник***

\_\_\_\_\_ доктор економічних наук, професор  
(вчений ступінь, наукове звання (доцент, професор))

\_\_\_\_\_ Єрохін Сергій Аркадійович  
(підпис) (прізвище, ім'я, по батькові)

***Завідувач кафедри фінансів, обліку та  
фундаментальних економічних дисциплін***

\_\_\_\_\_ кандидат економічних наук, доцент  
(вчений ступінь (к.е.н., д.е.н.), наукове звання)

\_\_\_\_\_ Сугак Тетяна Михайлівна  
(підпис) (прізвище, ім'я, по батькові)

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	- 3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ .....	- 6
1.1. Структурно-декомпозиційний аналіз дефініції «фінансова безпека підприємства».....	- 6
1.2. Фінансова архітектура підприємства як основа його фінансової безпеки .....	- 23
1.3. Теоретичні засади впливу фінансового сектору на фінансову безпеку підприємства .....	- 32
Висновки до розділу 1.....	- 46
РОЗДІЛ 2. ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ ПІД ВПЛИВОМ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ .....	- 49
2.1. Сучасний стан та тенденції розвитку фінансового сектору економіки України .....	- 49
2.2. Аналіз фінансового стану підприємств реального сектору економіки .....	- 64
2.3. Оцінювання рівня фінансової безпеки підприємств через призму їх фінансової стійкості .....	- 79
Висновки до розділу 2.....	- 91
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ .....	- 95
3.1. Оцінювання фінансової безпеки підприємств через призму фінансової архітектури .....	- 95
3.2. Обґрунтування економіко-математичного моделювання визначення стану фінансової безпеки підприємств .....	- 108
3.3. Економіко-математичне моделювання рівня фінансової безпеки підприємств України .....	- 114
Висновки до розділу 3.....	- 124
ВИСНОВКИ.....	- 127
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	- 130

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** Внаслідок стрімкого розвитку фінансових технологій, інфраструктури та відкритості фінансово-економічних систем, фінанси почали відігравати провідну роль в економічних відносинах, посилюючи розрив між матеріально-речовими та фінансовими потоками. Це обумовило трансформацію фінансової системи і фінансового капіталу з посередника, обслуговуючого відтворення, на ключовий фактор, що його визначає. Зростання та розвиток фінансових ринків провокує виникнення диспропорцій, які стають джерелом нестабільності загальносвітового рівня, загострюють критичні суперечності в економіці, порушують відтворювальний процес і в кінцевому підсумку впливають на фінансову безпеку кожного підприємства.

Фінансова безпека підприємства є обов'язковою умовою успішного розвитку національного бізнесу, забезпечення модернізації економіки, підвищення її стійкості при циклічних коливаннях та кризових явищах. Вона виступає інтегрованим результатом його діяльності, сформованим під впливом факторів національної та глобальної господарських систем. Врахування сприятливих факторів і нейтралізація негативних забезпечує стійкість довгострокового функціонування компанії, збільшення її виручки і рентабельності, оптимізацію вартості бізнесу, розвиток інноваційної діяльності, реалізацію ефективних інвестиційних проектів.

Фінансова система України, як країни з малою економікою відкритого типу особливо гостро відчуває вплив світової турбулентності. Суттєва незбалансованість світових фінансових ресурсів, їх значний відрив від реального сектору економіки призводить до формування перманентних фінансових криз, що породжує внутрішню нестабільність фінансового сектору економіки, відсутність довіри до банківської системи та зниження попиту на кінцеву продукцію, наслідком чого є зниження рівня фінансової безпеки підприємств (далі – ФБП). В таких умовах забезпечення ФБП набуває важливого значення не лише для формування фінансової безпеки держави, а і для захисту фінансових інтересів їх власників, та інших стейкхолдерів-менеджерів, співробітників, контрагентів, банків та інших фінансових установ.

**Аналіз останніх публікацій і досліджень.** В Україні проблематика забезпечення ФБП знаходиться в центрі уваги широкого кола науковців таких як Бланк І.О., Виговська Н.Г., Єрмошенко М.М., Кривовяз М.А., Коробов В.В.,

Ляшенко О.М., Нагайчук В.В., Підхомний О.М., Сусіденко О.В., Чеберяко О.В. та інших. Водночас, досить часто ФБП порівнюють з фінансовим станом підприємства, що на наш погляд є не зовсім доречним, оскільки ФБП визначається сформованою на підприємстві фінансовою архітектурою, яка значною мірою залежить від стану фінансового сектору країни. Дослідження стану останнього та його впливу на підприємства реального сектору економіки знайшло своє відображення в роботах як вітчизняних так і зарубіжних науковців Д. Блума, І. Благуна, Ю. Коваленко, М. Корнєєва, Р. Левайна, А. Семенова, К. Федермаєра, Дж. Фінка, П. Хейса І. Школьник.

Проте, віддаючи належне існуючим науковим доробкам вітчизняних та зарубіжних дослідників з даної проблематики, необхідно відмітити, що існує потреба в подальшому розвитку та поглибленні сучасних теоретико-методичних підходів та практичних рекомендацій щодо забезпечення ФБП, враховуючи перманентну нестабільність фінансового сектору економіки.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є удосконалення теоретичних засад та науково-методичних підходів до формування ФБП в умовах нестабільності фінансового сектору економіки.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних **завдань**:

- розвинути концептуальні засади формування системи ФБП на основі її структурно-декомпозиційного аналізу;
- обґрунтувати взаємозв'язок між фінансовою архітектурою підприємства та його фінансовою безпекою;
- поглибити теоретичний базис впливу фінансового сектору на ФБП;
- оцінити сучасний стан та тенденції розвитку фінансового сектору України;
- проаналізувати фінансовий стан підприємств реального сектору економіки з позиції забезпечення їх фінансової безпеки;
- визначити рівень ФБП через використання показників фінансової стійкості;
- оцінити рівень ФБП через призму фінансової архітектури;
- розробити та обґрунтувати науково-методичний підхід щодо визначення стану та динаміки патернів ФБП;
- здійснити індивідуальне та інтегральне оцінювання рівня ФБП на основі запропонованого науково-методичного підходу.

**Об'єктом дослідження** є економічні відносини, що виникають у процесі забезпечення ФБП в умовах нестабільного розвитку фінансового сектору

України.

**Предметом дослідження** є науково-методичне забезпечення формування та оцінювання ФБП в умовах нестабільного розвитку фінансового сектору України.

**Методи дослідження.** Методологічну основу кваліфікаційної роботи складають фундаментальні положення теорії фінансів, грошей і кредиту, корпоративних фінансів, теорії структури капіталу підприємств, а також теоретичний доробок вітчизняних та зарубіжних вчених, присвячений проблемам забезпечення ФБП та розвитку фінансового сектору.

**Інформаційною базою** кваліфікаційної роботи є законодавчі та нормативно-правові акти, що регламентують засади функціонування корпоративних фінансів та фінансового ринку; звітні і статистичні дані Державної служби статистики України, фінансова і статистична звітність підприємств за даними Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України, матеріали офіційних сайтів підприємств та наукові публікації вітчизняних і зарубіжних вчених з питань формування ФБП та функціонування фінансового ринку.

**Наукова новизна результатів дослідження** полягає в удосконаленні науково-методичних підходів до формування ФБП під впливом нестабільності функціонування фінансового ринку.

**Практичне значення одержаних результатів** кваліфікаційної роботи полягає в тому, що основні наукові положення дослідження доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій щодо забезпечення фінансової безпеки підприємств.

**Публікації.** Основні положення та висновки кваліфікаційної роботи опубліковані у наукових працях: 1 стаття у наукових фахових виданнях України, що включені до міжнародних наукометричних баз).

**Структура кваліфікаційної роботи** складається зі вступу, трьох розділів, висновку та списку використаних джерел. Загальний обсяг тексту роботи складає 129 сторінок друкованого тексту. Зміст роботи проілюстровано 16 таблицями, 26 рисунками, список використаних джерел – 90.

## РОЗДІЛ 1

# ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ

### 1.1. Структурно-декомпозиційний аналіз дефініції «фінансова безпека підприємства»

ФБП є складовим елементом та фундаментом для формування фінансової безпеки держави. Саме ситуація, яка складається на мікрорівні, визначає рівень фінансової безпеки держави, адже чим більше суб'єктів господарювання мають високий рівень фінансової безпеки, здатні своєчасно та в повному обсязі виконувати свої фінансові зобов'язання, в тому числі перед іншими суб'єктами господарювання та працівниками, протистояти негативному впливу ендогенних факторів та поглинати зовнішні шоки, тим більш високий рівень фінансової безпеки держави буде сформовано. Дослідженню дефініції «фінансова безпека» останнім часом приділяється значна увага в першу чергу на макроекономічному рівні, оскільки більшість досліджень присвячена фінансовій безпеці держави. В зв'язку з цим набуває актуальності питання щодо визначення сутності, місця та ролі фінансової безпеки підприємства в системі фінансової безпеки держави.

Місце ФБП в системі фінансової безпеки держави можна визначати поперше, виходячи із складових елементів фінансової системи держави, яка передбачає наявність сфер державних фінансів, фінансів населення, фінансів суб'єктів господарювання, по-друге, використовуючи систему національних рахунків, зокрема фінанси державного сектору, фінанси нефінансових корпорацій (реального сектору), фінансів фінансових корпорацій (фінансового сектору), фінансів інших секторів. Всі сектори або сфери взаємодіють між собою, а отже в межах кожної сфери фінансової системи доцільно розглядати сутність фінансової безпеки. Розглядаючи сферу фінансів суб'єктів господарювання доцільно розмежовувати фінансову безпеку суб'єктів господарювання реального сектору економіки та фінансового сектору, оскільки їх фінансова діяльність має суттєві відмінності та генерує дещо по різному види фінансових ризиків.

Слід зазначити, що фінансова безпека є складовою економічної безпеки як на макро-, так і на мікрорівні. В свою чергу економічна безпека є складовим

елементом національної безпеки вже на рівні держави.

Що стосується самого поняття «безпека», на ньому не будемо суттєво загострювати увагу, зазначимо лише, що на наш погляд, досліджувати безпеку об'єкта необхідно у взаємозв'язку з іншими об'єктами системи, виявляючи причинно-наслідкові взаємодії, тобто фінансову безпеку на рівні держави не можна розглядати відокремлено від стану фінансової безпеки інших держав, стану світового фінансового ринку, а ФБП необхідно досліджувати системно, враховуючи фінансовий стан інших підприємств, які реально, або потенційно можуть бути конкурентами та контрагентами. Крім того, ФБП реального сектору економіки не можливо об'єктивно оцінити, не враховуючи стан фінансового сектору України та фінансового ринку.

Перш ніж визначати місце та роль необхідно з'ясувати сутність ФБП. Необхідно підкреслити, що серед вітчизняних науковців немає єдиного усталеного підходу щодо даної дефініції. Вагомий внесок у дослідження даного питання зробив Бланк І.О., на думку якого «ФБП слід розглядати як «кількісно і якісно детермінований рівень фінансового стану підприємства, що забезпечує стабільну захищеність його пріоритетних збалансованих фінансових інтересів від ідентифікованих реальних і потенційних загроз зовнішнього і внутрішнього характеру, параметри якого визначаються на основі його фінансової філософії і створюють необхідні передумови фінансової підтримки його стійкого зростання в поточному і перспективному періоді» [9]. Таке визначення певною мірою корелює з законодавчим визначенням національної безпеки в частині реальних та потенційних загроз, але використання поняття «фінансовий інтерес» є дещо поверхневим.

Ще цілий ряд науковців визначають ФБП саме як стан, маючи відмінності в частині «фінансовий стан», або «стан фінансових ресурсів», зокрема Кириченко О.А визначає ФБП як «такий стан фінансових ресурсів, за якого забезпечується ефективна (прибуткова) діяльність, захист його фінансових інтересів та здатність зберігати свою ліквідність і платоспроможність та фінансові можливості під впливом різного роду небезпек і загроз» [25].

К.С. Горячева та М.М. Єрмошенко [18] під фінансовою безпекою підприємства розуміють також «фінансовий стан, який характеризується, по-перше, збалансованістю і якістю сукупності фінансових інструментів, технологій і послуг, котрі використовуються підприємством, по-друге, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх загроз, по-третє, здатністю фінансової системи підприємства забезпечувати реалізацію власних фінансових інтересів,

місії і завдань достатніми обсягами фінансових ресурсів, по-четверте, забезпечувати ефективний і сталий розвиток цієї фінансової системи».

На думку Васькової Ю.І. ФБП визначається як «рівень і структура фінансів підприємства, стан захищеності фінансових ресурсів підприємства від реальних і потенційних загроз, що дозволяють йому досягти стану економічної безпеки, стабільної господарської діяльності та ефективного розвитку. Досягнення стану фінансової безпеки можливо шляхом запобігання ймовірних внутрішніх і зовнішніх загроз, а також за допомогою ефективною ліквідації наслідків негативного впливу загроз, що реалізувалися» [13].

До цієї групи науковців доцільно віднести і визначення ФБП Коробовим В.В. як таке, яке «відображає граничний рівень його фінансового захисту від реальних і потенційних загроз зовнішнього і внутрішнього характеру, який визначається кількісними і якісними параметрами його фінансового стану, з урахуванням формування комплексу пріоритетних фінансових інтересів і створення системи необхідних фінансових передумов сталого зростання і розвитку в короткостроковому і довгостроковому періоді за умови постійного моніторингу фінансової безпеки і формування комплексу превентивних і контрольних заходів» [32].

Таким чином, можна виділити перший підхід в розумінні дефініції ФБП, а саме, як певний фінансовий стан підприємства, і далі окремі уточнення, які до речі мають суттєві розбіжності, що стосується як переліку показників чи їх груп, здатність захищати фінансові інтереси, можливість самостійної розробки фінансової стратегії.

Дещо відмінним, хоча і близьким є визначення ФБП Підхомного О.М. «з фінансової точки зору, це (фінансова безпека) виявляється у стабільних, або таких, що мають тенденцію до зростання основних фінансових показників діяльності фірми (власний капітал, обсяг річного обороту, прибуток, рентабельність). У них відображаються загальні результати забезпечення безпеки з організаційної, правової, інформаційної і власне фінансової точок зору. Тут можна використати такі критерії як відсутність штрафів, санкцій з боку державних органів за порушення законодавства (наприклад податкового, антимонопольного), відсутність операцій із несумлінними контрагентами» [41]. Тобто ФБП розглядається як показники, у яких відображаються результати забезпечення безпеки, на нашу думку таке визначення є не зовсім коректним, адже наведені показники за змістом є фінансовими, а представляються як результати точок зору, в тому числі фінансової.



Сутність ФБП Кракос Ю.Б. та Разгон Р.О. практично ототожнюють з розробкою та реалізацією фінансової стратегії підприємства, оскільки визначають як «здатність підприємства самостійно розробляти і проводити фінансову стратегію, відповідно до цілей корпоративної стратегії, в умовах невизначеного конкурентного середовища. Тобто фінансова безпека характеризується таким станом підприємства, який забезпечує:

- 1) Фінансову рівновагу, стійкість, платоспроможність і ліквідність підприємства в довгостроковому періоді;
- 2) Потреби підприємства у фінансових ресурсах для стійкого розширеного відтворення підприємства;
- 3) Достатню фінансову незалежність підприємства;
- 4) Достатню гнучкість при ухваленні фінансових рішень;
- 5) Захищеність фінансових інтересів власників підприємства» [33].

В даному випадку необхідно підкреслити, що не зважаючи на ув'язування поняття ФБП з розробкою фінансової стратегії, тим не менш, в результаті маємо визначення через фінансовий стан підприємства.

Ще одна група науковців зосереджує визначення ФБП навколо захищеності від загроз. Це також достатньо розповсюджена думка, як і щодо визначення ФБП як стану. На користь такого трактування говорить те, що саме поняття безпека апріорі пов'язане із загрозами, адже завдання захищати інтереси чи визначати стан передбачає нейтралізацію певних загроз як зовнішнього так і внутрішнього характеру. Так Гудзь О.Є., вважає, що «ФБП повинна розглядатися в площині забезпечення їх сталого розвитку, яке сприяє подальшому удосконаленню соціально-економічної системи і має дієвий, ефективний механізм виявлення і протистояння зовнішнім і внутрішнім загрозам. Тобто, можна сказати, що сутність фінансової безпеки підприємств зводиться до їх стабільного функціонування та захищеності від негативного впливу зовнішнього середовища на протязі всієї господарської діяльності. Таким чином, поняття фінансової безпеки підприємств передбачає забезпечення: високого рівня самодостатності фінансів, їх самостійності, стабільності і стійкості, здатності до розвитку на основі інноваційних стратегій» [15].

Фінансова безпека – це можливість підприємства випереджати та нейтралізувати можливі загрози погіршення його фінансового стану [7].

Фінансову безпеку пропонується розглядати як «міру гармонізації в часі і просторі економічних інтересів підприємства з інтересами пов'язаних з ним

суб'єктів зовнішнього середовища, що діють поза межами підприємства... Принциповою відмінністю запропонованого розуміння ФБП є визнання неможливості повністю захистити діяльність підприємства від негативного зовнішнього середовища в силу того, що підприємство здійснює свою діяльність у цьому зовнішньому середовищі і поза ним його діяльність неможлива, а також визнання позитивного впливу зовнішнього середовища» [3].

Окремо необхідно виділити підхід, який в центр уваги ФБП ставить фінансовий потенціал підприємства. Так Аверьянова Ю.Г. під ФБП розглядає «здатність зберігати та нарощувати фінансовий потенціал, що використовується для рішення стратегічних цілей та завдань, а також забезпечувати незалежність та стабільність свого функціонування». Крім того, на відміну від існуючих підходів, автор зазначає, що ФБП є синтетичною категорією економічної теорії та політології, що відображає відносини, які визначають фінансову незалежність або залежність, стабільність чи вразливість, економічний примус чи економічний суверенітет і подібні явища, які так чи інакше пов'язані з фінансовою безпекою» [1]. В даному випадку трактування категорії ФБП відбувається через призму макроекономічних відносин, оскільки питання суверенітету більшою мірою стосуються фінансової безпеки держави, а також, на наш погляд категорія ФБП є суто економічною категорією, не розглядається відособлено від економічної безпеки підприємства та не має ознак категорії із сфери політології. Водночас, автор акцентує увагу на важливому аспекті, а саме визначенні ФБП через фінансову незалежність чи залежність. Якщо розглядати вище наведені визначення, то в основному увага зосереджена на фінансовій стійкості, яка включає в тому числі показники, що характеризують рівень фінансової автономії, але в даному випадку це винесено як основна характеристика, з чим ми цілком погоджуємось. Крім того, на відміну від попередніх визначень в даному мові йде не про фінансовий стан підприємства, який відображається статичними показниками, що розраховуються на конкретну дату, а про фінансовий потенціал, який відображає динаміку та майбутні можливості підприємства.

Таким чином можна виокремити п'ять груп найбільш розповсюджених підходів щодо трактування поняття ФБП, а саме: ФБП як певний фінансовий стан, чи стан фінансових ресурсів, що дуже близько за змістом; ФБП як результат керуваності процесів, а отже можливість розробляти і реалізовувати фінансову стратегію, спрямовану на захищеність інтересів; ФБП – як

можливість або здатність нейтралізувати загрози, ФБП – як гармонізація фінансових інтересів підприємства, а також – як здатність зберігати та нарощувати фінансовий потенціал.

На наш погляд в даних визначеннях втрачена важлива деталь, а саме розгляд ФБП відбувається фактично за межами фінансового менеджменту підприємства, що само по собі не є правильним, оскільки саме в рамках фінансового менеджменту приймаються рішення, розробляється фінансова стратегія і тактика, яка повинна враховувати формування всіх зовнішніх та внутрішніх загроз, та фактично ключовим завданням якого і є забезпечення такого використання фінансових ресурсів чи формування такого фінансового стану, який би давав можливість поглинати всі шоки та нівелювати ризики.

Слід підкреслити, що в наведених визначеннях ФБП практично не враховуються інтереси власників та інших стейкхолдерів, адже якщо розглядати головну мету фінансового менеджменту, то вона полягає в «забезпеченні зростання добробуту власників підприємства в поточному та перспективному періоді шляхом проведення раціональної фінансової політики, яка знаходить конкретне втілення у підвищенні ринкової вартості підприємства або його акцій та у довгостроковому зростанні прибутку, що забезпечує реалізацію кінцевих фінансових інтересів його власників» [55]. На наш погляд ФБП доцільно розглядати саме з точки зору захисту фінансових інтересів власників та інших стейкхолдерів, оскільки в цьому випадку буде можливим та необхідним проводити дослідження у взаємозв'язку з іншими суб'єктами, та досліджувати ФБП з точки зору системного підходу.

Важливими складовими при дослідженні ФБП є визначення основних концептуальних елементів, які значимі з точки зору забезпечення якісного рівня фінансової безпеки, зокрема мова йде про об'єкт, суб'єкти, ключові параметри які відображають її стан, чинники екзогенного та ендогенного характеру, принципи. Опрацювавши результати наукових досліджень вітчизняних та зарубіжних науковців нами сформовано власне концептуальне розуміння ФБП (рис. 1.1).

Враховуючи вище викладений структурно-декомпозиційний аналіз сутності ФБП запропоновано власне розуміння даного поняття, а саме під ФБП – розглядається такий стан структури капіталу, який забезпечує поглинання (абсорбцію) зовнішніх та внутрішніх економічних шоків за рахунок сформованого запасу фінансової міцності та захищає інтереси стейкхолдерів в умовах існуючої фінансової архітектури підприємства.



Рис. 1.1. Концептуальне розуміння ФБП. Джерело: складено автором.

Забезпечення ФБП базується на ряді принципів, в даному випадку нами виділено базові принципи. На наш погляд базовими є принципи, на яких в тому числі базуються принципи організації фінансового менеджменту на підприємстві.

Принцип законності передбачає, що всі рішення, що приймаються для забезпечення фінансової безпеки підприємства знаходяться у вітчизняному та міжнародному правовому полі, оскільки порушення законодавчих норм може привести до адміністративної відповідальності у вигляді стягнення штрафів, які як правило сплачуються за рахунок прибутку підприємства, а за наявності порушень, що призводять до кримінальної відповідальності може суттєво

погіршитись репутація підприємства, що може привести до втрати частини клієнтської бази, і як наслідок, скорочення чистого доходу від реалізації продукції підприємства та звуження його фінансової діяльності.

Принцип системності означає, по-перше, що система забезпечення ФБП є складовим елементом системи забезпечення економічної безпеки підприємства, а отже її стратегічна та оперативна мета, інструменти та методи досягнення прийнятного рівня ФБП повинні узгоджуватись з іншими елементами, що включаються до складу економічної безпеки. По-друге, система забезпечення ФБП є відносно самостійною системою зі своїми об'єктом, суб'єктами, методами та інструментами, які повинні працювати в єдиному узгодженому просторі, враховуючи при цьому потенційні зовнішні загрози фінансового характеру.

Принцип плановості означає, що забезпечення ФБП здійснюється на основі розробленого стратегічного фінансового плану розвитку підприємства, виходячи з якого, формується оперативно-тактичний план. Ключова мета, на яку повинен бути орієнтований стратегічний план – це зростання добробуту власника підприємства (держави, юридичних чи фізичних осіб) в першу чергу шляхом збереження його капіталу та його збільшення через зростання ринкової вартості підприємства. Оперативно-тактичний план підприємства повинен забезпечувати формування оптимальної структури капіталу, яка в свою чергу забезпечувала б оптимальне співвідношення прибутковості та фінансових ризиків. Крім того, з точки зору інтересів власників важливо визначити оптимальне співвідношення при розподілі отриманого чистого прибутку на частину, яка буде спрямована на виплату дивідендів власникам та частину прибутку, спрямовану на нарощення власного капіталу.

Принцип адаптивності – означає, що фінансовий менеджмент для якісного забезпечення ФБП повинен мати як мінімум три варіанти прогнозів функціонування підприємства в залежності від ймовірності справдження зовнішніх та внутрішніх фінансових ризиків: оптимістичний – у випадку покращення кон'юнктури у фінансовому секторі, реалістичний – максимально наближений до існуючої кон'юнктури та песимістичний – у випадку погіршення кон'юнктури.

Принцип превентивності узгоджується з попереднім принципом та передбачає, що забезпечення ФБП може бути максимально ефективним у випадку застосування випереджальних заходів реагування на зовнішні та внутрішні фінансові шоки. Він може діяти за умови налагодженої та

безперервної системи моніторингу як зовнішнього так і внутрішнього фінансового середовища.

Принцип функціональності означає, що розроблена на підприємстві система забезпечення фінансової безпеки має бути ефективною, тобто витрати на забезпечення ФБП не повинні перевищувати рівня отриманого прибутку, а також узгодження дій всіх структурних підрозділів підприємства, які функціонально пов'язані із забезпеченням ФБП.

Стосовно суб'єктно-об'єктної структури ФБП, то на нашу думку це є фінансова архітектура підприємства. Термін «фінансова архітектура підприємства» активно використовується в публікаціях зарубіжних науковців в сфері фінансового та корпоративного менеджменту підприємств. Його значення в забезпеченні ФБП буде детально розглянуто нижче. Фінансова архітектура розглядається в поєднанні трьох ключових елементів: стейкхолдерів – суб'єктів ФБП, які приймають фінансові рішення, структури власності підприємства, яка має безпосереднє значення при прийнятті рішень суб'єктами та власне структура капіталу підприємства, яка є основним об'єктом та визначає фінансову діяльність підприємства.

Стосовно визначення об'єкту, нами виокремлено п'ять основних підходів, які на сьогодні розглядаються з точки зору теоретичних засад ФБП, і по суті відображають п'ять основних об'єктів ФБП – фінансовий стан, як правило з ключовим акцентом на фінансову стійкість, загрози, фінансовий потенціал, фінансовий інтерес та результат керованості фінансовим процесом. Безумовно, кожна із наведених категорій має певні підстави бути об'єктом ФБП, і при цьому всі вони між собою взаємопов'язані, оскільки відображають різні сторони процесу прийняття фінансових рішень. Водночас основою для їх визначення є один і той же інформаційний простір, а саме дані фінансової та бухгалтерської звітності підприємства. Різниця у виборі показників, які беруться до уваги та рівня їх уточнення. Якщо мова йде про фінансовий стан, то традиційно маємо декілька груп показників, які характеризують не лише виключно фінансову, але і інші види діяльності підприємства, в тому числі операційну та інвестиційну – це показники, що характеризують майновий стан підприємства (стан, рух ефективність використання необоротних, в першу чергу основних та оборотних активів підприємства), стан ліквідності та платоспроможності (включно з показниками фінансової стійкості та моделями прогнозування банкрутства підприємства) в абсолютному та відносному вимірі, стан ділової активності, який відображає ефективність використання

фінансових ресурсів підприємства, вкладені в активи, фінансову результативність діяльності, що знаходить своє відображення у показниках фінансових результатів та рентабельності діяльності підприємства.

Наступним об'єктом є загрози ФБП. Система ФБП повинна бути спрямована на пошук шляхів нейтралізації реальних загроз та більшою мірою на попередження. Загрози є практично синонімом слова небезпека та тісно пов'язані з поняттям ризику. Саме середовище в якому працює підприємство є невизначеним. Невизначеність є ознакою будь-якої підприємницької діяльності. Небезпеку можна розглядати як несприятливу подію, яка може справдитись у різній ймовірності, в свою чергу ймовірність настання несприятливої події і є ризик. Небезпека може виникати ззовні підприємства, тим самим формуючи ризики на які підприємство не може суттєво вплинути – системні (недиверсифіковані), а також в межах самого підприємства – несистемні (диверсифіковані), які підприємство в змозі знизити самостійно.

Враховуючи, що фінансовий потенціал підприємства характеризує його потенційні можливості подальшого фінансового розвитку, то на наш погляд, фінансовий потенціал є скоріш результатом забезпечення ФБП, а не об'єктом. Під фінансовим потенціалом «варто розуміти сукупність можливостей підприємства, які визначаються наявністю і організацією використання фінансових ресурсів та організаційних механізмів, спрямованих на забезпечення економічного розвитку підприємства на перспективу» [35]. Крім того в даній роботі автором також визначається взаємозв'язок фінансового потенціалу та ФБП через алгоритм оцінювання фінансового потенціалу підприємства, а саме після оцінювання забезпеченості підприємства фінансовим потенціалом та його оптимізації, автор пропонує оцінювати вплив забезпеченості та ефективності використання фінансового потенціалу на результативність діяльності підприємства. А вже виходячи із отриманих індикаторів фінансової результативності та резервного забезпечення визначати стан фінансової безпеки підприємства. На наш погляд цей взаємозв'язок є дуальним, оскільки з одного боку, можна стверджувати, що підприємство, яке має високий рівень фінансової безпеки, здатне ефективно формувати та використовувати фінансові ресурси з низькою їх вартістю, чим створювати умови для формування фінансового потенціалу, а з іншого – наявність у підприємства прихованих можливостей (саме так з латині перекладається «потенціал» (*potentia*), створює фінансову базу для абсорбції фінансових шоків як зовнішнього так і внутрішнього характеру.

Стосовно гармонізації фінансових інтересів, то на наш погляд ототожнювати ФБП з фінансовими інтересами досить складно, оскільки фінансові інтереси різних стейкхолдерів можуть відрізнятись та може бути така ситуація коли прийняті рішення несуть в собі високий рівень фінансового ризику і є небезпечними для функціонування підприємства або в поточному або в перспективному періоді.

ФБП як результат керованості фінансовим процесом зустрічається не часто, оскільки по-перше термін «фінансовий процес» є стійким та використовується з точки зору фінансового права і більшою мірою стосується бюджетного процесу та податкового процесу, тобто макрорівня. По-друге, якщо все таки розглядати поняття керованості фінансовим процесом, то його краще привести у відповідність з поняттям фінансового менеджменту підприємства і тоді розглядати фінансовий менеджмент підприємства як систему, яка складається з двох підсистем: керуючої та керованої. В цьому випадку «керуючою підсистемою є суб'єкт управління – це спеціальна група людей (фінансова дирекція як апарат управління, фінансовий менеджер як керівник), яка за допомогою різних форм і методів управління забезпечує цілеспрямоване функціонування об'єкта. Керованою підсистемою є об'єкти фінансового менеджменту, а саме: необоротні та оборотні активи, власний, залучений та позиковий капітал, фінансові результати діяльності підприємства та його грошові потоки [17].

На наш погляд із всіх перерахованих об'єктів, з точки зору забезпечення ФБП ключовим є капітал підприємства, що відображено на рис. 1.2. ми виходили з тієї позиції, що з точки зору формування грошових потоків на підприємстві, саме потоки за фінансовою діяльністю обумовлені рухом капіталу. Таким чином це не суперечить сутності фінансової діяльності з точки зору стандартів фінансової звітності підприємства.

На сучасному етапі досліджень ФБП, як правило, розглядаються всі показники фінансового стану підприємства на основі яких оцінюється рівень потенційних чи реальних ризиків. Водночас, якщо підійти до розгляду проблеми ФБП з точки зору суто фінансової діяльності, то можна говорити про те, що показники майнового стану підприємства або показники його ділової активності є не зовсім фінансовими показниками, а більшою мірою, це показники, які характеризують економічний стан. Якщо розглядати фінансову діяльність підприємства як її визначає Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 [45], то це діяльність, яка призводить до змін розміру



і складу власного та позикового капіталів підприємства, тобто виходячи з такого визначення фінансової діяльності можна стверджувати, що ФБП залежить від того, яким чином підприємство формує свою структуру капіталу.

Стосовно визначення фінансової діяльності підприємства, на сьогодні не існує єдиної усталеної точки зору. Вище наведене визначення фінансової діяльності витікає з вимог бухгалтерського обліку та особливостей відображення операцій руху капіталу на підприємстві і на нашу думку таке визначення дещо звужує розуміння фінансової діяльності, оскільки остання включає в себе ще й управління рухом грошових потоків. Не менш важливими з точки зору фінансового менеджменту є напрями використання сформованого капіталу підприємства.

Отже, якщо проаналізувати існуючі підходи, то можна зробити висновок, що перший підхід трактує фінансову діяльність як систему методів та форм фінансового забезпечення діяльності підприємства і охоплює широкий спектр проблем і не лише суто фінансового характеру. Такої позиції дотримуються колектив авторів, на чолі з Поддєрьогіним А.М. [53] «Система використання різних форм і методів для фінансового забезпечення функціонування підприємств та досягнення ними поставлених цілей називається фінансовою діяльністю», а також Азаренкова Г.М., Журавель Т.М., Михайленко Р.М. [2], Зятковський І.В. [22].

Другий підхід розглядає фінансову діяльність як дії або ж власне діяльність, спрямовану на формування та використання фінансових ресурсів підприємства. Різниця у визначеннях полягає у розширенні або ж навпаки звуженні напрямів використання фінансових ресурсів. Так, до даного підходу можна віднести роботи Філіної Г.І., яка розглядає фінансову діяльність суб'єкта господарювання як «дії з формування і використання його фінансових ресурсів, які мають форму економічно обґрунтованих рішень» а також уточнює, що «таке визначення фінансової діяльності вказує на застосування терміну «фінансування» як до залучення капіталу (пасив балансу), так і до розміщення капіталу в активи, якими володіє підприємство (актив балансу) [52]. Фінансова діяльність суб'єкта господарювання – це діяльність всередині підприємства з розробки та реалізації фінансових рішень з володіння чотирма типами цінностей, між якими можна зробити вибір: майном, матеріальними і нематеріальними цінностями; фінансовими цінностями; грошми; боргами у формі дебіторської і кредиторської заборгованості.» Таке визначення розширює сферу фінансової діяльності, включаючи прийняття рішень щодо управління

майном, матеріальними та нематеріальними активами, які не є суто фінансовими. Рішення щодо управління дебіторською заборгованістю знаходяться у зв'язку із маркетинговою політикою підприємства та договірними умовами, які можуть включати питання суто економічного та юридичного характеру.

Автори Карась П.М., Гришина Л.О. та Кондратьєва В.Ф. вважають, що фінансова діяльність є функцією управління, що є не досить коректним, оскільки спочатку самі автори зазначають, що це є «система формування завдань функціонування підприємства, вибір форм і методів фінансового забезпечення, організація і реалізація фінансової роботи у сфері управління фінансовими ресурсами з метою забезпечення економічного розвитку суб'єкта господарювання» [24]. При цьому далі автори дають визначення фінансової діяльності вже з точки зору формування раціональної структури капіталу підприємства з урахуванням особливостей його фінансування. В будь-якому випадку формування структури капіталу підприємства є завжди унікальним процесом, оскільки обов'язково повинен брати до уваги характерні особливості господарської діяльності підприємства.

Значна частина авторів прямо або ж опосередковано дають визначення фінансової діяльності підприємства через формування та управління капіталом. Так Бердар М.М. зазначає, що фінансова діяльність пов'язана з організацією фінансів підприємства та здійснення відповідно до цілей і завдань стратегії економічного розвитку господарюючого суб'єкта. Ця діяльність пов'язана із формуванням активів та фінансової структури капіталу [8]. На думку Терещенка О.О. фінансову діяльність слід розглядати «одночасно у вузькому та широкому значеннях. У вузькому значенні основний зміст фінансової діяльності полягає у фінансуванні підприємства (надходження власного капіталу із зовнішніх джерел, отримання позик, погашення позик, сплата дивідендів). У широкому значенні під фінансовою діяльністю розуміють усі заходи, пов'язані з мобілізацією капіталу, його використанням, примноженням (збільшення вартості) та поверненням [54].

Діяльність спрямована на забезпечення фінансовими ресурсами поточної операційної, фінансової та інвестиційної діяльності підприємства Загородній А.Г. [20]. Розглядаючи в такому визначенні фінансову діяльність автор фактично у визначенні фінансової діяльності наводить в тому числі і саму фінансову діяльність, а саме забезпечення фінансовими ресурсами фінансової діяльності, яка по суті і являє собою діяльність з формування капіталу

підприємства, який вже потім спрямовується на використання в операційній діяльності у вигляді оборотних активів та інвестиційної діяльності через здійснення реальних (у вигляді придбання основних засобів, або здійснення капітального будівництва) або фінансових (участь у статутному капіталі інших підприємств або ж придбання цінних паперів з метою утримання більше одного року) інвестицій. Налукова Н. у своєму визначенні фінансової діяльності акцентує увагу на прийнятті оперативних фінансових рішень, що стосуються: достатніх обсягів фінансових ресурсів, необхідних підприємству для поточної діяльності і в найближчій перспективі; структури джерел фінансових ресурсів; оптимального формування фінансових ресурсів та їх раціонального використання, з метою забезпечення високих результатів фінансово-господарської діяльності; своєчасного виконання фінансових зобов'язань перед державою, банками, суб'єктами господарювання; заходів, необхідних для підтримки стабільного фінансового стану підприємства і зменшення наслідків фінансових ризиків; забезпечення інвестиційної діяльності підприємства [39].

В більшості випадків автори, беруть до уваги, що фінансова діяльність спрямована на формування фінансових ресурсів підприємства. На наш погляд фінансова діяльність повинна бути спрямована саме на формування такої структури капіталу, яка б забезпечувала досягнення стратегічних та оперативно-тактичних цілей, які полягають у забезпеченні зростання добробуту власників, що проявляється у поточному періоді у вигляді виплати їм дивідендів, а у довгостроковому – у вигляді зростання ринкової вартості самого підприємства. З цієї позиції ФБП проявляється у формуванні такої структури капіталу, яка би мінімізувала його вартість та мінімізувала його фінансові ризики, які створюють загрозу саме для власників підприємства. З точки зору фінансового менеджменту найбільш оптимальний варіант структури капіталу повинен поєднувати мінімальну середньозважену вартість капіталу та оптимальний рівень фінансового важеля.

Сформована структура капіталу підприємства формує поточний стан його фінансової стійкості. Необхідно зазначити, що фінансова стійкість підприємства тісно взаємопов'язана з його ліквідністю та знаходить своє відображення в показниках платоспроможності. В свою чергу платоспроможність підприємства поділяється на поточну та перспективну, при цьому в основі формування поточної платоспроможності є стан ліквідності, а в основі формування перспективної знаходяться показники фінансової стійкості, які є базовими індикаторами забезпечення ФБП.

Суб'єкти забезпечення фінансової безпеки фактично визначені вище, а саме – це власники та інші стейкхолдери. В наукових дослідженнях коло зацікавлених осіб у функціонуванні підприємства та причетності до фінансових відносин, що формуються підприємством як з середини так і ззовні може бути як досить звуженим так і досить широким. Зрозуміло, що ключовими стейкхолдерами є власники підприємства, його менеджмент та співробітники – внутрішні стейкхолдери; стосовно зовнішніх стейкхолдерів то їх коло доволі широке – клієнти (дебітори); кредитори (постачальники, у відносинах з якими формується кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги; банки, у відносинах з якими формується кредитна історія підприємства в частині використання коротко- та довгострокових кредитів; держава – може розглядатись з точки зору фінансових відносин що виникають в процесі нарахування та сплати податків як місцевого так і державного рівня внаслідок чого формується кредиторська заборгованість за розрахунками з бюджетом). Крім того досить часто окремо як стейкхолдерів виділяють громадські організації, профспілки та різні професійні асоціації, засоби масової інформації тощо.

На наш погляд досить ґрунтовно класифікація стейкхолдерів з точки зору формування фінансових відносин була досліджена в роботі Бричко М.М. на прикладі стейкхолдерів банку [11]. На першому рівні стейкхолдери банку визначаються за наявністю їх впливу на банк або їх залежністю від діяльності банку (класична теорія стейкхолдерів). На другому рівні коло стейкхолдерів банку звужується, оскільки до нього потрапляють лише ті, хто зацікавлені у стабільному розвитку банку або нейтрально ставляться до нього. Тому інтереси цих стейкхолдерів банку повинні бути враховані при формуванні стратегії розвитку банку (неоінституціональна теорія). На третьому рівні (агентська теорія) стейкхолдери банку визначаються за наявністю формалізованих відносин між ними та банком, які мають бути зафіксовані відповідними контрактними відносинами (наприклад, кредитним або депозитним договором, договором на розрахунково-касове обслуговування, тощо.). На запропонованому автором четвертому рівні стейкхолдери банку виокремлюються за фактом виникнення з ними у банку фінансових відносин, які здійснюють прямий вплив на ефективність управління діяльністю банку.

На наш погляд запропонований підхід можна використовувати для класифікації стейкхолдерів підприємства з врахуванням забезпечення ФБП у реальному секторі економіки. Тобто ми вважаємо за доцільне виокремити 4

рівні градації стейкхолдерів підприємства від нижчого найширшого та до вищого звуженого, який міститиме лише тих стейкхолдерів фінансовий стан яких безпосередньо залежить від рівня ФБП.

Таким чином перший рівень представляє максимально широкий перелік стейкхолдерів, які в тій чи іншій мірі зацікавлені в у забезпеченні ФБП, серед них мінімально зацікавленими є конкуренти, адже зниження рівня ФБП, що є конкурентом з одного боку є для всіх інших вигідною ситуацією, оскільки надає можливість конкурентам розширити ринки збуту своєї продукції, але з іншого боку все залежить від типу конкуренції, яка сформувалась на товарному ринку, і не завжди усунення конкурента може бути вигідним для всіх інших учасників ринку, оскільки може тягнути за собою негативні наслідки щодо зміни типу конкуренції та можливо в подальшому втрати навіть більшого сегменту ринку для тих конкурентів, які залишились. Засоби масової інформації не відносяться до стейкхолдерів, які можуть мати прямий фінансовий інтерес щодо забезпечення ФБП, але вони можуть досить серйозно впливати на поведінку клієнтів та постачальників підприємства, формуючи певну інформаційну компанію як з т.з підтримки ФБП так і з т.з формування негативного іміджу підприємства.

Другий рівень включає широкий перелік стейкхолдерів, які зацікавлені в отриманні інформації про рівень ФБП як у зв'язку з прямою фінансовою залежністю від діяльності підприємства так і у зв'язку з тим, що підприємство може бути клієнтом для таких установ та замовляти відповідні послуги, в тому з фінансового консалтингу, зокрема формувати певний масив фінансової інформації, та нести відповідальність за її достовірність перед іншими учасниками ринку (рейтингові агентства, фінансові консультанти, аудиторські компанії, а також з боку держави органи статистики).

Третя група стейкхолдерів включає в себе тих, хто має прямі або опосередковані фінансові відносини з підприємством і чий фінансовий стан в більшій чи в меншій мірі залежить від рівня ФБП.

З цієї групи фактично для четвертого рівня виокремлюємо тих стейкхолдерів, які мають пряму фінансову залежність та зацікавленість у забезпеченні високого рівня ФБП, при цьому це і ті стейкхолдери, що можуть впливати в той чи інший спосіб на фінансовий стан підприємства - акціонери, інвестори, менеджери, персонал, клієнти, постачальники, банки, держава (фіскальні органи). Кожен із цієї групи стейкхолдерів мають прямі фінансові відносини, а саме: акціонери – зацікавлені по-перше в зростанні ринкової

вартості акцій підприємства – з точки зору стратегічного фінансового менеджменту, та у отриманні частини чистого прибутку шляхом його розподілу у вигляді дивідендів – з точки зору оперативного фінансового менеджменту. Інвестори мають безпосередню зацікавленість у якомога коротшому терміні окупності своїх інвестицій та отримання в подальшому також частини чистого прибутку підприємства на умовах, інвестиційного контракту. Менеджери як вищого топ-менеджменту підприємства так і менеджменту середньої ланки зацікавлені в забезпеченні ФБП з точки зору стабільності отримання своїх доходів у вигляді заробітної плати та відповідних бонусів за ефективний та безпечний фінансовий менеджмент підприємства. Персонал підприємства зацікавлений у стабільному працевлаштуванні та отриманні стабільної і високої заробітної плати, що можливо за умови забезпечення високого рівня ФБП. Діяльність клієнтів також значною мірою залежить від рівня забезпечення ФБП, адже своєчасність та надійність виконання умов контракту на виконання робіт, поставку продукції чи надання послуг на пряму залежить від стабільної фінансової ситуації підприємства-партнера. Що стосується діяльності постачальників, то рівень ФБП визначає умови укладання контрактів на сировини та матеріалів, необхідних для процесу виробництва, та в певній мірі дає гарантії щодо платоспроможності, крім того від рівня ФБП залежить стан розрахункової дисципліни та можливість отримати більш вигідні умови контракту в частині термінів оплати та умов оплати (чим більш високий рівень ФБП тим більша ймовірність укласти договір на постачання без 100% передплати, а можливо і без повної передплати, що дозволяє підприємству зменшувати необхідний обсяг оборотного капіталу та прискорювати його оборотність). Банки зацікавлені мати клієнтом підприємство з високим рівнем фінансової безпеки як в частині проведення розрахунково-касових операцій так і з точки зору кредитування діяльності підприємства. Чим більш високий рівень ФБП, тим рівень кредитоспроможності такого позичальника є вищим, а отже ризик неповернення кредиту є низьким. Що стосується держави як стейкхолдера в особі фіскальних органів, то підприємство, яке має високий рівень фінансової безпеки є, як правило, стабільним платником податків як на місцевому так і на загальнодержавному рівні. Держава повинна бути зацікавлена у функціонуванні якомога більшої кількості підприємств з високим рівнем ФБП, адже це по суті означає, що підприємство в змозі платити в тому числі один із ключових податків – податок на прибуток.

Складовими елементами ФБП є методи та інструменти її забезпечення,

які буде більш детально розглянуто нижче. Таким чином, для забезпечення фінансової безпеки на підприємстві повинно бути чітко визначено та узгоджено стратегічну та оперативно-тактичну мету, принципи, методи та інструменти, які можуть застосовувати стейкхолдери в процесі управління структурою капіталу підприємства.

## **1.2. Фінансова архітектура підприємства як основа його фінансової безпеки**

Як було зазначено вище, з точки зору ФБП важливого значення набуває узгодженість інтересів стейкхолдерів та рішення щодо структури капіталу підприємства. Все це описується терміном «фінансова архітектура», який останнім часом все більш активно використовують у фінансовому менеджменті корпорацій наряду з термінами «корпоративна архітектура», «інформаційна архітектура», «бізнес-архітектура» та «архітектура підприємства» тощо. «Бізнес-архітектура» та «архітектура підприємства» досить часто ототожнюються і ми погоджуємось з цією позицією. Сам термін «архітектура» (від латинського *architectura*, грец. *Αρχιτεκτονική* – будівництво) – це одночасно наука і мистецтво проектування будівель, а також власне система будівель та споруд, які формують просторове середовище для життя і діяльності людей відповідно до законів краси [5]. Водночас в останні роки він використовується не лише відносно будівництва, але і до побудови різних систем, в першу чергу інформаційних систем, системи бізнесу, тощо.

Під бізнес-архітектурою розуміють «загальний, як правило, схематичний опис діяльності організації з визначенням цілей, функцій, активних елементів, ключових процесів і способу їх взаємоузгодження в єдине ціле» [23]. Слід зазначити, що в роботах науковців зазначені вище терміни ототожнюються між собою та зводяться до думки, що «бізнес-архітектура», «корпоративна архітектура» та «інформаційна архітектура» є ідентичними. «Архітектура підприємства (корпоративна архітектура) являє собою різносторонній опис (модель) всіх її ключових складових, а також методів досягнення цілей організації за допомогою бізнес-процесів з використанням різних технологій. Корпоративна архітектура включає в себе:

- місію та стратегію підприємства, її цілі та завдання;
- бізнес-архітектуру (організаційна структура і функціональна модель фірми, яка описує необхідні бізнес-процеси);

– ІТ-архітектура (програмні рішення та весь технологічний комплекс» [36].

Найбільш систематизовано дані терміни розглядаються в роботі [15], зокрема автори зазначають, що термін «корпоративна архітектура» варто розглядати в двох аспектах: в першому аспекті корпоративна архітектура – це реально існуюча організація бізнесу, яка є специфічною для тієї чи іншої компанії, не дивлячись на значні можливості типізації; в другому – корпоративна архітектура систематизує та дає фіксований опис бізнесу у вигляді корисних моделей, діаграм та функціональних коментарів з організації діяльності компанії». Автори ототожнюють поняття «корпоративна архітектура» та «бізнес модель» і зазначають, що «це загальна модель бізнесу, що визначає політику інвесторів, стратегії, продукти, технології, процеси, структури та інформаційну підтримку діяльності» і вважають інформаційну архітектуру підпорядковану корпоративній. На наш погляд це найбільш повний та системний підхід у даному питанні. Водночас необхідно зазначити, що в розрізі корпоративної архітектури термін «фінансова архітектура» є підпорядкованим, оскільки стосується лише окремого, хоча і важливого сегменту у бізнес моделі будь-якого підприємства.

Термін «фінансова архітектура» відносно діяльності підприємств вперше було використано в роботі С. Маерса, який в своїй роботі відзначив, що «фінансова архітектура – це фінансовий дизайн бізнесу, що охоплює власність (концентровану або розпорошену), організаційно-правову форму (публічні чи приватні), стимули, способи фінансування та розподіл ризиків між інвесторами» [86]. Він зазначив, що «фінансова архітектура» – поняття ширше ніж корпоративний контроль та корпоративне управління, а також, що необхідно зупинитись в пошуках просто оптимальної структура капіталу, яка сама по собі не є надто важливою. Крім того, автор в пояснення до назви своєї роботи зазначає, що початкова назва для конференції була «фінансова структура», при цьому інші учасники конференції використовували терміни «фінансовий дизайн» і «фінансова організація», що по суті комплексно відображено С. Маерсом у його визначенні, наведеному вище.

Вперше цей термін почав використовуватись в контексті світової / глобальної/міжнародної фінансової архітектури. При цьому найбільш активно його почали використовувати після світової кризи 2008 року. При цьому однозначності в трактуванні цього терміну на сьогодні з точки зору макрофінансів не існує.



Водночас необхідно зазначити, що в даному контексті можна розглядати і термін «фінансова архітектура» на мікрорівні, оскільки в межах підприємства, а тим більше в межах потужної корпорації існує своя фінансова стратегія на основі якої розробляється фінансова політика підприємства, є свої внутрішні та зовнішні органи, що здійснюють фінансове управління та відповідають за фінансові результати діяльності та забезпечення фінансової безпеки, а також існує фінансовий механізм, який включає інструменти та методи здійснення фінансової діяльності та забезпечення ФБП. На наш погляд, для мікрорівня також можна видозмінивши застосувати принципи світової фінансової архітектури, розроблені та прийняті міністрами фінансів G 7:

1. Необхідність зниження інформаційної асиметрії та підвищення прозорості на світовому фінансовому ринку.

2. Застосування в країнах, що розвиваються, більш суворих регулятивних норм і методів.

3. Використання кодексів поведінки і стандартів регулювання для поліпшення взаємодії між країнами, а також між інвесторами та фінансовими посередниками, що діють по всьому світі.

4. Попередження фінансових криз і боротьба з ними [16].

Стосовно першого принципу фінансової архітектури на рівні підприємства, то він передбачає зниження інформаційної асиметрії між наявною інсайдерською та аутсайдерською фінансовою інформацією, яку надає менеджмент підприємства для фінансового ринку і відповідно, підвищення транспарентності діяльності компанії в частині інформації про власників підприємства, про стан корпоративного управління про поточні та стратегічні рішення щодо розвитку підприємства.

Другий принцип автоматично перекладається через фінансове законодавче регулювання на діяльність підприємств. Зрозуміло, що регулятивні норми та методи в розрізі світової фінансової архітектури стосуються в першу чергу діяльності фінансових установ – банківських та небанківських, а також функціонування фінансового ринку країни, але такі норми автоматично будуть переноситись на фінансову діяльність підприємств, яка пов'язана з формуванням та використанням капіталу. Так, встановлення більш жорстких норм щодо капіталу банків та ризиків, які супроводжують їх діяльність буде вимагати і введення більш жорстких вимог щодо позичальників – юридичних осіб, і відобразатись у відсоткових ставках по наданих кредитах. Вимоги щодо лістингу компаній на фондовому ринку будуть вимагати формування високого

рівня фінансової безпеки емітента.

Третій принцип передбачає використання кодексів поведінки і стандартів регулювання відносин, який з точки зору функціонування підприємства є не менш важливим, оскільки для підприємства важливим є наявність корпоративного кодексу, внутрішніх стандартів, які регулюють відносини між різними групами стейкхолдерів та забезпечують формування умов прозорості фінансової діяльності.

Четвертий принцип означає наявність на підприємстві системи фінансової безпеки, здатної своєчасно виявляти та поглинати зовнішні та внутрішні шоки.

Перераховані принципи чітко співвідносяться з розумінням фінансової архітектури підприємства та її складовими елементами, а саме: структурою капіталу підприємства, структурою власності та станом корпоративного управління.

Структура капіталу підприємства це співвідношення власного капіталу та зобов'язань підприємства. На наш погляд сама по собі структура капіталу звичайно важлива, оскільки відображає стан фінансової залежності/незалежності підприємства, але не менш важливими є базові характеристики, які відображають умови на яких підприємство використовує свій капітал, мова йде в першу чергу про вартість капіталу підприємства та фінансовий ризик, який створює, сформована на підприємстві структура капіталу. Оцінювання вартості капіталу проводиться на основі показників середньозваженої вартості капіталу, який враховує всі зобов'язання, які повинні бути виконані перед власниками (акціонерами – через виплату дивідендів по акціям), кредиторами (банками – у випадку використання банківських кредитів як довгострокових так і короткострокових як відсоток) а також інвесторами, які можуть придбати цінні папери, зокрема корпоративні облігації та інші з метою отримання прибутку у вигляді відсотку. Фінансовий ризик формується на підприємстві у випадку, коли воно починає використовувати позиковий капітал. Цей ризик несуть в першу чергу акціонери, оскільки саме вони найменш захищені з точки зору повернення вкладеного капіталу, адже саме вони якщо не приймають рішення про використання позикових коштів для розвитку підприємства, то делегують ці повноваження своїм менеджерам.

Світова фінансова наука напрацювала значну теоретичну базу щодо управління структурою капіталу компаній. Фундаментальною теорією структури капіталу є теорія Міллера-Модільяні, які в 1958 році опублікували

свою фундаментальну роботу «Вартість капіталу, корпоративні фінанси та теорія інвестицій» [85]. В цій роботі вперше науково обґрунтовано довели зв'язок між вартістю фірми та структурою капіталу, та зазначили, що структура капіталу має важливе значення для фінансового менеджменту корпорацій. Варто зазначити, що дана теорія мала досить багато обмежень, які пізніше стали поштовхом до появи нових теорій та напрямів дослідження теорій структури капіталу. В залежності від обмеження, задекларованих М. Міллером та Ф. Модільяні у своїй першій праці сформовано базові теорії, які на наш погляд варто систематизувати у вигляді, поданому на рис. 1.2.



Рис. 1.2. Базова теорія Міллера-Модільяні як основа розвитку теорій структури капіталу. Джерело: складено автором.

Слід зазначити, що до появи фундаментальної теорії структури капіталу Міллера-Модільяні, яка покладена в основу практично всіх сучасних теорій, була запропонована так звана теорія чистого операційного доходу Девідом Дюрандом в його роботі «Вартість боргу та власного капіталу для бізнесу: тенденції та проблеми виміру» [73]. Він зазначав, що компанія може нарощувати обсяг позикового капіталу, який є більш дешевим джерелом фінансування, при цьому вартість власного капіталу буде зростати, але середньозважена вартість капіталу буде залишатись на тому ж рівні, або навіть знижуватись.

Але це може відбуватись лише до певної точки, в якій буде сформовано оптимальну структуру капіталу з мінімальною середньозваженою вартістю капіталу, а після її перетину вартість буде зростати за рахунок суттєвого зростання вартості власного капіталу, оскільки нарощення боргу сприяє зростанню ризику власників. Автор зазначає, що до досягнення оптимальної структури капіталу, вартість компанії буде мати тенденцію до зростання, але після її перетину вартість почне знижуватись. Автор також розглядає структуру капіталу компанії у взаємозв'язку із структурою активів, які розподілені за принципом джерела фінансування, а саме, активи, що фінансуються за рахунок власного капіталу та активи, що фінансуються за рахунок позикового капіталу. При цьому в теорії було визначено наступні передумови: по-перше, показник вартості як власного так і позикового капіталу є константою, по-друге при зростанні частки позикового капіталу в структурі компанії, вартість власного капіталу зростає, по-третє, компанія не сплачує податку на прибуток. Дана теорія неодноразово була розкритикована в першу чергу у зв'язку із відсутністю глибокої теоретичної бази, адже вона в основному базується на аналізі фінансових рішень, але вона є основою для розвитку іррелевантних теорій структури капіталу.

Як правило в науковій літературі всі теорії структури капіталу систематизують в дві великі групи – статичні та динамічні теорії. Цей поділ досить умовний. Для статичних теорій як правило існує певне обмеження щодо формування структури капіталу підприємства в межах такого релевантного діапазону, коли граничні витрати на формування капіталу підприємства будуть перекриватись граничними доходами, тобто кожне підприємство може мати оптимальну структуру капіталу, яка забезпечує максимізацію її вартості

Отже, до статичних теорій відносять базову теорію Міллера-Модільяні [84] та її модифікації, після того, як додатково було введено вплив корпоративних податків на формування капіталу [85], а потім, додатково введені вже самостійно М. Міллером в теорію особистих податків [83], та відповідно обґрунтовано їх вплив на прийняття рішень щодо капіталу. В першій своїй роботі, автори зазначили, що структура капіталу підприємства не впливає на його вартість, але пізніше, ними було визначено, що підприємству досить вигідно використовувати для свого розвитку позикові кошти та доведено, що оптимальною є структура капіталу, яка на 100% складається з позикових коштів.

В дійсності така ситуація є неможливою, оскільки підприємство у

випадку нарощення боргових зобов'язань, нарощує і ризики банкрутства, що може привести до формування суттєвих витрат. На основі цього з'явилась компромісна статична теорія, яка передбачає, що необхідно знайти такий оптимальний розмір боргових зобов'язань, за якого підприємство отримує вигоди через податковий коректор, а вартість підприємства при цьому зростає.

Стосовно динамічних теорій структури капіталу, то тут необхідно окреслити декілька напрямів (рис. 1.9): динамічну компромісну теорію, теорії асиметрії інформації, ряд поведінкових теорій, теорія відстеження ринку та теорії «free cash flow».

Дослідження в контексті динамічної компромісної теорії є досить популярними і широке коло науковців досліджують на прикладі різних компаній особливості формування структури капіталу під впливом різних факторів, таких як розмір компанії, можливості її зростання, стан економічного розвитку країни, тощо. Головним предметом дослідження в рамках даної теорії є наявність розбіжності між фактичною та цільовою структурою капіталу та можливість і доцільність для підприємства досягнення цільового параметру фінансового левериджу,

В теоріях асиметрії інформації наразі виділяють три ключових напрями – сигнальну теорію [87, 90], теорію агентських витрат [77, 79, 80] та теорію ієрархій [65, 82, 87]. Необхідно зазначити, що в основі формування цих теорій є базова робота С. Маєрса та Н. Майлуфа на яку опираються і в дослідженнях сигнальних теорій і теорії ієрархій основна ідея якої зводиться до того, що менеджери та інвестори мають різний доступ до інформації, і внутрішня інформація може не повністю відповідати тому, що відображає ринок, а отже і прийняття рішень може відбуватись по-різному, в тому числі і при формуванні структури капіталу. В першому випадку (сигнальна теорія) структура капіталу визначається менеджерами, і є сигналом для прийняття рішення інвесторами щодо придбання чи продажу акцій. В другому випадку (теорія агентських витрат) розглядається ситуація в умовах існуючих конфліктів між менеджерами та власниками підприємства, і в таких випадках оптимальна структура капіталу є балансом між агентськими витратами та перевагами, що дає боргове навантаження через використання податкового коректора. В третьому випадку (теорія ієрархій) капітал підприємства ранжується за рівнем його ризикованості для власників, менеджери віддають перевагу внутрішнім джерелам фінансування і структура капіталу формується виходячи з інвестиційних можливостей підприємства та наявного дефіциту внутрішніх фінансових

ресурсів, тобто використання боргових зобов'язань можливо в саму останню чергу.

Наступна група теорій – поведінкові теорії, які в свою чергу включають теорію корпоративного контролю [67, 82], теорію стейкхолдерів [75], теорію впливу менеджерів [66, 71] та теорію інформаційних каскадів [74]. Теорія корпоративного контролю базується на підходах, викладених в роботі Г. Манне [82], які полягають в тому, що капітал компанії є її захисним механізмом при загрозі поглинання, і, виходячи з цієї передумови структура капіталу компанії повинна формуватися в першу чергу за рахунок власних джерел фінансування – чистого прибутку та емісії акцій, використання боргового капіталу повинно бути мінімізовано. Даний підхід був розвинутий в моделі М. Харріса та А. Равіва [78], а саме, що борговий капітал потрібно нарощувати, як захисний механізм від поглинання, бо компанія із значним розміром боргу є менш привабливою. Теорія стейкхолдерів – базова робота Р. Фрімана [75] передбачала протилежні підходи щодо формування структури капіталу порівняно з теорією ієрархій, а саме спочатку більш привабливими джерелами є емісія акцій та боргів, а вже в останню чергу внутрішні джерела фінансування. На відміну від теорій корпоративного контролю, в теорії стейкхолдерів розглядалися не лише інтереси власників, менеджерів, кредиторів та інвесторів, а більш широкий перелік стейкхолдерів-співробітників, покупців, постачальників та інших, перед якими компанія несе відповідальність, в тому числі фінансового характеру, що узгоджується з концептуальними засадами нашого розуміння ФБП. Теорія відстеження ринку (автори М. Бейкер, Д. Ваглер) [65] стверджує, що структура капіталу є кумулятивним ефектом всіх попередніх рішень компанії на основі відстеження ситуації на ринку і в зв'язку з цим оптимальної структури капіталу не існує, а рішення щодо структури капіталу приймається виходячи з поточної кон'юнктури ринку. Автори розробили свою теорію опираючись на теорію ієрархій та теорії впливу менеджерів та зазначають, що ієрархія джерел фінансування може змінюватись в динаміці, а також на той факт, що ціна на акції компанії може бути ринком як переоцінена так і недооцінена.

Теорія «free cash flow» – вільних грошових потоків [81] передбачає, що формування капіталу компанії залежить від генерованого нею грошового потоку від операційної діяльності, та, відповідно, подальшого його використання для обслуговування як власного, так і позикового капіталу.

Виходячи з інформації, поданої вище нами систематизовано ключові

фактори, що визначають структуру капіталу компанії (рис. 1.3).



Рис. 1.3. Систематизація факторів, що впливають на структуру капіталу компанії, відповідно до основних теорій. Джерело: складено автором.

Важливого значення для прийняття рішень щодо першої складової фінансової архітектури підприємства (структури капіталу) набуває і існуюча структура власності, адже від того наскільки концентрована чи навпаки розпорошена структура власників залежить складність та швидкість прийняття рішень щодо прийняття фінансових ризиків, обумовлених необхідністю зміни структури капіталу. Це питання є особливо важливим в умовах, коли розглядається формування структури капіталу з точки зору стратегії розвитку підприємства, розширення його діяльності та прийняття рішення щодо емісії цінних паперів як пайових так і боргових, а також залучення значних обсягів банківських кредитів, особливо довгострокових. Слід зазначити, що в Україні досить складно проводити аналіз структури власності підприємств, оскільки вона є досить мінливою та непрозорою.

Третя складова фінансової архітектури підприємства – стан корпоративного управління аналізувати ще складніше, оскільки значна частина підприємств не надають інформацію щодо корпоративного управління на своїх офіційних web-сайтах. Як правило, більшість із них мають наглядові ради, які складаються виключно з акціонерів підприємства. З'ясувати рівень їх незалежності досить складно, оскільки така інформація просто відсутня. Тому висновки щодо стану корпоративного управління вітчизняних підприємств об'єктивно зробити досить складно.

Розглянуті вище теорії структури капіталу нами були згруповані виходячи з того, як вони узгоджуються з ключовими елементами фінансової архітектури підприємства та відповідно вкладаються в концептуальні засади забезпечення ФБП (рис. 1.4).

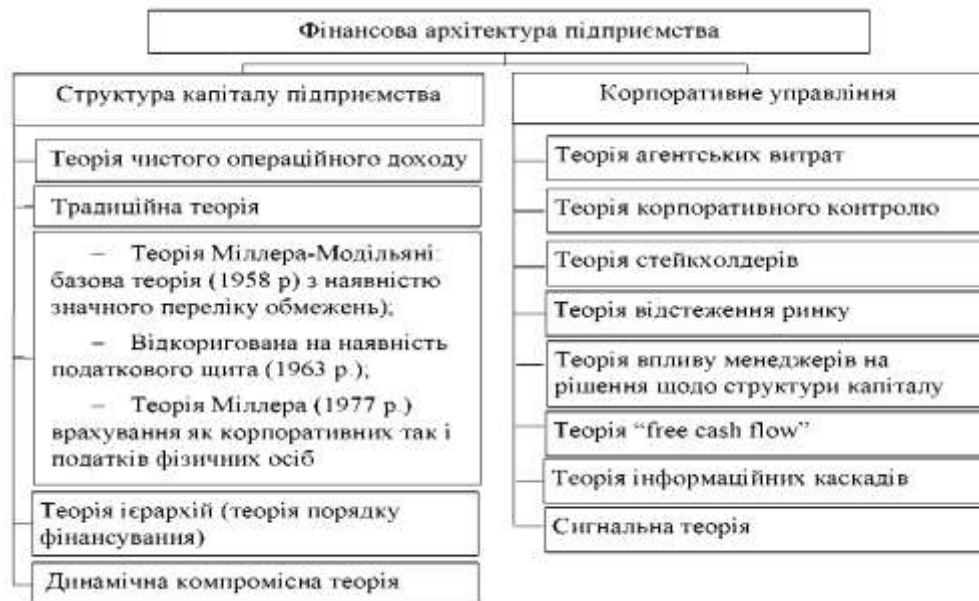


Рис. 1.4. Теоретична база формування фінансової архітектури підприємства  
Джерело: складено автором.

Вказані теорії поділені досить умовно в залежності від того, який фактор визначається основним при прийнятті рішення щодо формування та використання капіталу підприємства з позиції співвідношення двох елементів: власного капіталу та зобов'язань (позикового капіталу). Слід підкреслити, що в зарубіжній практиці обидва елементи капіталу вважаються з точки зору фінансового менеджменту зобов'язаннями, оскільки як перед акціонерами, так і перед кредиторами підприємство має зобов'язання у вигляді виплати дивідендів та відсотків, виходячи з розміру яких визначається власне і вартість капіталу.

Отже сформована на підприємстві фінансова архітектура є головною умовою забезпечення ФБП, що передбачає формування безпечної структури капіталу, яка б відповідала інтересам в першу чергу власників, а також інших стейкхолдерів. Водночас структуру капіталу підприємства значною мірою визначається станом фінансового сектору країни (банківської системи та фондового ринку), його здатністю перерозподіляти потоки фінансових ресурсів.

### 1.3. Теоретичні засади впливу фінансового сектору на фінансову безпеку підприємства

В забезпеченні ФБП важливого значення відіграє стан фінансового сектору країни. Стосовно останнього наразі не існує єдиної точки зору щодо змістового наповнення. Для визначення впливу необхідно з'ясувати сутність



даного поняття та визначити які саме параметри можуть мати вплив на ФБП.

Досить часто термін «фінансовий сектор» ототожнюють з термінами «фінансова система» та «фінансовий ринок». На наш погляд це поняття різні, хоча є взаємопов'язаними між собою. Досить детально ці поняття проаналізовано в статті І. Школьник «До питання про термінологічне розрізнення базових категорій фінансової науки» [58]. Якщо розглядати поняття «фінансова система», то можна відзначити два ключових моменти, по-перше у вітчизняних наукових публікаціях досить часто воно чітко відмежовується від фінансового ринку, оскільки фінансовий ринок вважається складовим елементом фінансової системи, по-друге у зарубіжних публікаціях навпаки термін «фінансова система» та «фінансовий ринок» досить часто ототожнюються. В першому випадку вітчизняні науковці розглядають фінансову систему як сукупність певних сфер і ланок, які пов'язані між собою. На наш погляд найбільш повно цей підхід викладено Юрієм С., Федосовим В., які фінансову систему розглядають як «сукупність урегульованих фінансово-правовими нормами окремих ланок фінансових відносин і фінансових установ (інституцій) за допомогою яких формуються, розподіляються і використовуються централізовані і децентралізовані фонди фінансових ресурсів і грошових засобів. При цьому фінансова система розглядається з двох боків: за внутрішньою структурою й організаційною будовою. За внутрішньою структурою фінансова система є сукупністю дещо відособлених взаємозв'язаних сфер і ланок фінансових відносин, які відображають специфічні форми й методи обміну, розподілу і перерозподілу ВВП. За організаційною будовою фінансова система є сукупністю фінансових органів та інститутів, які керують грошовими потоками в економіці та характеризують систему управління фінансами в країні [63]. В такому ж ключі розглядається фінансова система. Відмінності в їх визначеннях полягають у тому як саме вони вирізняють сфери та ланки фінансової системи, але концептуально вони розглядають в сукупності державні фінанси, фінанси суб'єктів господарювання та фінанси населення або домогосподарств. При цьому практично всі зазначають, що фінансовий ринок є сферою фінансової системи («забезпечувальною» [28, 47], такою, «що охоплює обіг фінансових ресурсів як специфічного товару» [40]). Водночас в роботі [63] зазначається, що фінансовий ринок має дуалістичний характер, він в однаковій мірі є як складовою ринкової економіки (поряд з ринками товарів, послуг, праці тощо), так і фінансової системи. Таке трактування фінансового ринку говорить про те,

що автори виводять фінансову систему за межі ринкових відносин.

Автори Школьник І. та Семенов А. надають, на нашу думку, найбільш повне визначення фінансової системи з точки зору її внутрішнього функціонального наповнення, розглядаючи її як динамічну багатоаспектну структуру в єдності відокремлених і взаємопов'язаних сфер і ланок фінансів, взаємодія між якими забезпечується фінансовими установами, що функціонують на визначених організаційно-правових засадах, і впливають на економічний розвиток країни [59].

«Для трактувань у зарубіжних публікаціях сутності фінансової системи характерним є те, що в центрі схеми її функціонування розміщуються всі потоки саме фінансового ринку. І держава, і суб'єкти господарювання, і домогосподарства є рівноправними учасниками фінансового ринку, який дає змогу вигідно розмістити тимчасово вільні кошти або отримати необхідні ресурси. Кожен учасник може виступати в ролі як інвестора, так і реципієнта інвестицій, але не самостійно, а звертаючись до послуг інституційних інвесторів та фахових агентів ринку» Тому фінансовий ринок можна порівняти з трансмісією, яка забезпечує функціонування всіх інших сфер фінансової системи [56].

Для закордонних авторів більш характерним є інституціональний підхід, який передбачає трактування фінансової системи або ринку через призму сукупності певних елементів «фінансова система це сукупність взаємопов'язаних елементів – інфраструктури (правова, платіжна, розрахункова, облікова системи), інститути (банки, фірми, що здійснюють операції з цінними паперами, інституційні інвестори), ринки (фондова біржа, грошовий ринок та ринок похідних фінансових інструментів)» [58].

На думку З. Боді та Р.К. Мертон під фінансовою системою слід розуміти «сукупність ринків та інших інститутів, що використовуються для укладання фінансових угод, обміну активами і ризиками». Фінансова система забезпечує переміщення економічних ресурсів у часі, з регіону, з одного ВЕД в інший. При цьому з точки зору інституційного наповнення категорії автори зазначають що це «ринки акцій, облігацій та інших фінансових інструментів, фінансові посередники (банки, страхові компанії), фірми, що пропонують фінансові послуги, та органи, що регулюють діяльність цих установ» [10]. Зазначені автори виокремлюють такі функції фінансової системи: платіжно-розрахункова, акумуляція ресурсів та виокремлення внеску в підприємство, часовий, міжгалузевий та міжкраїновий перерозподіл економічних ресурсів,

управління ризиком, інформаційна функція – інформація про ціни, згладжування інформаційної асиметрії.

Р. Левайн в своїй публікації [89] виділяє 5 функцій фінансової системи:

- сприяння торгівлі, хеджування, диверсифікація та зниження ризику;
- перерозподіл ресурсів;
- моніторинг менеджменту та корпоративний контроль;
- мобілізація заощаджень;
- сприяння обміну товарами та послугами.

Автор також приводить схему взаємодії розвитку фінансової системи та економічного зростання (рис. 1.5).



Рис. 1.5. Теоретичний підхід до фінансів та зростання  
Джерело: складено автором на основі [88].

Необхідно також підкреслити, що Р. Левайн виокремлює і дві категорії ризику ідіосинкратичний ризик і ризик ліквідності. Під ідіосинкратичний ризиком розуміється ризик, пов'язаний з успіхом або провалом індивідуального інвестиційного проекту.

Під ризиком ліквідності розуміється наявність невизначеності щодо того, в який момент у зовнішнього інвестора виникне проблема використати фінансовий актив як купівельну спроможність. Тому ідіосинкратичний ризик – це ризик з боку позичальників, а ризик ліквідності – ризик з боку інвесторів. І власне функція фінансової системи полягає в тому, щоб, перебуваючи між інвесторами та позичальниками, перерозподіляти ці ризики.

Отже, наведені вище визначення дозволяють стверджувати, що фінансова

система ними розглядається в більшій мірі з ринкової точки зору і об'єднує в собі сегменти фінансового ринку та власне фінансовий сектор, якщо його розглядати з точки зору сукупності фінансових установ. Крім того, на наш погляд виокремлені на рис. 1.5 фінансові функції, досить добре узгоджуються з поняттям фінансової архітектури підприємства, яке розглянуто нами вище через корпоративний контроль та перерозподіл ресурсів.

Такої ж думки дотримуються і ще два закордонних автори В. Бойс і М. Мелвін, які вважають, що фінансові ринки сприяють алокації (розподілу) ресурсів і це відбувається завдяки таким процесам:

- фінансові інститути відіграють роль посередників між зберігачами і позичальниками і здійснюють відбір позичальників таким чином, щоб грошові кошти були спрямовані на здійснення найкращих проектів;
- фінансові інститути спостерігають за поведінкою позичальників, щоб позикові кошти використовувалися за призначенням;
- фінансові інститути знижують ризик інвестицій, оскільки видають позики різним домогосподарствам і фірмам, і за допомогою такої диверсифікації зменшують ймовірність великих втрат.

Вони також відзначають, що чим більш розвинений фінансовий сектор в економіці, тим більше існує альтернатив для фінансування інвестицій [68].

Слід підкреслити, що фінансове посередництво це є процес, який здійснюють фінансові посередники. В свою чергу система фінансових посередників являє собою фінансовий сектор «у формі діяльності банків та небанківських фінансових установ у взаємодії з суб'єктами реального сектора економіки з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів, забезпечує потреби інституційних секторів економіки у формуванні державних фінансів, фінансів підприємств та фінансів домогосподарств. Фінансовий сектор виступає єдиною ланкою між фінансовою системою і реальним сектором економіки, забезпечує функціонування фінансового ринку країни, формує ресурсну базу розширеного відтворення народного господарства, створює сприятливий інвестиційний клімат і, як наслідок, стимулює економічне зростання країни [59].

У системі національних рахунків виділяють п'ять секторів: нефінансові корпорації; фінансові корпорації; сектор загального державного управління; сектор домашніх господарств; сектор некомерційних організацій. Фінансові корпорації формують фінансовий сектор економіки. До нього належать ті фінансові інституції, що здійснюють свою діяльність на комерційних засадах і

приймають безпосередню участь у процесах суспільного виробництва, продукуючи додану вартість. «У цьому контексті фінансовий сектор належить до економічної системи і може розглядатися як явище певною мірою ширше за фінанси, оскільки його представляють виробники послуг. Водночас, оскільки ці послуги носять фінансовий характер, то є всі підстави розглядати його і як складову фінансової системи. Таким чином, фінансовий сектор має дуалістичний характер. З одного боку, він є складовою економічної системи. Його роль постійно зростає, оскільки саме він у першу чергу забезпечує потреби розвитку економіки. З іншого боку, фінансовий сектор за предметом діяльності його інституцій є складовою фінансової системи. За спрямуванням діяльності ці інституції, безумовно, є інфраструктурною складовою і економічної (поряд з іншими інфраструктурними галузями), і фінансової інфраструктури» [63].

Системний аналіз щодо фінансового сектору України та його місця в фінансовій системі здійснено Коваленко Ю.М. В своїй роботі [27] вона досить детально аналізує сутність фінансової системи, фінансового сектору та проводить порівняльний аналіз структури сектора фінансових корпорацій відповідно до Системи національних рахунків та Класифікатора інституційних секторів економіки України [60]. Так під фінансовою системою вона пропонує розуміти «форму організації грошових відносин між інституційними одиницями секторів економіки з приводу трансформації та розподілу фінансових ресурсів. Її організаційно-інституційна матриця (архітектура) складається з фінансів нефінансових корпорацій, фінансових корпорацій, державного управління, домогосподарств та некомерційних організацій, що обслуговують домогосподарства. Вони вбудовані в систему фінансового ринку та міжнародних фінансів». Опираючись на вище викладене можна представити схематично алгоритм виокремлення фінансового та нефінансового (реального) сектору економіки (рис. 1.6).

Нефінансовий сектор економіки згідно Класифікатора включає суб'єкти економіки, які здійснюють виробництво товарів для продажу в ринкових умовах, та надання послуг нефінансового характеру. На наш погляд нефінансовий сектор в такому розумінні відповідає реальному сектору економіки. Розуміння реального сектору економіки наразі не є однозначним, оскільки знаходиться під впливом розвитку техніки та технологій. Так відповідно до трисекторної моделі Коліна Кларка [69] виокремлено первинний сектор (видобуток сировини, сільське господарство, гірничовидобуваючу, рибну та лісову промисловість), вторинний сектор (промислове виробництво та

будівництво) та третинний сектор економіки (сфера послуг, освіта та туризм).



Рис. 1.6. Виокремлення фінансового та нефінансового сектору економіки  
Джерело: складено автором на основі [26].

Н. Юрків в своїй статті [61] зазначає, що «Відповідно до функціонально-відтворювальної моделі структури національної економіки частина економічної системи – реальна економіка містить три сектори: видобувні галузі, галузі, що виробляють кінцевий продукт (сюди ж входить частина грошового обігу, що обслуговує виробництво), і сферу матеріальних та нематеріальних послуг, які забезпечують функціонування факторів виробництва. Другу частину становить фіктивна економіка, що охоплює інформаційне виробництво і віртуальний товарообіг, а також фінансовий ринок, пов'язаний з віртуальною частиною грошового обороту. У зв'язку з тим, що інформаційна революція спричинила інтенсивне зростання нових технологій, що забезпечують надвисоку рентабельність інвесторам, то до цього часу між фіктивною та реальною складовими економічної системи йде конкуренція за залучення інвестицій». В своїй іншій публікації Н. Юрків наводить типологію реального сектора економіки шляхом виокремлення:

- сектору матеріального виробництва та виробничих (матеріальних) послуг (промисловість, сільське господарство, мисливство, лісове господарство, будівництво, діяльність транспорту та зв'язку);
- сектор невиробничих (нематеріальних) послуг (операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надавання послуг підприємцям,

освіта, охорона здоров'я та надання соціальної допомоги, надання комунальних та індивідуальних послуг, діяльність у сфері культури та послуг, торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку, діяльність готелів та ресторанів) [62].

Слід зазначити, що секторна теорія набула свого розвитку в працях багатьох вчених, і на сьогодні в різних варіантах виокремлюють п'ятисекторну та дванадцятисекторну моделі, враховуючи роль наукових досліджень, сучасних інформаційних технологій тощо. Для нашого дослідження будемо дотримуватись базової трисекторної теорії, оскільки виходячи з неї було здійснено вибірку суб'єктів господарювання для дослідження стану фінансової безпеки підприємств під впливом ситуації, що створилась у фінансовому секторі економіки України.

Слід зазначити, що теоретичні засади взаємодії фінансового та реального секторів економіки досліджувались в роботах багатьох вітчизняних та іноземних авторів, та досить детально проаналізовані і систематизовані в роботі Семенова А.Ю. «Вплив діяльності фінансових установ на економічне зростання в Україні» [49], а також в роботі Корнеєва М.В. «Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України» [31]. Ми погоджуємось з визначенням фінансового сектору, що пропонується Семеновом А.Ю. в контексті визначення фінансових установ, а саме під фінансовими установами він пропонує розглядати «інститути, що надають фінансові послуги та виступають єднальною ланкою між фінансовою системою і реальним сектором економіки, забезпечують функціонування фінансового ринку, формують сприятливий інвестиційний клімат, стимулюють економічне зростання країни і в сукупності створюють фінансовий сектор» [49]. Водночас на наш погляд, з переліку фінансових установ необхідно вилучити ті, які виконують роль інфраструктури та самі по собі не акумулюють фінансових ресурсів, а лише створюють технічні умови для укладання та супроводження фінансових операцій (в тому числі операцій купівлі-продажу цінних паперів, їх реєстрації та зберігання, тощо).

Всі вище наведені дослідження та визначення фінансового сектору як правило базуються на використанні інституційного підходу, і дають визначення фінансового сектора через сукупність фінансових установ. Водночас фінансовий сектор можна сегментувати за його функціональним наповненням. На наш погляд фінансовий сектор функціонально слід представити у вигляді сукупності сегментів (банківського, фондового та страхового).

В контексті дослідження впливу фінансового сектору на стан ФБП важливого значення набуває уточнення фінансового сектору не лише з точки зору інституціональної складової, а і з функціональної точки зору, що відповідає секторній теорії в розрізі реального сектору економіки, розглянутому вище, тобто в розрізі фінансового сектору слід виокремити банківський, страховий та фондовий сектори, як базові. Саме в цих секторах формуються основні фінансові ризики, які впливають на стан ФБП.

Крім того, проаналізувавши Комплексну програму розвитку фінансового сектору України до 2020 року [30], а також опираючись на існуючих фінансових регуляторів та сегменти, які вони регулюють можна дійти висновку, що до фінансового сектору в даному документі відносять банківський сектор, страховий сектор, сектор недержавного пенсійного забезпечення, сектор інститутів спільного інвестування, фондовий сектор тощо.

На нашу думку вплив фінансового сектору на ФБП, враховуючи що останню розглядаємо через призму фінансової архітектури підприємства, проявляється через формування структури капіталу підприємства (під впливом банківського та фондового секторів), структуру власності (фондовий сектор) та відповідно страхування фінансових ризиків (страховий сектор).



Рис. 1.7. Концептуальні засади впливу фінансового сектору на ФБП  
Джерело: складено автором.

На наш погляд ФБП проявляється не лише в здатності поглинати внутрішні та зовнішні фінансові шоки, а і в розробці стратегічних та оперативних заходів, спрямованих на оптимізацію структури капіталу, контроль структури власності та своєчасне втручання власників підприємства в



прийняття менеджерами поточних рішень щодо формування капіталу в поточному періоді.

Необхідно зауважити, що структура власності на вітчизняних підприємствах мала історичні особливості свого формування, обумовлені приватизаційними процесами середини 90-х років ХХ сторіччя. Більшість сучасних потужних підприємств сфери промисловості пройшли через процедуру приватизації, потім вони проходили декілька стадій трансформації, частина з них змінювала власника, залишаючись в тій же організаційно-правовій формі, а частина змінювала свою організаційно-правову форму перетворюючись з акціонерних товариств на товариства з обмеженою відповідальністю, чи інші форми. Акціонерні товариства перетворювались з приватних в публічні та навпаки. Враховуючи, що наше дослідження передбачає вивчення впливу фінансового сектору, в тому числі його фондового сегменту, ми будемо розглядати в подальшому публічні акціонерні товариства, в розумінні їх публічними до прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів)» [44]

Тобто, до прийняття вище зазначеного Закону, в Законі України «Про акціонерні товариства» [43] статті 5 «Типи акціонерних товариств» зазначалось, що публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій, а приватне акціонерне товариство може здійснювати тільки приватне розміщення акцій. У разі прийняття загальними зборами приватного акціонерного товариства рішення про здійснення публічного розміщення акцій, до статуту товариства вносяться відповідні зміни, у тому числі про зміну типу товариства – з приватного на публічне. Крім того, тип акціонерного товариства також був ув'язаний з кількістю акціонерів.

Слід зазначити, що такий підхід відрізнявся від світової, в тому числі і Європейської практики, оскільки статус публічного акціонерне товариство може отримати лише якщо ним була зроблена публічна пропозиція. Згідно статті 34 [44] «публічна пропозиція цінних паперів – це пропозиція (оферта), звернена до невизначеного кола осіб, про придбання цінних паперів за ціною та на умовах, визначених такою пропозицією, що здійснюється з урахуванням вимог, встановлених цим Законом». Таким чином вітчизняна нормативна база наближена до європейської та світової практики і дозволяє запроваджувати європейські принципи регулювання діяльності публічних та приватних акціонерних товариств.

Після набуття чинності цього закону публічними вважатимуться лише емітенти, цінні папери яких станом на 1 січня 2018 року перебуватимуть у лістингу фондової біржі (біржовий реєстр), або вони оприлюднять заяву про здійснення у минулому публічної пропозиції цінних паперів. Усі інші публічні акціонерні товариства вважатимуться такими, що не здійснювали публічну пропозицію цінних паперів і до них застосовуватимуться вимоги Закону «Про акціонерні товариства», що регулюють діяльність приватних акціонерних товариств. При цьому, ці публічні товариства не перетворяться на приватні, вони зможуть перейти на спрощений варіант вимог щодо корпоративного управління.

Зазначений закон вносить вагомі зміни щодо корпоративного управління акціонерними товариствами, що є складовою фінансової архітектури підприємства, в тому числі щодо наявності корпоративного кодексу, щодо складу та комітетів наглядової ради, щодо незалежних членів наглядової ради, тощо, а отже на нашу думку, може опосередковано впливати на стан ФБП.

Відповідно до нового законодавства знижено поріг оприлюднення власників істотної участі. Наразі оприлюднюється інформація щодо власників голосуючих акцій, що мають 10% і більше, це значення знижено до 5%. Крім того, спрощено вимоги щодо розкриття інформації, а також зроблена спроба упорядкувати подання самої інформації та певною мірою запровадити контроль за транспарентністю публічних акціонерних товариств та посилити останню. Зокрема, для публічних акціонерних товариств і банків передбачено розкриття інформації в три способи: перший – подання до Національної комісії по цінним паперам та фондовому ринку; другий – оприлюднення на власному веб-сайті; третій поширення інформації через так званих агентів розкриття інформації, які згідно вказаного Закону будуть створені. Відповідно приватні акціонерні товариства матимуть можливість розкривати інформацію в перші два способи, не вдаючись до послуг такої компанії з розкриття інформації.

Закон запроваджує новий вид діяльності на фондовому ринку – діяльність з надання інформаційних послуг на фондовому ринку. Передбачено, що такий вид діяльності будуть надавати юридичні особи, авторизовані Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Види діяльності з надання інформаційних послуг на фондовому ринку поділяють на:

- 1) діяльність з оприлюднення регульованої інформації від імені учасників фондового ринку;

2) діяльність з розповсюдження в режимі безперервного оновлення консолідованої інформації про фінансові інструменти та/або учасників фондового ринку;

3) діяльність з подання звітності та/або адміністративних даних до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

За попередніми підрахунками, на офіційному сайті Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку в інформації щодо того «Яким чином прийнятий Верховною Радою закон щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів (№2210-VIII) вплине на бізнес» зазначено, що «завдяки зміні вимог для більшості акціонерних товариств обсяг розкриття інформації стане меншим, зменшена кількість обов'язкових способів розкриття інформації, скасовано розкриття інформації в друкованих виданнях. Такі зміни суттєво зекономлять витрати багатьом компаніям і зменшать адміністративний тиск. За нашими підрахунками, акціонерні товариства, які втратять приставку «публічні», зможуть зменшити свої щорічні витрати на розкриття інформації приблизно на 70%. Загалом економія становитиме для компаній 53 мільйони гривень на рік» [64].

Стосовно вимог щодо структури власності, то зміни стосуються розкриття інформації щодо власників підприємства та афілійованих осіб, що повинно дати позитивний сигнал для інвесторів, в тому числі іноземних, щодо вкладання коштів у розвиток вітчизняних підприємств, використовуючи механізми та інструменти фондового ринку.

Що стосується структури капіталу, то з-поміж трьох ключових елементів фінансової архітектури, з точки зору визначення ФБП, це є базовий елемент, оскільки в ньому концентруються всі наслідки як корпоративного управління так і бачення власниками цього підприємства фінансової стратегії його подальшого розвитку.

Вплив фінансового сектору на ФБП проявляється саме через сформовану та потенційно можливу структуру капіталу адже сформована структура капіталу формує фінансові ризики підприємства. З цієї точки зору фінансовий ризик, це ризик, який беруть на себе власники підприємства, використовуючи позиковий капітал у вигляді банківських кредитів (банківський сектор) та корпоративних облігацій – (фондовий сектор), а також регулюючи структуру капіталу через зміни обсягу власного капіталу за рахунок внутрішніх джерел його поповнення – чистого прибутку, та зовнішніх джерел – в подальшому через публічну пропозицію акцій.

Визначення рівня ФБП, на нашу думку безпосередньо пов'язано з рівнем фактично сформованого операційного та фінансового левериджу на підприємстві, та розрахованого на їх основі виробничо-фінансового левериджу та відповідно визначеного рівня бізнес-ризиків. Крім того, відштовхуючись від існуючого рівня операційного та фінансового левериджу необхідно приймати і рішення в межах стратегічного фінансового менеджменту. Якщо підприємство поєднує одночасно значний операційний та фінансовий леверидж то навіть незначні коливання на товарному чи фінансовому ринку можуть різко збільшити загрози ФБП. Оцінювання ФБП через використання ключового показника – запас фінансової міцності (в абсолютній формі), та коефіцієнту запасу фінансової міцності для проведення порівняльного аналізу з станом фінансової безпеки інших підприємств дозволяє враховувати практично всі об'єкти фінансового менеджменту, що робить забезпечення ФБП системним процесом.

Необхідно також зазначити, що в багатьох наукових публікаціях [19, 29, 34, 50, 51], ефект фінансового левериджу визначається за наступною формулою

$$ЕФВ = (1 - C_{пп}) \times (ККВР - СРСВ) \times \frac{ПК}{ВК} \quad (1.1)$$

де ЕФВ – ефект фінансового важеля, %

$C_{пп}$  – ставка податку на прибуток;

ККВР – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

СРСВ – середній розмір відсотків за кредит, %;

ПК – середня сума позикового капіталу, що використовується підприємством.

ВК – середня сума власного капіталу підприємства.

На наш погляд не зовсім точно для розрахунку брати показник валової рентабельності активів, оскільки вона враховує лише собівартість реалізованої продукції, а такі витрати як витрати на збут та адміністративні витрати в цьому випадку не беруться до уваги. На наш погляд, враховуючи існуючі форми вітчизняної фінансової звітності, на основі яких проводиться дослідження, для розрахунку ефекту фінансового левериджу, а отже і фінансового ризику та певною мірою ФБП необхідно брати для розрахунку фінансовий результат від операційної діяльності. Це дасть більш точний показник.

Крім того, для попередньої оцінки ризиків акціонерів при використанні позикового капіталу повинно проводитись порівняння вартості капіталу підприємства та показника рентабельність операційної діяльності.

Крім того, в контексті даного дослідження на практиці активно

використовуються метод максимізації фінансових ризиків через використання ефекту фінансового левєриджу, метод мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємства, метод ЕВІТ/ЕРС (співвідношення прибутку від операційної діяльності до прибутку на акцію) та його взаємозв'язок з фінансовим левєрижем, який розглядається як співвідношення приросту прибутку на акцію до приросту операційного прибутку підприємства, а також метод загального левєриджу (через мультиплікативний ефект взаємодії операційного та фінансового левєриджу).

Стосовно впливу фінансового сектору на стан ФБП, варто виокремити базові показники, які матимуть вплив як на формування фінансового левєриджу, так і на формування вартості капіталу підприємства (рис. 1.13), а саме: вартість кредитів, як довгострокового так і короткострокового характеру, які підприємство спроможне використовувати в своїй діяльності, крім того, потужні підприємства, особливо в сфері важкої промисловості потребують не просто кредитів, а кредитів у великих розмірах, і досить часто капіталізація окремих банків не дозволяє їм надати такий кредит, оскільки в цьому випадку ризик їх діяльності суттєво зростає і стає залежним від ризику діяльності конкретного клієнта.

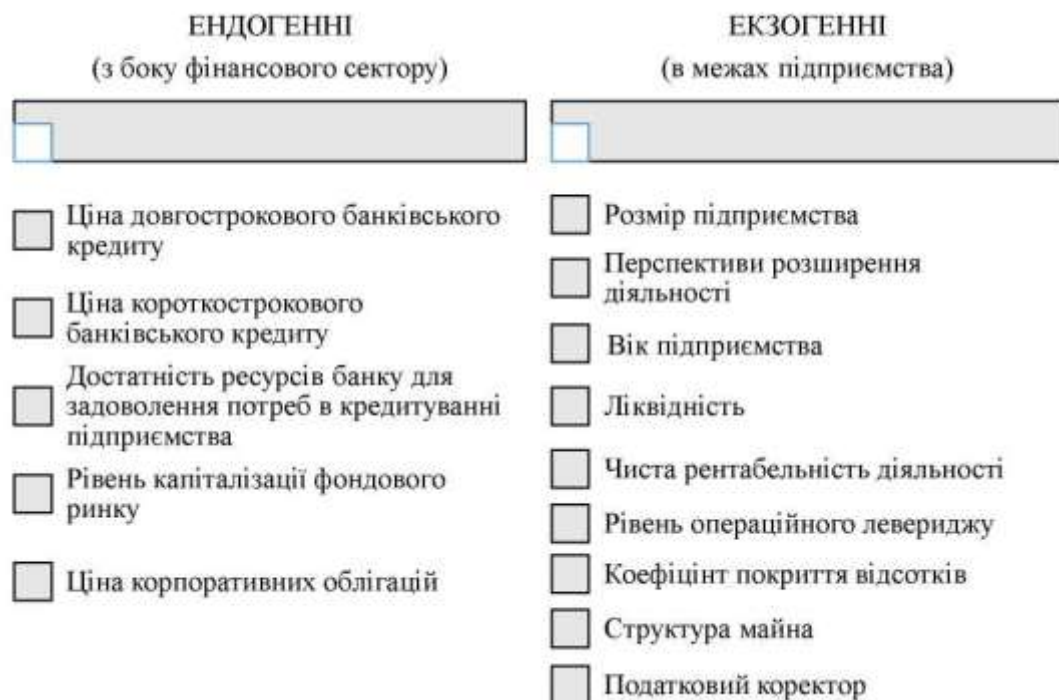


Рис.1.8. Детермінанти фінансового левєриджу підприємства

*Джерело: складено автором.*

З точки зору формування структури капіталу важливого значення має і капіталізація фондового ринку України, оскільки вона визначає можливість і

здатність підприємства розмістити емітовані ним акції і акумулювати своєчасно оплачений нарощений власний капітал. Крім того, важливого значення має і можливість ефективного розміщення емітованих підприємством корпоративних облігацій, що є альтернативою банківському кредитуванню.

Стосовно екзогенних детермінант, то слід зазначити, що вони сформовані на основі аналізу проведеного як вітчизняними так і зарубіжними авторами, що здійснювався в контексті висвітлених вище теорій структури капіталу підприємства та формування її оптимального стану.

Таким чином, можна зробити висновок, що фінансовий сектор має безпосередній вплив на ФБП через сформовану на ньому фінансову архітектуру, яка включає наявну структуру власності (з урахуванням наявності мажоритарних та міноритарних акціонерів), сформовану власниками команду топ-менеджменту, які у взаємодії визначають стратегію корпоративного управління та доручають менеджерам проводити оперативне управління підприємством, а також сформовану у взаємодії цих стейкхолдерів структуру капіталу, з врахуванням стратегії її подальшої зміни.

## **Висновки до розділу 1**

ФБП є фундаментом для формування фінансової безпеки держави, оскільки саме на мікрорівні формуються якісні фінансові потоки між суб'єктами господарювання, працівниками та державою. Водночас забезпечення ФБП ускладнюється постійною нестабільністю функціонування фінансового сектору та проявом фінансових криз.

Проведений структурно-декомпозиційний аналіз дефініції «фінансова безпека підприємства» дозволив систематизувати існуючі підходи та виокремити основні з них: як певний фінансовий стан, чи стан фінансових ресурсів; як результат керованості процесів, а отже можливість розробляти і реалізовувати фінансову стратегію, спрямовану на захищеність інтересів; як можливість або здатність нейтралізувати загрози, як гармонізація фінансових інтересів підприємства, як здатність зберігати та нарощувати фінансовий потенціал.

Обґрунтовано, що існуючі визначення ФБП не враховують інтереси стейкхолдерів та запропоновано власне розуміння даного поняття, а саме під ФБП – розглядається такий стан структури капіталу, який забезпечує поглинання (абсорбцію) зовнішніх та внутрішніх економічних шоків за рахунок

сформованого запасу фінансової міцності та захищає інтереси стейкхолдерів в умовах існуючої фінансової архітектури підприємства.

Запропоновано концептуальне розуміння ФБП, що передбачає визначення стратегічної та оперативної мети, принципи, методи та інструменти забезпечення ФБП. На відміну від існуючих в авторському розумінні суб'єктно-об'єктна структура ФБП представлена їх фінансовою архітектурою, яку запропоновано розглядати як триєдину цілісність структури капіталу, структури власності та корпоративного управління, що в сукупності визначає формування та забезпечення відповідного рівня ФБП;

Виокремлено п'ять основних підходів до визначення об'єкта ФБП, а саме – фінансовий стан, як правило з ключовим акцентом на фінансову стійкість, загрози, фінансовий потенціал, фінансовий інтерес та результат керованості фінансовим процесом. Зазначено, що всі виокремлені об'єкти між собою взаємопов'язані, оскільки відображають різні сторони процесу прийняття фінансових рішень. Водночас основою для їх визначення є один і той же інформаційний простір, а саме дані фінансової та бухгалтерської звітності підприємства.

Обґрунтовано, що в контексті авторського визначення ФБП через призму фінансової архітектури об'єктом є капітал підприємства, оскільки в ньому концентруються всі наслідки як корпоративного управління так і бачення власниками цього підприємства фінансової стратегії його подальшого розвитку.

Суб'єктами забезпечення ФБП є стейкхолдери підприємства. В роботі запропонована градація 4 рівнів стейкхолдерів підприємства: 1 рівень – максимально широкий перелік, які в тій чи іншій мірі зацікавлені в у забезпеченні ФБП; 2 рівень – широкий перелік стейкхолдерів, які зацікавлені в отриманні інформації про рівень ФБП як у зв'язку з прямою так і з опосередкованою фінансовою залежністю від діяльності підприємства; 3 рівень – ті, хто має прямі або опосередковані фінансові відносини з підприємством і чий фінансовий стан в більшій чи в меншій мірі залежить від рівня ФБП; 4 рівень – стейкхолдери, що мають пряму фінансову залежність від рівня ФБП.

Враховуючи, що структура капіталу є об'єктом ФБП, проведено систематизацію ключових теорій структури капіталу та виокремлено: статичні теорії структури капіталу (теорія чистого операційного прибутку, традиційна теорія, теорія Міллера-Модільяні та її модифікації, статична компромісна теорія) та динамічні теорії (динамічна компромісна теорія; теорії асиметрії

інформації – сигнальна теорія, теорія агентських витрат, теорія ієрархій; поведінкові теорії – теорія корпоративного контролю, стейкхолдерів, впливу менеджерів, інформаційних каскадів; теорія відстеження ринку; теорія «free cash flow»).

На підставі систематизації базових теорій (статичних та динамічних) структури капіталу детермінанти фінансового левериджу підприємства згруповано в екзогенну та ендогенну групу.

Враховуючи складові елементи фінансової архітектури підприємства на основі досліджених теорій запропоновано теоретичну базу формування фінансової архітектури підприємства з поділом теорій на ті, які враховують фінансові складові формування структури капіталу підприємства, та ті які враховують вплив корпоративного управління.

Визначено, що вплив фінансового сектору на ФБП, враховуючи що останню розглядаємо через призму фінансової архітектури підприємства, проявляється через формування структури капіталу підприємства (під впливом банківського та фондового секторів), структуру власності (фондовий сектор) та відповідно страхування фінансових ризиків (страховий сектор).

Вплив фінансового сектору на ФБП проявляється через сформовану та потенційно можливу структуру капіталу адже сформована структура капіталу формує фінансові ризики підприємства. З цієї точки зору фінансовий ризик, це ризик, який беруть на себе власники підприємства, використовуючи позиковий капітал у вигляді банківських кредитів (банківський сектор) та корпоративних облігацій – (фондовий сектор), а також регулюючи структуру капіталу через зміни обсягу власного капіталу за рахунок внутрішніх джерел його поповнення – чистого прибутку, та зовнішніх джерел – в подальшому через публічну пропозицію акцій.

Фінансовий сектор має безпосередній вплив на ФБП через сформовану на ньому фінансову архітектуру, яка включає наявну структуру власності (з урахуванням наявності мажоритарних та міноритарних акціонерів), сформовану власниками команду топ-менеджменту, які у взаємодії визначають стратегію корпоративного управління та доручають менеджерам проводити оперативне управління підприємством, а також сформовану у взаємодії цих стейкхолдерів структуру капіталу, з врахуванням стратегії її подальшої зміни.



## РОЗДІЛ 2

### ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ ПІД ВПЛИВОМ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ

#### 2.1. Сучасний стан та тенденції розвитку фінансового сектору економіки України

Фінансовий сектор економіки України знаходиться під значним впливом світового фінансового ринку, який останнім часом періодично проходить через кризові явища. Періодичність кризових явищ дедалі стає все частішою. Враховуючи мету нашого дослідження. Як зазначалось раніше фінансовий сектор буде розглядатись з точки зору впливу стану в якому він знаходиться на ФБП, а отже його буде проаналізовано з позиції трьох ключових сегментів – банківського, оскільки він є визначальним у формуванні умов використання довго- та короткострокових кредитів, фондового – через його реальний та потенційний вплив на стан власного капіталу підприємства та можливості його використання для первинного публічного розміщення акцій, а також щодо можливості розміщення корпоративних облігацій як альтернативи банківському кредитуванню. Крім того, нами зазначалось, що у фінансовому секторі також виділяють ще один базовий сегмент – страховий, але враховуючи, що ми визначаємо вплив фінансового сектору на ФБП через структуру капіталу, сформовану структуру власності та стан корпоративного управління, роль страхового сегменту нами буде проаналізовано досить поверхнево. Страховий сегмент з точки зору забезпечення ФБП має значення в контексті страхування ризиків, які супроводжують фінансові операції, які в межах цього дослідження не розглядаються.

Фахівців Міжнародного валютного фонду А. Деміргук-Кунт та Р. Левайн зазначають, що банкоцентрична модель фінансової системи передбачає, що банківські установи зберігають основну частину заощаджень, що створюється в економіці в формі депозитів юридичних та фізичних осіб. В цій моделі юридичні та фізичні особи напряму інвестування не здійснюють, а фактично передоручають банківським установам прийняття рішень про інвестування коштів. Банки не тільки здійснюють кредитні операції, але і виступають основними покупцями акцій та облігацій підприємств. Вони володіють акціями та контролюють торгівлю ними, а також домінують на ринках капіталу. Структура фінансових продуктів на таких ринках більш консервативна [70].

Ринковоорієнтована модель передбачає, що центром перерозподілу фінансових ресурсів в економіці країни є фондовий ринок. Ця модель ще отримала назву системи з «широкою участю» (broad based, capital market). Власники тимчасово вільних фінансових ресурсів – підприємства, населення чи держава здійснюють їх розміщення за допомогою фінансових посередників, що дає змогу максимально задіяти заощадження в якості інвестицій. Для реципієнтів інвестицій ринковоорієнтована модель дозволяє знайти необхідний капітал, особливо у вигляді «довгих» грошей. Розміщення капіталу на умовах конкуренції дозволяє отримувати капітал як новоствореним компаніям так і усталеним. Ринок з широкою участю вимагає залучення багатьох інвесторів як з високим так і з середнім рівнем доходу як на короткостроковій так і на довгостроковій основі [73].

Наразі в Україні ключову роль серед фінансових посередників відіграють банківські установи. Банкоцентричність фінансового сектору підтверджується даними, наведеними на рис. 2.1, оскільки активи банків суттєво перевищують активи небанківських фінансових установ, в тому числі і страхових компаній. Аналізуючи загальний обсяг активів фінансових посередників за період з 2009 по 2019 роки варто зазначити, що динаміка цих показників є нестабільною, але має свої пояснення.



Рисунок 2.1 – Динаміка активів фінансових посередників України  
Джерело: складено автором за даними НБУ та Нацкомфінпослуг

Так в 2011 році відбулось скорочення обсягів активів, що обумовлено наслідками світової фінансової кризи. При цьому таке скорочення

спостерігалось і в банківській сфері і серед небанківських фінансових установ. Досить суттєвим є скорочення активів фінансових посередників після 2016 року, що стало з одного боку наслідком політичних подій та втрати активів АРК Крим а також активів в зоні антитерористичної операції на сході України в Луганській і Донецькій областях, а з іншого боку діями Національного банку України з очищення банківської системи. При цьому суттєві коливання активів фінансових посередників обумовлені в першу чергу коливаннями активів банків. Рисунок 2.1 наочно демонструє пряму кореляційну залежність між динамікою активів фінансових посередників та активів банків. Стосовно активів небанківських фінансових установ, то їх динаміка в цілому позитивна. Різке зростання обсягів активів небанківських фінансових установ спостерігається в 2014 році, що обумовлено різким зростанням активів фінансових установ – на 70% і ломбардів – на 30%. Але, враховуючи їх незначну частку в загальній сумі фінансових активів, це зростання не мало суттєвого впливу. Отже, найбільшими фінансовими посередниками є банки. Загальна ж тенденція щодо активів фінансових посередників є негативною, що підтверджує побудований тренд. В даному випадку використано поліном третього ступеня, враховуючи нестабільність поведінки практично всіх без виключення показників, при цьому точність прогнозу достатньо висока, оскільки  $R^2=0,718$  і наближається до 1.

Слід зазначити, що абсолютні показники відображають ситуацію в межах фінансових посередників, але для розуміння ролі фінансових посередників в економіці варто проаналізувати відносні показники, а саме частки фінансових активів у валовому внутрішньому продукті країни. Для розрахунків використаємо номінальний ВВП. На рис. 2.2 подано динаміку показників частки активів банків та небанківських фінансових установ у ВВП країни. Як видно з даних частка активів фінансових посередників у ВВП країни починаючи з 2016 року скорочується, що спостерігається як по банках, так і по страхових компаніях та всіх небанківських фінансових установ та свідчить про звуження фінансового сектору економіки. При цьому слід зазначити, що розрахунок коефіцієнта кореляції між динамікою показника питомої ваги банків у ВВП та питомої ваги страхових компаній у ВВП, засвідчує, що між цими показниками існує щільний зв'язок, оскільки коефіцієнт кореляції становить 0,93. Водночас коефіцієнт кореляції між показниками питомої ваги банків у ВВП та питомої ваги небанківських фінансових установ у ВВП має від'ємне значення (-0,2), це говорить про те, що чим більше значення показника,

що характеризує частку банків тим менше значення показників небанківських фінансових установ.



Рис. 2.2. Динаміка питомої ваги активів фінансових посередників у валовому внутрішньому продукті, %

Джерело: складено автором за даними НБУ, Нацкомфінпослуг та Держкомстату

Враховуючи, що між банками та страховими компаніями існує тісний кореляційний зв'язок, то наявність від'ємної кореляції між банками та небанківськими фінансовими установами, обумовлена іншими фінансовими установами, а саме фінансовими установами, кредитними спілками та ломбардами. Це також має своє пояснення, адже в умовах, коли банки звужують свою діяльність, фізичні та юридичні особи знаходять альтернативні фінансові продукти саме у вище зазначених небанківських установ.

Як було зазначено в розділі 1, фінансовий сектор містить банківський сектор, страховий та фондочий сектори. Тому для більш об'єктивного дослідження варто проаналізувати стан фондочого сектору, особливо враховуючи те, що останній є альтернативою з точки зору формування капіталу суб'єктів господарювання реального сектору економіки.

Необхідно зазначити, що фондочий ринок країни поступово стискається, що призвело до ситуації, коли світові рейтингові агентства виключили його із переліку не лише граничних (emergency) ринків, але і таких які є потенційними для включення до цього списку. Так, зокрема за даними FTSE Global Equity Index Series (індексу, що формується Лондонською фондочою біржою), який проводить рейтингування країн за рівнем розвитку фондочих ринків починаючи з 1985 року та охоплює ринки 47 країн і включає близько 7400 цінних паперів, фондочий ринок України в 2010-2014 році розглядався як ринок, який є претендентом на включення до граничних (Frontier) ринків. Після 2014 року

вітчизняний фондовий ринок викреслений із списку ринків, які потенційно можуть розглядатись як граничні. Необхідно підкреслити, що цей індекс популярний серед інвесторів, які використовують його для аналізу інвестицій, портфелів цінних паперів та розподілу активів, ефективності вкладень, відстеження індексів та динаміки структурованих продуктів.

Водночас, враховуючи заходи, що проводяться для очищення вітчизняного фондового ринку, це може привести до перегляду його позиції в світовому фондовому ринку. Це питання є дуже важливим, оскільки є значним інформаційним сигналом для входження інвесторів.

Одним із базових показників, що відображають стан фондового ринку країни є ринкова капіталізація, яка для порівнювання визначена як частка у ВВП. Ринкова капіталізація визначає ринкову вартість акцій підприємств, які знаходяться в лістингу на фондових біржах. Порівняно з банками ринок демонстрував стабільне зростання після світової фінансової кризи 2010 року до 2016 року з 9% до 29%, але в 2017 році відбулось різке скорочення цього показника більше ніж в 10 разів, що обумовлено як політичною ситуацією, так і започаткованою Національною комісією по цінним паперам та фондовому ринку програму щодо очищення фондового ринку від «смітникових» акцій. Так з початку 2018 року НКЦПФР було запроваджено нові вимоги щодо лістингу цінних паперів на фондових біржах [46] на основі змін, внесених до Положення про функціонування фондових бірж.

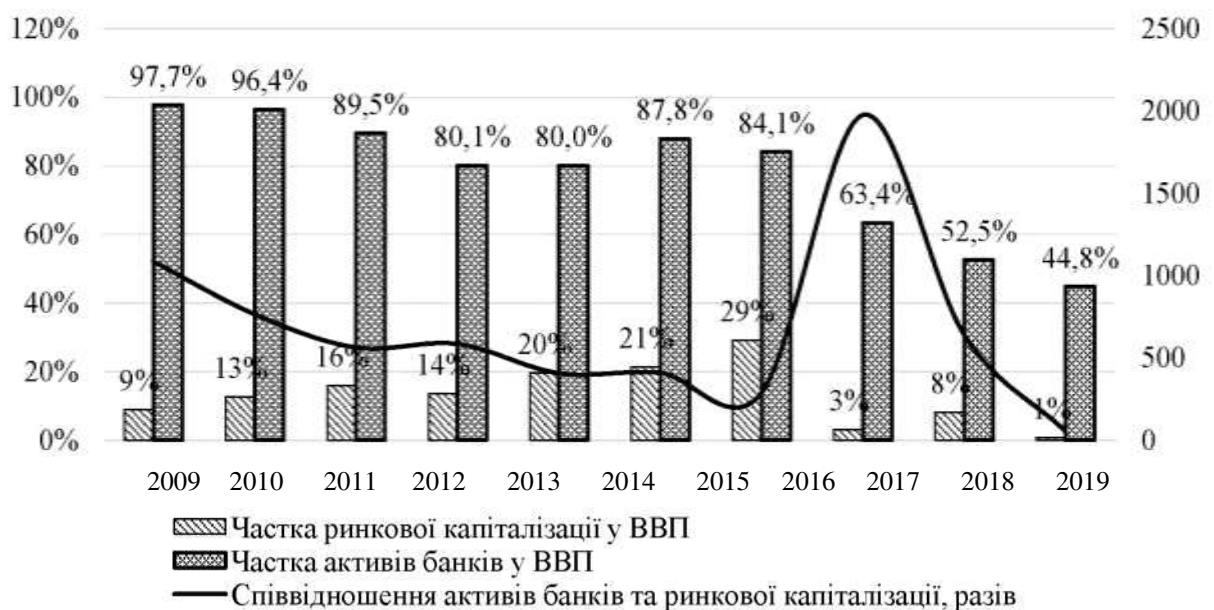


Рис. 2.3. Динаміка показників частки ринкової капіталізації та активів банків у валовому внутрішньому продукті та співвідношення активів банків та ринкової капіталізації.

Джерело: складено автором за даними НБУ, НКЦПФР та Держкомстату України

Зокрема, були внесені зміни щодо вимог до перебування цінних паперів в першому та другому рівні лістингу, а також позалістингового перебування акцій для нових інвестиційно привабливих компаній з метою розвитку середнього бізнесу в Україні. Ці вимоги стосуються в першу чергу акцій та корпоративних облігацій. Вимоги щодо лістингу акцій по суті відображають основні складові елементи фінансової архітектури підприємства (див. табл. 2.1) в частині структури капіталу та його базових характеристик (сума власного капіталу, ринкова капіталізація акцій), в частині структури власності (мінімальна кількість акціонерів, частка акцій у вільному обігу) та в частині корпоративного управління (наявність посади корпоративного секретаря, вимоги до незалежних членів наглядової ради, вимоги до транспарентності в частині оприлюднення фінансової звітності, вимоги до дотримання принципів корпоративного управління та інші).

Таблиця 2.1

## Мінімальні вимоги щодо перебування акцій в лістингу фондової біржі

Вимога	1 рівень лістингу	2 рівень лістингу
Термін функціонування	Не менше 5 років	Не менше 3 років
Власний капітал	Не менше 1 млрд. грн.	Не менше 0,4 млрд. грн.
Річний чистий дохід за останній фінансовий рік (крім банків)	Не менше 1 млрд. грн.	Не менше 0,4 млрд. грн.
Ринкова капіталізація (середнє значення)	Не менше 1 млрд. грн.	Не менше 0,1 млрд. грн.
Мінімальна частка акцій у вільному обігу	Не менше 25 %*	Не менше 10 %**
Кількість акціонерів	не менше 500	не менше 200
Посада корпоративного секретаря	+	+
Незалежні члени наглядової ради	25% кількісного складу ради	-
Служба внутрішнього аудиту	+	-
щорічна аудиторська перевірка відповідно до міжнародних стандартів аудиту за участю незалежного зовнішнього аудитора	+(не менше трьох років)	+(не менше двох років)
Розкриття фінансової звітності	+українською та англійською мовами	-
Дотримання принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності	+	рекомендовано
Договір з маркет-мейкером про підтримку ліквідності акцій	+	-

\*у двох інвесторів сумарно може бути не більше ніж 50% від цієї частки \*\*у двох інвесторів сумарно може бути не більше 50% від цієї частки (за винятком: акцій, що мають обмежений обіг; акцій, що належать державі).

*Джерело: складено автором за даними НКЦПФР*

Необхідно звернути увагу на те, що виставлені вимоги є не надто жорсткими порівняно з вимогами провідних європейських фондових бірж, але і ці вимоги суттєво скоротили перелік компаній, які могли виставляти свої акції

в лістингу фондових бірж, що призвело до суттєвого скорочення ринкової капіталізації.

Ці результати засвідчили, що вітчизняний фондовий ринок був спрямований на проведення спекулятивних операцій, та не виконував своєї основної функції акумулювання коштів для їх подальшого інвестування в економіку. Порівняно з вимогами до емітентів акцій та їх участі в лістингу, вимоги щодо лістингу облігацій є значно легшими.

Крім того, було також запроваджено єдиний підхід до порядку визначення біржового курсу цінного паперу, що дозволить більш об'єктивно визначати ринкову вартість акцій, а також аналізувати наявність суттєвих відхилень в ціні, якщо цінні папери одного емітента знаходяться в лістингу на різних фондових біржах і таким чином відстежувати спекулятивні операції. наразі за даними НКЦПФР в 2018 та 2019 роках жодна вітчизняна компанія не виставила свої акції в перший рівень лістингу, другий рівень лістингу був представлений лише із 8 (2018 р.) та 12 (2019 р.) компаній, а саме ПАТ «Мотор Січ», ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Донбасенерго», ПАТ «АКБ «Індустріалбанк», ПАТ АБ «Південний», ПАТ «Дніпроазот» та МНР S.A. (Миронівський хлібокомбінат).

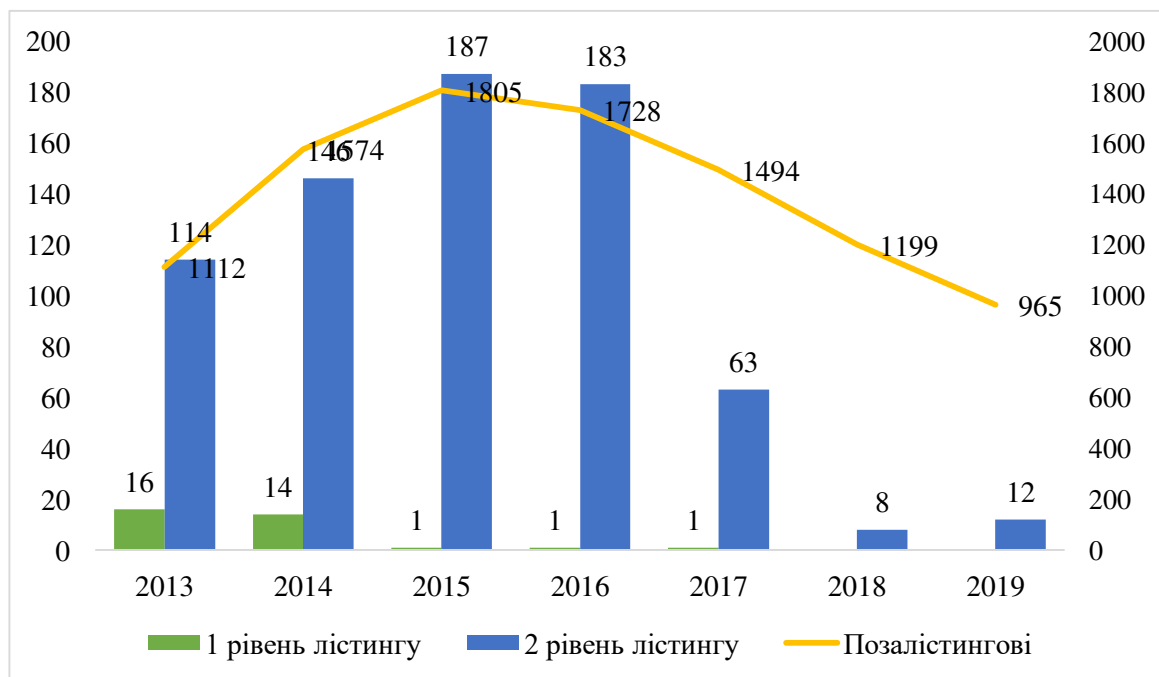


Рис.2.4. Динаміка акцій компаній за рівнями лістингу

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Як видно з даних рис. 2.4, заходи вжиті НКЦПФР були досить дієвими, оскільки кількість компаній на другому рівні в 2018 році порівняно з 2017 році скоротилась майже у 8 разів, при цьому значно зменшилась і кількість акцій в

позалістингових котируваннях – на 36% в 2019 р. порівняно з 2017 р. Певною позитивною тенденцією можна вважати зростання у 2019 р. кількості компаній 2-го рівня лістингу з 8 до 12, які відповідають новим вимогам щодо лістингу.

З точки зору функціонування підприємств фондовий ринок цікавий показниками обсягів зареєстрованих випусків акцій, оскільки ці операції безпосередньо визначають структуру капіталу підприємства через зміну частки власного капіталу. Проаналізувавши перелік найбільших емітентів акцій за період з 2009 року по 2019 рік можна зробити висновок, що ознаки банкоцентричності проявлялись і в розподілі емітентів акцій. Так за період з 2009 по 2016 роки, коли НКЦПФР визначало п'ять найбільших емітентів (таблиця 2.2) в переліку яких переважали банки як комерційні, так і державні.

Таблиця 2.2

## Перелік найбільших емітентів акцій за період 2017-2019 р.

Емітент	Млрд. грн.
<b>2017</b>	
ПАТ НАК "Нафтогаз України"	29,700
ПАТ АК "Промислово-інвестиційний банк"	26,378
ПАТ "ВТБ Банк"	18,700
ПАТ "Укрсоцбанк"	5,272
ПАТ "Державний експортно-імпорتنний банк України"	5,000
ПАТ "Сбербанк"	4,780
ПАТ "Укрсиббанк"	4,466
ПАТ АБ "Укргазбанк"	3,837
ПАТ "ОТП банк"	3,385
ПАТ "Райз-максимко"	3,350
<b>2018</b>	
ПАТ КБ "Приватбанк"	146,238
ПАТ "Державний експортно-імпорتنний банк"	9,319
ПАТ "ВТБ Банк"	8,900
ПАТ "Укрсоцбанк"	8,807
ПАТ "Державний ощадний банк України"	4,956
ПАТ "Альфа-банк"	4,779
ПАТ "Сбербанк"	4,293
ПрАТ "А/Т Тютюнова компанія В.А.Т. "Прилуки"	3,750
ПАТ "БМ Банк"	1,650
ПАТ "АК Промислово-інвестиційний банк"	1,607
<b>2019</b>	
ПАТ «Українська залізниця»	229,879
ПАТ КБ "Приватбанк"	38,565
ПАТ "Державний ощадний банк України"	14,616
ПАТ "АК Промислово-інвестиційний банк"	10,301
ПАТ «Укрпошта»	6,519
ПрАТ "А/Т Тютюнова компанія В.А.Т. "Прилуки"	5,086
ПАТ "ВТБ Банк"	2,592
ПАТ «Об'єднана гірничо-хімічна компанія»	1,944

*Джерело: Складено автором за даними НКЦПФР*

Стабільно емісію здійснювала Національна акціонерна компанія



«Нафтогаз Україна», що обумовлено було необхідністю покриття дефіциту коштів цієї компанії. Враховуючи, що це підприємство належить державі та має виключно важливе значення для функціонування економіки країни, майже кожного року відбувалась його докапіталізація шляхом емісії акцій. Фактично ця емісія нарощувала державний борг. За весь аналізований період сумарно обсяг докапіталізації НАК «Нафтогаз України» становить 190,81 млрд. грн. Необхідно також відзначити, що серед банків, додаткову емісію досить часто здійснювали банки, що належать державі. Так в переліку банків містився ПАТ «Родовід Банк», який було націоналізовано державою в 2011 році за наслідками впливу світової фінансової кризи 2010 року, і в цьому ж році було здійснено докапіталізацію на суму 5,6 млрд. грн. та додатково в 2013 році – на суму 3,95 млрд. грн. Така ж ситуація склалась і відносно банку ПАТ АБ «Укргазбанк», який також було націоналізовано в 2011 році та відповідно його було докапіталізовано в 2013 році на 4,9 млрд. грн. і додатково в 2017 р. на суму 3,837 млрд. грн. Особливо необхідно відзначити ситуацію в 2018 р., коли в результаті націоналізації ПАТ КБ «Приватбанк» та з метою підтримки стабільності банківської системи, враховуючи частку ринку банківських послуг в сегменті фізичних осіб та системоутворюючу функцію банку Міністерством фінансів було прийнято рішення про суттєву докапіталізацію, яка склала 146,238 млрд. грн., а в 2019 р. ще додатково 38,5 млрд. грн. Крім того в переліку найбільших емітентів присутні і інші державні банки, які на сьогодні займають найбільшу частку ринку. Так, за аналізований період ПАТ «Державний ощадний банк України» здійснив цілий ряд емісій акцій на загальну суму – 44,544 млрд. грн. В переліку також присутній ПАТ «Державний експортно-імпортний банк» сума емісії якого за аналізований період склала 28,431 млрд. грн. Тобто враховуючи, що власником емітентів таких як НАК «Нафтогаз України», ПАТ «Державний експортно-імпортний банк», ПАТ «Державний ощадний банк України» та згаданих вище емітентів є держава, значна частка емітованих акцій була здійснена за рішення Міністерства фінансів України і фактично означала нарощення державного боргу. При цьому частка емісії державних емітентів серед переліку найбільших, становила в 2019 р. – 91,53 %, 2018 році – 82,6% а в 2017 – 36,8%. Отже в цілому і з точки зору емітентів акцій фондовий ринок України носить ознаки банкоцентричності.

Не зважаючи на зниження частки активів банків у ВВП країни, протягом 2016-2018 років, зниження розміру ринкової капіталізації було значно більшим за розміром, що призвело, до ще більшого розриву між показником частка

активів банків у ВВП та часткою ринкової капіталізації у ВВП країни. Фінансовий сектор України має всі ознаки банкоцентричності, оскільки активи банків суттєво в сотні разів переважають обсяги ринкової капіталізації. При цьому необхідно також враховувати той факт, що з поміж компаній з найбільшою ринковою капіталізацією в 2018 році були також і банки, а саме ПАТ АБ «Південний» та ПАТ АКБ «Індустріал банк».

Фондовий ринок України протягом аналізованого періоду суттєво змінив свою структуру за різними ознаками, якщо розглядати і з точки зору структури торгів по цінним паперам і з точки зору структури випуску цінних паперів.

Структура торгів демонструє поступове, починаючи з 2010 року нарощення сегменту державних облігацій, які до кінця 2018 року фактично витіснили всі інші операції з іншими видами цінних паперів. Частка державних облігацій в 2019 році становила 92,1%, порівняно з 8,25% у 2009 році. Якщо в 2009 році фондовий ринок обслуговував операції по емісії акцій та корпоративних облігацій, то в 2019 році фондовий ринок обслуговує по суті державний борг країни через операції з облігаціями внутрішньої державної позики. Тут варто зауважити, що основними учасниками торгів з облігаціями внутрішньої державної позики є банки, тобто банкоцентричність фондового ринку підтверджується і з цієї точки зору.

На нашу думку доречно було б проаналізувати операції з емісії цінних паперів, не враховуючи сегмент облігацій внутрішньої державної позики, враховуючи вище викладене, для того, щоб виявити, що є більш привабливим для емітентів – нарощення власного капіталу чи все таки використання позикового капіталу – боргових цінних паперів – корпоративних облігацій чи довгострокових банківських кредитів. Для порівняння використовуємо довгострокові джерела фінансування, оскільки саме вони створюють фінансову базу розвитку підприємства і є визначальними з точки зору забезпечення ФБП. В основі ФБП є власний капітал підприємства, оскільки він виконує ряд важливих функцій, в тому числі:

- підприємствоутворюючу – створення будь-якого підприємства розпочинається з формування власного, а саме зареєстрованого капіталу, він є основою для формування матеріально-технічної бази підприємства і забезпечує його безперервне функціонування;
- кредитоспроможності – є основою визначення здатності підприємства використовувати позикові кошти, в першу чергу кредити;
- гарантійну – виступає своєрідною гарантією захисту інтересів

кредиторів;

– захисну – є основою формування ФБП та поглинання фінансових ризиків.

Дані рис. 2.5 засвідчують, що ситуація з джерелами фінансування діяльності є досить нестабільною, оскільки динаміка показників не визначає якусь стійку тенденцію. Так, протягом аналізованого періоду використання довгострокових кредитів та емісія акцій переважали емісію облігацій підприємств. За виключення 2014 року, коли облігацій підприємств було емітовано в 3 рази більше ніж акцій. Водночас, порівнюючи використання довгострокових кредитів та емісії акцій можна зробити висновок, що за період 2012-2015 років сума довгострокового кредитування перевищувала суми емітованих акцій, а починаючи з 2016 року, за винятком 2018 р., обсяг емісії акцій суттєво перевищував залучення коштів у банків на довгостроковій основі. З одного боку це пояснюється необхідністю додаткової капіталізації, про що було зазначено вище, а з іншого боку кризовими явищами в банківському секторі, відтоку депозитів і, як наслідок звуження їх фінансової бази. Слід зазначити, що надання банками довгострокових кредитів на потреби розвитку економіки в Україні є досить складним, оскільки значна частка депозитної бази є короткостроковою.



Рис. 2.5. Обсяги довгострокових джерел фінансування економіки України  
Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Необхідно також зазначити, що в 2018 році обсяг цих двох джерел фінансування фактично зрівнявся і становив майже 200 млрд. грн., при цьому варто враховувати, що за даними таблиці 2.1 основна маса емітованих акцій належить банкам, в тому числі державним. Не зважаючи на наявність певних переваг використання облігацій порівняно з кредитами банків (більш дешевий ресурс, незалежність підприємства від одного кредитора – банку, відсутність

застави), їх обсяг найменший серед всіх довгострокових джерел, і, починаючи з 2013 року мав стійку тенденцію до зменшення і склав 5,5 млрд грн в 2018 році, порівняно з близько 40 млрд в 2013 (скорочення більше ніж у 7 разів).

Необхідно також зазначити, що в обсяг емітованих облігацій включено облігації, емітовані підприємствами, банками та страховими компаніями. Їх структура подана на рис. 2.6. Як бачимо, найбільше емісію облігацій застосовували саме підприємства, страхові компанії до емісії облігацій вдавались лише декілька разів, а саме у 2014 році та незначний обсяг було емітовано у 2016 році. Банки використовують емісію облігацій, але в значно менших обсягах ніж підприємства, оскільки банки по-перше дуже активно здійснювали емісію акцій, що було в тому числі обумовлено підвищенням нормативів їх діяльності з боку Національного банку України, а по-друге банки можуть також для фінансування своєї діяльності використовувати ще і міжбанківські кредити.

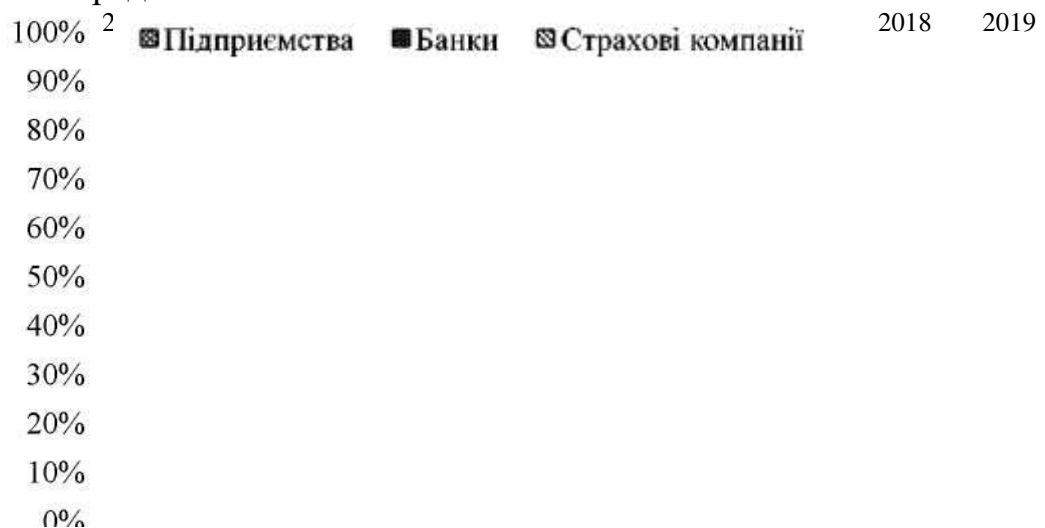


Рис. 2.6. Структура емісії облігацій підприємств за основними групами емітентів. Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

На відміну від фінансових установ (банків та страхових компаній) підприємства реального сектору економіки використовують емісію облігацій як альтернативне джерело банківському кредитуванню, особливо в умовах обмеженого обсягу довгострокових ресурсів та кризи в банківському секторі. Слід підкреслити, що за аналізований період не можна однозначно дати відповідь на питання, підприємства якого ВЕД найбільш активно використовують облігації, як джерело фінансування їх діяльності, оскільки кожного року ситуація кардинально відрізняється. Так, наприклад у 2017 році найбільшими емітентами облігацій стали підприємства сільського господарства. Обсяг емітованих ними облігацій становив більше 80% від

загальної суми емісії. Натомість у 2018 році найбільшу частку облігацій емітували підприємства будівельної сфери. Крім того, основна маса емітентів облігацій – це як правило суб'єкти господарювання, створені у формі товариства з обмеженою відповідальністю, для яких емісія акцій не є можливою, тому можна припустити, що вони використовують емісію облігацій саме як альтернативу банківському кредитуванню.

Водночас частка обсягу довгострокових джерел фінансування економіки України у ВВП є низькою (див. рис. 2.7). За весь аналізований період сумарний показник не перевищував 18% ВВП в 2019 році.

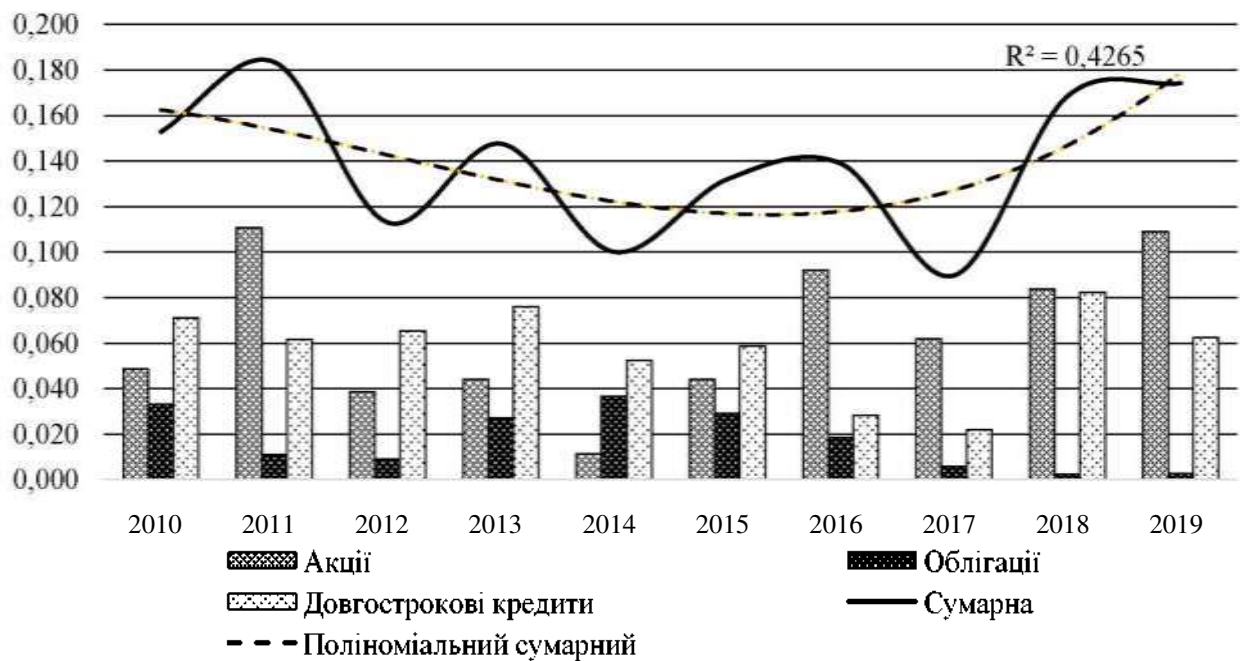


Рис. 2.7. Частка довгострокових джерел фінансування економіки у валовому внутрішньому продукті. Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Цей показник є критично низьким для розвитку економіки країни, адже це означає, що в Україні не відбувається розширеного відтворення це по-перше, а по-друге, кошти на оновлення, реконструкцію та модернізацію економіки майже не використовується, що приведе до погіршення показників майнового стану підприємств. В такому випадку знижується конкурентоздатність підприємств у зв'язку із суттєвими витратами пов'язаними з використанням енергозатратних та ресурсозатратних технологій.

Визначити подальшу тенденцію довгострокових джерел фінансування можливо лише використовуючи поліном четвертого ступеня, враховуючи, що аналізовані показники суттєво коливаються протягом розглянутого періоду, кількість максимумів та мінімумів досить значна. При цьому ймовірність прогнозу досить низька, адже значення  $R^2$  становить лише 0,4265, що свідчить

про низький рівень співпадіння кривої із значеннями. З поміж довгострокових джерел фінансування найбільша частка належить акціям та довгостроковим кредитам, що свідчить про намагання суб'єктів господарювання розширювати свої виробничі потужності.

Більш об'єктивно можна проаналізувати стан фінансування суб'єктів господарювання саме реального сектору економіки за отриманими кредитами в розрізі термінів. Протягом аналізованого періоду в абсолютному значенні частка отриманих кредитів зростала і темпи зростання з 2010 по 2015 рік були досить рівномірні, але починаючи з 2016 року темпи надання кредитів уповільнились. Варто звернути увагу на ту ситуацію, що з цього періоду практично зрівнялась сума кредитів короткострокових, терміном до 1 року та довгострокових від 1 до 5 років. Водночас, якщо проаналізувати значення відносного показника – частки кредитів у ВВП країни, то спостерігається суттєве падіння з 50% до 34%. Таке падіння обумовлено цілим рядом факторів, в тому числі політичними процесами, процесами очищення банківської системи країни, зменшенням обсягів виробництва та реалізації продукції, якщо перерахувати обсяг реального ВВП, зниженням фінансової стійкості підприємств реального сектору економіки у зв'язку з частковою втратою своїх виробничих потужностей на території АРК Крим та в зоні антитерористичної операції в Донецькій та Луганській областях, а також у зв'язку з частковою втратою ринків збуту на території Російської Федерації. Водночас, для виходу на нові ринки збуту потребується час та проходження процедур сертифікації продукції як за європейськими так і за світовими стандартами, що знову ж таки вимагає суттєвих витрат.

В цілому скорочення частки кредитів суб'єктів господарювання в ВВП країни терміном до 1 року свідчить, що підприємства використовують менше коштів під поповнення оборотних активів, а отже випускають меншу кількість продукції, та уповільнюють оборот своїх фінансових ресурсів, а уповільнення темпів зростання кредитів терміном від 1 року і більше свідчить про звуження матеріально-технічної бази підприємств, що сумарно свідчить про зменшення обсягів виробництва і реалізації продукції в цілому в країні.

На фоні уповільнення використання кредитів та в цілому довгострокових джерел фінансування діяльності підприємств певним позитивним моментом варто визнати зменшення ставки відсотку по кредитах, особливо по короткостроковим, що засвідчують дані, подані в таблиці 2.3.

Таблиця 2.3

Вартість кредитів, наданих суб'єктам господарювання у національній валюті

Рік	Короткострокові					Довгострокові				
	Середнє арифметичне	Медіана	Дисперсія	Середньоквадратичне відхилення	Коефіцієнт варіації	Середнє арифметичне	Медіана	Дисперсія	Середньоквадратичне відхилення	Коефіцієнт варіації
2009*	13,9	13,9	0,5	0,69	0,05					
2010*	17,9	17,2	11,4	3,38	0,19					
2011*	21,3	19,8	27,4	5,23	0,25					
2012	11,8	11,7	3,1	1,75	0,15	17	17,1	6,6	2,57	0,15
2013	14,2	13,3	11,0	3,31	0,23	15,8	15,9	3,3	1,80	0,11
2014	17,5	16,7	15,7	3,96	0,23	17,7	17,9	4,6	2,14	0,12
2015	13,8	13,5	3,4	1,84	0,13	18,0	18,1	3,8	1,95	0,11
2016	16,2	15,9	4,2	2,05	0,13	17,9	17,9	6,2	2,49	0,14
2017	20,8	20,7	6,1	2,47	0,12	21,4	22,1	9,6	3,1	0,14
2018	17,5	17,7	5,0	2,25	0,13	20,4	21,9	16,1	4,02	0,20
2019	13,6	13,4	1,4	1,16	0,09	19,3	19,5	3,2	1,79	0,09

\*сумарно для суб'єктів реального сектора економіки

Джерело: складено автором за даними НБУ

Представлені результати розраховані автором як середні арифметичні щоденних показників ставок відсотку за користування кредитами. Водночас, враховуючи наявність в окремих випадках суттєвого розмаху варіації щоденних показників вартості кредитів, виданих в національній валюті, для більш об'єктивного аналізу було проведено розрахунок медіани аналізованих рядів динаміки та дисперсію. Як відомо медіана є альтернативним показником до значення середньої арифметичної, якщо зіставити їх значення по короткостроковим періодам, то по більшості років відхилення є несуттєвими. В той же час і показник дисперсії і показник середньоквадратичного відхилення свідчать, що у виборці були суттєві відхилення, особливо по довгостроковим кредитам. Але розрахунок коефіцієнта варіації засвідчив, що сукупність даних у вигляді щоденної інформації по відсоткам за кредити є досить однорідною, оскільки за весь аналізований період його значення не перевищувало 33%. Можна зробити висновки, що не зважаючи на певні коливання ставки відсотку за кредитами, розраховану як середнє арифметичне за період, яка базується на використанні щоденних даних за рік (тобто вибірку можна визначити як генеральну) використані поліноміальні тренди з поліномом третього ступеня засвідчили, що існує позитивна динаміка щодо зниження ставки відсотку як за короткостроковими так і за довгостроковими кредитами. При цьому ймовірність прогнозу досить висока, що засвідчують відповідні значення  $R_2$ . Таким чином, можна вважати, що в банківському секторі створюється позитивна ситуація щодо можливості безпечного використання підприємствами більш дешевих позикових коштів.

Отже, враховуючи проведений аналіз стану фінансового сектору країни, можна зробити висновок, що відбувається його поступове згортання, що негативно впливає на можливості підприємств, які потребують значних фінансових ресурсів для модернізації виробництва та фінансування поповнення оборотних активів отримати доступні та недорогі ресурси для своєї діяльності, а отже забезпечити і прийнятний рівень фінансової безпеки. Водночас, позитивною є динаміка ставки відсотка за кредитами, яка останнім часом поступово знижується.

## **2.2. Аналіз фінансового стану підприємств реального сектору економіки**

Враховуючи мінливість ситуації в фінансовому секторі економіки та необхідність визначення взаємозв'язку між станом фінансового та реального сектору економіки важливого значення набуває оцінювання фінансової ситуації, що склалась на підприємствах реального сектору економіки. Саме реальний сектор економіки відіграє провідну роль у формуванні валового внутрішнього продукту України. Варто зазначити, що досить детально аналіз дефініції «реальний сектор» проведено в роботі Волот О.І. та Пліско І.М. [14]. Враховуючи, що реальний сектор економіки не є об'єктом нашого дослідження ми беремо за основу визначення зазначених авторів, які під реальним сектором економіки розглядають «один з секторів національної економіки, до якого входять суб'єкти господарювання, що безпосередньо створюють валову додану вартість та формують валовий внутрішній продукт і національний дохід, виробляючи матеріальні та нематеріальні товари та послуги, які не відносяться до фінансового сектору економіки» [14].

Виходячи із структури валового внутрішнього продукту України, можна зробити висновок, що фінансовий сектор економіки має незначну частку у його формуванні – в середньому за період з 2012 по 2019 рік його частка становить 4%. При цьому негативною є тенденція щодо зменшення частки фінансової та страхової діяльності з 6% у 2012 до 3% у 2018. Така ситуація є наслідком як світової фінансової кризи 2010 року так і кризових явищ в політиці та економіці України.

Крім того, політика Національного банку України щодо очищення банківської системи призвела до стискання кредитного ринку в першу чергу за рахунок зменшення обсягів депозитів, оскільки населення значно знизило



рівень довіри до банків, а також за рахунок більш жорсткої політики банків щодо кредитування підприємств реального сектора економіки, що обумовлено вимогами Національного банку щодо покриття ризиків комерційними банками. З іншого боку кількість підприємств, які є кредитоспроможними суттєво скоротилась, що обумовлено не лише наслідками кризи у фінансовому секторі, але і політичними проблемами, зокрема втратою економічних зв'язків з Росією та втратою ринків збуту продукції машинобудування, хімічної промисловості, тощо. Для переорієнтації підприємств на ринки інших регіонів потрібен не лише час, але і модернізація процесу виробництва та впровадження ресурсо- та енергозберігаючих технологій, щоб мати можливість конкурувати за цінами. При цьому стратегічним напрямом для економіки України є Європейська інтеграція а також переорієнтація на інновації в реальному секторі економіки.

Виокремивши частку фінансового сектора в структурі ВВП України, можна зазначити, що на сферу матеріального та нематеріального виробництва та надання послуг припадає більше 90%. Для розуміння стану реального сектора економіки варто виокремити частку матеріального виробництва, до якого на наш погляд варто віднести наступні види економічної діяльності: сільське, лісове та рибне господарство, добувну промисловість та розроблення кар'єрів, переробну промисловість, будівництво, а також матеріальні послуги: транспорт, оптова та роздрібна торгівля, інформація та телекомунікації, постачання електроенергії, водопостачання. Сфера невиробничих послуг включає в себе операції з нерухомістю, освіту, наукову діяльність, охорону здоров'я, мистецтво, спорт, державне управління тощо. Динаміка показника частки матеріального виробництва в структурі ВВП є досить нестабільною, так в 2012 році частка становила 58%, а в 2013 – 59%, а потім 2014-2016 роках частка дещо зменшилась до 56%, за останні два роки частка повернулась до значення 2013 року. В структурі ВВП країни, як і в структурі матеріального виробництва поступово зростає частка сільського господарства – з 7% в 2012 до 12% в 2018 році та 10% в 2019 р., що відбувається за рахунок зменшення частки переробної промисловості та транспорту.

Якщо проаналізувати середнє значення окремих видів економічної діяльності сфери матеріального виробництва та послуг, то найбільшу частку становлять оптова та роздрібна торгівля – 14%, переробна промисловість – 12%, сільське, лісове та рибне господарство – 10%, транспорт – 7%. В структурі нематеріальних послуг найбільшу частку становлять операції з нерухомим майном – 6%, державне управління та освіта – по 5 % відповідно. В цілому

сфера нематеріального виробництва становить в середньому близько 35% за період з 2012 по 2019 роки. Важливим для розвитку економіки країни є зростання в структурі ВВП частки переробної промисловості, в тому числі харчової, що буде засвідчувати зростання частки кінцевої продукції, а не лише реалізації сировини.

Виходячи з підприємств, відібраних для подальшого дослідження в даному розділі варто проаналізувати більш детально фінансовий стан окремих ВЕД, що відносяться до матеріальної сфери виробництва, а саме: добувної, харчової, хімічної промисловості, машинобудування, енергетики та телекомунікацій. Ці ВЕД є одними з базових для економіки України, підприємства саме цих ВЕД представлені в лістингу на фондових біржах України, а також є лідерами вітчизняної економіки, про що більш детально буде зазначено в наступному пункті. Розраховані за 10 років середні значення активів підприємств цих ВЕД, їх частка в сумарних активах в економіці країни становить більше 20%.

З точки зору розвитку економіки країни важливого значення набуває нарощення виробничих потужностей, що відображається перш за все в обсягах активів підприємств. Виходячи з розрахованих даних можна зробити висновок, що в першу чергу негативна тенденція спостерігається в машинобудуванні, зокрема за період з 2010 по 2019 рік частка активів скоротилась майже в два рази, якщо в 2010 р. значення становило 4,66% то вже в 2019 – 2,15%. Це засвідчує наявність значних проблем розвитку даного ВЕД, що обумовлені в першу чергу втратою ринків збуту в Росії, водночас попередні дані розвитку за 2019 рік, засвідчують, що підприємства поступово переорієнтовуються на нові ринки збуту, що робити досить складно, при цьому зростання обсягів реалізованої на експорт продукції відбувається до країн ЄС, що є вагомим позитивним тенденцією.

Негативна тенденція аналізованого показника спостерігається також і по підприємствам в сфері телекомунікації, їх частка скоротилась з 1,8% у 2010 до 0,98 – в 2019 р., тобто майже в два рази. В цій групі слід також зазначити і про стан підприємств хімічної промисловості, частка їх активів скоротилась порівняно з підприємствами машинобудування та телекомунікацій дещо більш повільними темпами, лише на 60%, але становить на 2019 рік 0,77%.

Загальною проблемою для цих підприємств є втрата ринків збуту реалізованої продукції, але крім того високий рівень зносу в першу чергу основних засобів, та високий відсоток енергоспоживання, що не дозволяє мати

високий рівень конкурентоспроможної продукції. Наразі підприємства знаходяться в пошуку нових ринків збуту, в тому числі переорієнтовуючись не лише на європейський, але і на азійський та африканський регіони.

Доволі стабільну динаміку в розмірах активів демонструють підприємства добувної промисловості, харчової та енергетичної. Стійка тенденція щодо скорочення обсягів активів є очевидною по машинобудуванню та телекомунікаціях.

Одним із основних показників, що характеризує стан активів підприємства є коефіцієнт зносу основних засобів, який по суті відображає питому вагу зносу основних засобів підприємства до їх первісної вартості. Саме цей показник відображає ситуацію з виробничими потужностями, які є основою процесу виробництва підприємства та відображає певною мірою його конкурентоздатність. Від того чи відбувається на підприємстві процес оновлення, реконструкції чи модернізації власне виробництва, чи відбувається заміна застарілих технологій, які в Україні є енергозатратними, залежить чи можуть вітчизняні підприємства конкурувати по ціні на європейському та інших світових ринках збуту продукції в умовах зростаючої конкуренції з боку країн Азії, зокрема Китаю, особливо в добувній сфері та машинобудуванні. Вважається, що коефіцієнт зносу не повинен перевищувати значення 0,5, тоді це означає, що не більше половини основних засобів підприємства є зношеними. Водночас це також значною мірою залежить від структури основних засобів підприємства, швидкості їх обертання, інтенсивності використання в процесі виробництва, часу, за який основні засоби морально старіють.

Для кожного ВЕД, в тому числі і для тих, які більш детально аналізуються в роботі вихідні умови використання основних засобів є різними. Ситуація з виробничими потужностями в цілому по економіці є складною, оскільки до 2016 року коефіцієнт зносу мав стійку тенденцію до зростання та в 2016 році наближався до рівня 0,9, що свідчить про значний рівень зношеності основних засобів. Водночас залежно від ВЕД, динаміка показника є різною.

Найнижчими є значення в харчовій промисловості та фармацевтиці, вони знаходяться на рівні нижче нормативного значення в 0,5 та свідчать про наявність сучасних основних засобів та певною мірою конкурентоздатністю підприємств. Високі значення показника, що суттєво відхиляються від нормативного рівня демонструють машинобудування, енергетика, хімічна промисловість. Така ситуація може бути обумовлена «важкістю» балансів

підприємств, суттєвим переважанням в структурі активів їх немобільної складової, що викликано особливістю технологій виробництва та реалізації продукції. На жаль за даними статистичної звітності не можливо оцінити структуру основних засобів та більш детально проаналізувати, які саме види основних засобів є більш зношеними: активна чи пасивна їх складова, що відіграє важливу роль при формуванні витрат та ціни реалізації продукції. Крім того, при проведенні фінансового аналізу функціонування як за ВЕД в цілому, так і окремих підприємств слід мати на увазі, що підприємства можуть змінювати власника, а отже в такому випадку може відбуватись зміна організаційно-правової форми господарювання, що на практиці зводиться до складання ліквідаційного балансу та формування нового балансу ніби новоствореного підприємства, в результаті на баланс ставляться основні засоби, які відображаються з мінімальним зносом і з точки зору звітності є новими, при цьому залишаючись по своїй суті досить зношеними та можливо з технологічної точки зору морально застарілими.

З точки зору розуміння в цілому фінансового стану обраних ВЕД, впливу на фінансовий стан та фінансові результати діяльності особливостей виробничого процесу важливого значення набувають показники мобільності, оскільки наявність значних виробничих потужностей уповільнює обертання грошових коштів, що вимагає відповідно, залучення більшого обсягу капіталу для функціонування підприємства та визначає необхідність та можливість використання позикових коштів, що безпосередньо впливає на стан фінансової безпеки окремого підприємства. Коефіцієнт мобільності балансу показує співвідношення мобільних (оборотних) активів до іммобілізованих (необоротних). Чим більш тривалий період виробничого циклу, чим більший обсяг коштів, потрібен для формування матеріально-технічної бази виробництва, тим менш мобільним буде баланс як підприємства так і в цілому ВЕД. Нормативні значення даного показника відсутні апріорі, звичайно, що чим більш мобільним є баланс, тим більш високі значення показників ділової активності, в тому числі показників оборотності як активів в цілому, так і окремих елементів, при цьому складові оборотних активів з більш високим рівнем ліквідності як правило мають і більш високі показники оборотності.

В Україні наразі формується тенденція до підвищення показників мобільності, а отже в балансах підприємств переважають оборотні активи. З одного боку таку ситуацію можна вважати позитивною, оскільки зростає оборотність коштів, а отже можна сподіватись на підвищення рентабельності

як окремих підприємств так і ВЕД в цілому, але з іншого боку є вагомий негативний наслідок, який можна зробити, виходячи із проаналізованого вище показника зношеності основних засобів – коефіцієнта зносу. Маємо на увазі, що зростання рівня зношеності основних засобів призводить до зменшення їх залишкової вартості, а отже за умови відсутності фінансових ресурсів, що спрямовуються на придбання нових основних засобів, їх питома вага в структурі активів підприємств та ВЕД в цілому скорочується і за всіх рівних умов відбувається зростання показника мобільності балансу.

В цілому серед аналізованих ВЕД найбільш вагому позитивну динаміку в зростанні мобільності балансів демонструють харчова, хімічна промисловість, які протягом аналізованого періоду збільшили коефіцієнт мобільності більше ніж в два рази, суттєве зростання показника також продемонструвало машинобудування – більше ніж в 1,6 рази, таке значення відповідає поведінці показника в цілому по економіці України. Водночас добувна промисловість, енергетика та телекомунікації демонструють досить стабільні показники, які суттєво протягом аналізованого періоду не збільшувались, і навіть в енергетиці, баланси підприємств стали більш «важкими». Стосовно гіпотези, висунутої вище стосовно взаємозв'язку стану зношеності необоротних активів та рівнем мобільності балансу, то проведені розрахунки коефіцієнтів кореляції Пірсона в розрізі окремих ВЕД засвідчили, що лише харчова промисловість та фармацевтика демонструють наявність високого ступеню тісноти зв'язку між зазначеними показниками – 0,822 та 0,944 відповідно, тобто при зростанні коефіцієнта зносу коефіцієнт мобільності балансу зростає, всі інші досліджувані ВЕД продемонстрували від'ємну кореляцію, а отже це означає, що при зростанні коефіцієнта зносу, рівень мобільності балансу навпаки зменшується, при цьому значення коефіцієнтів кореляції мають значний розмах варіації між собою. В цілому ж по економіці України кореляційного зв'язку між цими двома показниками не виявлено, а отже можна припустити, що між ними не існує лінійної залежності та впливають ряд інших факторів.

В цьому випадку не менш важливого значення має і структура необоротних активів, адже окрім основних засобів та нематеріальних активів, на які нараховується амортизація, а отже визначається і знос, до їх складу також відносять і довгострокові фінансові інвестиції, на які знос не нараховується. Виходячи з цього нами розраховано показник питома вага довгострокових фінансових інвестицій в структурі необоротних активів, який суттєво коливається в залежності від ВЕД. Саме довгострокові фінансові інвестиції

певною мірою відображають формування структури власності в розрізі ВЕД, оскільки саме в цій статті балансу відображаються як інвестиції, що обліковуються за методом участі в капіталі, так і інвестиції, що підприємства планують утримувати протягом більше ніж одного року. Стосовно інвестицій, що обліковуються за методом участі в капіталі, то саме вони відображають по суті реальних власників підприємств. Наявність довгострокових фінансових інвестицій в структурі необоротних активів в розрізі ВЕД відображає рівень її інтегрованості, оскільки характеризує наявність дочірніх та асоційованих підприємств, таким чином і відображає фінансову архітектуру ВЕД.

Таблиця 2.4

Питома вага довгострокових фінансових інвестицій в структурі необоротних активів підприємств обраних ВЕД

Рік	Україна	Добувна	Харчова	Хімічна	Фармацевтика	Машинобудування	Енергетика	Телекомунікації
2010	20,1	1,2	8,4	5,1		17,7	1,1	3,3
2011	19,6	0,8	8,7	6,7		17,3	1,9	0,3
2012	19,5	3,6	7,9	17,8		20,0	4,0	1,7
2013	18,1	3,9	8,0	12,6		20,6	3,4	1,8
2014	18,7	3,6	6,5	12,2		18,5	3,2	3,9
2015	16,2	3,0	8,9	7,7	19,7	13,1	1,1	1,3
2016	16,9	2,2	10,9	8,7	14,5	12,8	2,4	2,1
2017	17,3	10,0	17,5	10,7	13,9	13,8	1,1	1,7
2018	20,4	9,4	12,5	22,2	15,2	12,2	1,3	1,7
2019	21,1	8,8	10,6	9,2	16,6	9,9	0,9	1,6
Середнє значення	18,8	4,7	10,0	11,3	16,0	15,6	2,0	1,9

Джерело: складено автором

Як видно з таблиці 2.4 частка довгострокових фінансових інвестицій в структурі активів підприємств в розрізі обраних ВЕД є досить нерівномірною, що певною мірою засвідчує, рівень їх інтеграції та концентрації власності. Якщо аналізувати в цілому в розрізі національної економіки, то з 2010 року до 2015 спостерігалась стійка тенденція до зменшення частки інвестицій, а з 2014 року формується стійка обернена тенденція, при цьому середнє значення становить майже 19%. З усіх досліджуваних ВЕД найбільш інтегрованою та концентрованою по власності є виробництво фармацевтичної продукції – 16,0% за аналізований період, також значний рівень інтеграції показує машинобудування. Окремо слід виділити хімічну промисловість, оскільки саме тут структура є неусталеною. Крім того, варто також звернути увагу на добувну

промисловість в якій формується стійка тенденція щодо нарощення концентрації.

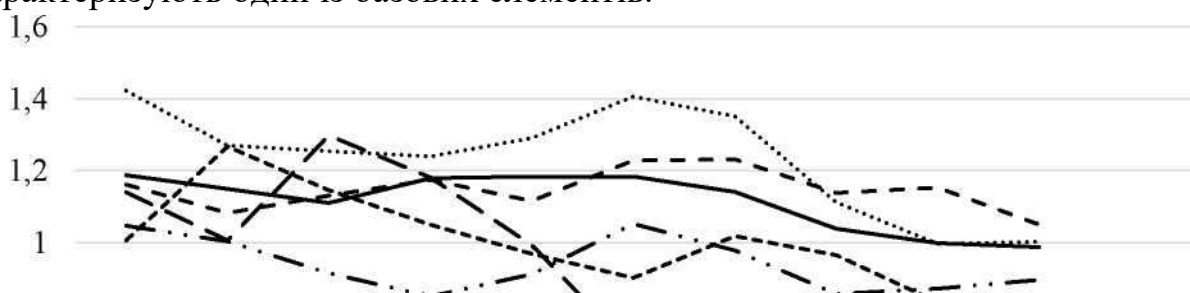
Для того, щоб зрозуміти загальну тенденцію, що формується в обраних ВЕД та в економіці в цілому варто проаналізувати стан активів в цілому. Враховуючи, що динаміка абсолютних показників активів за період 2010-2019 роки має суттєві коливання, нами вирівняно їх значення шляхом побудови поліноміальних трендів 3 ступеня, які найбільш точно описують тенденції в економічній сфері. Крім того нами було здійснено і прогнозування поведінки даного показника на крок вперед. Можна зробити висновок, що в цілому активи національної економіки поступово, хоча і несуттєво зростають, при цьому більшість ВЕД демонструють стійку тенденцію щодо зростання, тобто засвідчують наявність потенціалу подальшого нарощення матеріальної бази таких ВЕД як добувна промисловість, телекомунікації та енергетика. При цьому хімічна промисловість демонструє суттєву негативну тенденцію, що проявляється в скороченні розмірів активів, а також, виходячи з проведеного вище аналізу зношеності основних засобів має суттєві проблеми, що може проявлятися в зниженні конкурентоспроможності хімічної продукції в першу чергу на зовнішніх ринках. Стосовно машинобудування, то поки що тенденція щодо збільшення активів відсутня, що також можна розглядати як негативний стан даного ВЕД, приблизно така ж ситуація і в харчовій промисловості.

Формування такої ситуації в економіці країни має негативний вплив на формування високого рівня фінансової безпеки, оскільки стан активів окремих підприємств та відповідних ВЕД є основою для неї. Високий рівень зношеності, скорочення розмірів активів, зростання показників мобільності балансів за рахунок скорочення розміру необоротних активів з одного боку вимагають від підприємств пошуку «довгих» фінансових ресурсів для оновлення виробничих потужностей, а з іншого – підприємства не мають при цьому якісних та високоліквідних активів, які можна використати в якості застави при отриманні кредиту. Для розуміння ситуації щодо формування стану фінансової безпеки, що склалась в досліджуваних ВЕД, опираючись на найбільш популярний підхід в аналізі, варто проаналізувати стан ліквідності та фінансової стійкості, що дасть узагальнену картину.

З точки зору формування ліквідності за різними ВЕД нами проаналізовано коефіцієнт покриття, який вважається найбільш узагальненим показником та найбільш інформативним. Він характеризує здатність підприємства відповідати по сформованим поточним зобов'язанням через

формування поточних активів. Якщо аналізувати наукову літературу, а також навчальні посібники з фінансового аналізу, то найбільш частіше зустрічається інформація про те, що значення даного показника повинно знаходитись в межах від 2,0 до 2,5, що дозволяє враховувати структуру оборотних активів за рівнем їх ліквідності. Водночас з іншого боку всі підприємства з точки зору фінансового менеджменту та з точки зору забезпечення фінансової безпеки їх діяльності повинні мінімізувати залучення позикових коштів та налаштовувати свої логістичні операції щодо формування оборотних активів. Особливо в частині формування виробничих запасів, а також налаштовувати свою збутову діяльність, що стосується реалізації готової продукції таким чином, щоб мінімально заморожувати фінансові ресурси у оборотних активах. В даному випадку важливу роль також відіграє і розрахунково-платіжна дисципліна на підприємстві та сформована на підприємстві політика управління дебіторською заборгованістю. Тому, в залежності від сформованої на підприємствах в розрізі ВЕД стратегічних підходів щодо фінансування поточних активів здійснюється фінансування та в більшості випадків відбувається мінімізація залучення позикових коштів, оскільки їх вартість є досить високою. Як свідчить рис. 2.8 коефіцієнти покриття практично по всіх ВЕД мають стійку тенденцію до зменшення, що в свою чергу обумовлює зниження цього значення і по всій економіці України. Так на початок аналізованого періоду всі без виключення показники мали значення більше одиниці, що означало, що розмір оборотних активів знаходиться на рівні сформованих поточних зобов'язань, і в підприємств фактично немає запасу ліквідності. Найнижчі показники покриття спостерігаються в сфері телекомунікацій, добувної промисловості та енергетики, більше того їх значення значно нижче одиниці, що означає, що підприємства даних ВЕД мають розмір поточних зобов'язань, що суттєво перевищує розмір активів. Це обумовлює те, що підприємства формують пасивний розрахунковий баланс.

Стосовно показників, що характеризують фінансову стійкість, то як було зазначено в першому розділі, саме їх вважають базовими показниками, що можуть характеризувати стан фінансової безпеки, оскільки практично всі вони характеризують структуру капіталу. І якщо розглядати фінансову безпеку через призму фінансової архітектури, то показники фінансової стійкості характеризують один із базових елементів.





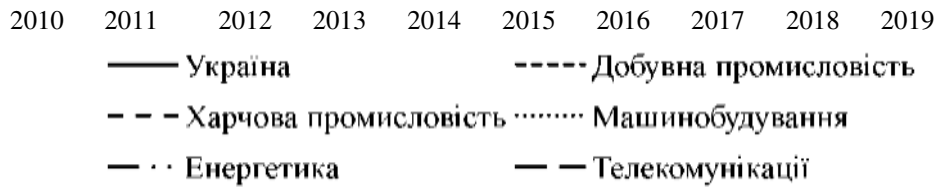


Рис. 2.8. Динаміка коефіцієнта покриття в розрізі ВЕД

*Джерело: складено автором*

Як відомо, показники фінансової стійкості поділяють на дві групи: абсолютних та відносних показників. Стосовно абсолютних показників, то на нашу думку, розраховувати їх для різних ВЕД є недоречним і визначати тип фінансової стійкості також не досить коректно. В цілому, можна зазначити, що всі без виключення ВЕД не мають в наявності власного оборотного капіталу, що з точки зору фінансового аналізу засвідчує відсутність мінімальних умов фінансової стійкості. Це означає, що підприємства працюють за рахунок позикового капіталу, більше того саме короткострокового капіталу. Це суттєво підвищує фінансові ризики діяльності підприємств та негативно впливає на формування фінансової безпеки, що підтверджується розрахунками показника покриття. Такі показники можливо допускати за умови, якщо підприємства мають дуже високі показники ділової активності, зокрема оборотності активів, в першу чергу оборотних, а також високим рівнем фондівіддачі.

Для більш глибокого аналізу необхідно провести розрахунок відносних показників фінансової стійкості таких як: коефіцієнт автономії, коефіцієнт фінансової стійкості, коефіцієнт фінансового левериджу, коефіцієнт короткострокової заборгованості та коефіцієнт покриття інвестицій. Найбільш вживаним є показник коефіцієнт автономії, який характеризує фінансову незалежність підприємства та характеризує питому вагу власного капіталу у загальній сумі капіталу, що використовується.

Результати проведених розрахунків, засвідчують, що в цілому по економіці країни відбувається поступове скорочення фінансової незалежності, так якщо в 2010 році коефіцієнт автономії становив 0,42, тобто в 1 грн капіталу 0,42 коп. було власного капіталу, а інший залучений, то в 2019 році – лише 0,24 коп. З огляду на те, що нормативне значення коефіцієнта автономії становить не менше 0,5, тобто половина капіталу повинна формуватися за рахунок

власного капіталу, таке значення показника є досить ризикованим. Фактично розмір позикового капіталу більше ніж в три рази перевищує розмір власного. Не менш важливим при цьому є структура саме позикового капіталу, оскільки, якщо в ній переважають довгі фінансові ресурси, то це певною мірою знижує рівень фінансових ризиків та може засвідчувати певну інвестиційну активність, оскільки, як правило використання довгострокового позикового капіталу має цільовий характер, ці кошти спрямовуються в першу чергу на придбання необоротних активів підприємства. Найгіршою з аналізованих ВЕД є ситуація, що склалась в хімічній промисловості, оскільки в ній значення коефіцієнта автономії є від'ємним, це обумовлено тим, що, починаючи з 2015 року в розрізі даного ВЕД отримано такі суттєві розміри непокритих збитків, які перекрили розмір зареєстрованого капіталу та інших елементів власного капіталу. Така ситуація є свідченням глибокої кризи, і не лише фінансової, а в першу чергу економічної.

Найбільш фінансово незалежними є виробництво фармацевтичної продукції, де значення коефіцієнта автономії коливається в межах, близьких до нормативного значення – біля 0,5. Порівняно з іншими ВЕД в енергетиці також спостерігається незначне зниження фінансової незалежності. По інших ВЕД, зокрема харчовій промисловості та машинобудуванню значення показника наближається до критичного та становить 0,12 та 0,13 відповідно.

Варто також більш детально проаналізувати і значення коефіцієнта фінансового левериджу, що відобразить співвідношення між сумою довгострокових позикових коштів та короткострокових кредитів банків та розміром власного капіталу. В даному випадку для розрахунку не використовується поточна кредиторська заборгованість, оскільки в більшості випадків, опираючись на зарубіжні дослідження нами встановлено, що при розрахунку ефекту фінансового левериджу в цілому, в тому числі і його плеча, або ж коефіцієнта до розрахунків береться платний позиковий капітал, тобто той, який супроводжується сплатою відсотків – банківські кредити, емісія облігацій, тощо. Враховуючи особливості формування вітчизняної фінансової звітності та статистичних даних, неможливості виокремити з неї довгострокові банківські кредити, прийнято рішення щодо використання показника довгострокові зобов'язання.

Отже, коефіцієнт фінансового левериджу суттєво змінюється в таких ВЕД як машинобудування та телекомунікації, при чому різке зростання відбувається після 2015 року. В машинобудуванні плече фінансового левериджу за

аналізований період зросло більше ніж в 7 разів – з 0,4 до 2,9. Подібна ситуація спостерігається в сфері телекомунікацій, де також відбулось зростання плеча, хоча і менше – в 4,8 рази, порівняно з машинобудуванням. При чому це відбулось на фоні зростання ставок відсотків за кредитами в період з 2015 по 2019 роки. Це вочевидь є свідчення зниження рівня фінансової стійкості підприємств цих ВЕД. Таке суттєве нарощення плеча є свідченням значного зростання фінансових ризиків, а отже і фінансової небезпеки.

В інших досліджуваних ВЕД ситуація має доволі стабільну динаміку щодо зростання значення аналізованого показника, зокрема, мова йде про енергетику, добувну промисловість та виробництво фармацевтичних препаратів. Так, в енергетиці значення показників коливається в межах від 0,36 до 0,77, але також відбувається поступове нарощення обсягів позикового платного капіталу підприємствами, які необхідно обслуговувати. Таким чином сформована підприємствами різних ВЕД структура капіталу з точки зору її як складової фінансової архітектури свідчить про формування значних ризиків, що у випадку настання кризового явища на мікро чи макроекономічному рівні може мати суттєві негативні наслідки як на мікро-, так і на мезо- та макрорівнях.

При визначенні коефіцієнту фінансового левериджу було враховано як короткострокові так і довгострокові позикові кошти, що залучаються підприємством на платній основі. Водночас не менш важливого значення має і співвідношення між короткостроковими та довгостроковими коштами, оскільки використання «довгих» коштів є більш безпечними, адже формування зворотного грошового потоку може бути розтягнуто в часі. При цьому за своїм цільовим характером саме довгострокові позикові кошти використовуються для фінансування оновлення виробничих потужностей, модернізації існуючих основних засобів, тобто для удосконалення матеріально-технічної бази розвитку підприємства. Як правило вони мають уповільнене обертання та досить часто в ході здійснення фінансового аналізу, особливо з точки зору визначення фінансової стійкості та перспективної платоспроможності їх прирівнюють до власних джерел фінансування, тому вони поряд з власним капіталом є основою для формування фінансової безпеки як по ВЕД так і окремого підприємства. Варто зазначити, що в Україні існує значна проблема використання довгострокового позикового капіталу підприємствами реального сектору економіки, що обумовлено цілим рядом факторів, а саме: високими макроекономічними ризиками, що пов'язані з глибокою економічною кризою, яка посилюється політичною нестабільністю; неспроможністю банківської

системи формувати «довгі» кошти в зв'язку з наявністю значного перекоосу у формуванні депозитної бази на користь саме короткострокових депозитів, та видавати довгострокові кредити підприємствам реального сектору економіки, оскільки вони також мають суттєві фінансові ризики та лише незначна частка, в тому числі потужних вітчизняних підприємств, має показники кредитоспроможності, які дозволяють банкам надавати кредити. Крім того потужні підприємства наразі вимагають залучення значного обсягу коштів саме для здійснення модернізації свого виробництва, зміни технологій на енерго- та ресурсозберігаючі, окремі банки не в змозі надати необхідні обсяги кредитів, оскільки при цьому наражають себе на формування значних кредитних ризиків і зобов'язані формувати під такі кредити значні резерви. В цьому випадку виходом може бути синдиковане кредитування, яке наразі в Україні є недостатньо розвиненим.

На сьогодні в економіці країни як і в розрізі ВЕД складається негативна ситуація, щодо використання короткострокової заборгованості (мається на увазі поточна заборгованість, яка включає короткострокові кредити банків та поточну кредиторську заборгованість). Як свідчать дані, представлені в таблиці, в основному спостерігається тенденція щодо зростання даного показника, особливо, якщо розглянути поведінку показника в 2017 році, то за більшістю ВЕД, стрілка відображає пряме або ж поступове зростання за виключенням телекомунікацій, де формується тенденція до зниження даного показника. Коефіцієнт короткострокової заборгованості показує поступове нарощення загроз для фінансової безпеки підприємств обраних ВЕД дослідження, оскільки використання значного обсягу «коротких» коштів передбачає суттєве прискорення оборотності активів, зростання частки оборотних активів в структурі активів підприємства, що в принципі було підтверджено результатами аналізу мобільності сформованих балансів в розрізі ВЕД та економіки в цілому.

Більше того, поглиблений аналіз вже власне структури поточних зобов'язань засвідчив, що серед них суттєву перевагу мають такі елементи як поточна кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги та за розрахунками. Це може свідчити, про те, що значна частина підприємств працюють в основному в умовах агресивної політики фінансового менеджменту, яка обумовлена скрутним фінансовим становищем, необхідністю економити на використанні платного позикового капіталу, такого як банківські кредити. Така ситуація може провокувати зниження рівня ФБП, та набуваючи

масового характеру може формувати передумови для затяжної кризи, пов'язаної з недостатністю недорогого позикового капіталу в реальному секторі економіки.

Важливою умовою для формування високого рівня фінансової безпеки є формування позитивного фінансового результату у вигляді прибутку. При цьому фінансова діяльність підприємств, яка відображає зміни у структурі капіталу може також суттєво впливати на формування власне чистого прибутку підприємств. В зв'язку з цим варто проаналізувати поведінку двох базових показників, які характеризують ефективність операційної діяльності та ефективність фінансової діяльності і в цілому діяльності підприємств в розрізі економіки та її окремих ВЕД.

В цілому по економіці операційна діяльність була рентабельною протягом всього періоду за виключенням 2017 року, що має об'єктивні обставини, пов'язані з політичною ситуацією в країні, анексією Криму та початком антитерористичної операції на Сході країни. Значний негативний вплив на формування показника операційної рентабельності по економіці в цілому мали хімічна промисловість та машинобудування. Найгірші показники має хімічна промисловість, яка починаючи з 2014 року демонструє збитковість операційної діяльності. Стосовно хімічної промисловості, то з-поміж інших ВЕД вона знаходяться в найбільш складному фінансовому стані, оскільки після втрати російського ринку, на який були орієнтовані більшість вітчизняних підприємств, а також враховуючи застарілі технології виробництва, високий рівень капіталомісткості, що відповідно обумовлює тривалий період обертання та окупності, мінімальну інноваційну складову розвитку, вітчизняним підприємствам досить складно конкурувати на світовому ринку хімічної продукції. При цьому даний ВЕД є з одного боку експортоорієнтованим, а з іншого імпортозалежним, в першу чергу за рахунок ціни на енергоносії, зокрема газ, що призводить до формування високого рівня залежності від кон'юнктури світового ринку.

Збитковість операційної діяльності означає, що чистий дохід підприємства не перекриває базові витрати – собівартість, адміністративні витрати та витрати на збут. В такій ситуації, наявність позикового капіталу і суттєве значення плеча фінансового левериджу маючи мультиплікативний ефект на диференціал фінансового важелю спричиняють ще більшу збитковість діяльності, що і демонструє хімічна промисловість. Крім того, негативний вплив плеча проявляється також і в тому, що серед всіх проаналізованих в

роботі ВЕД, хімічна має від'ємне значення власного капіталу, починаючи з 2016 року (-143 млн. грн), яке наростаючим підсумком до 2019 збільшилось до 91630 млн грн. Фактично це означає, що окремі підприємства, як і сам ВЕД банкрутує, в цілому в розрізі даного ВЕД сформовані такі непокриті збитки, які повністю перебивають суми зареєстрованого капіталу та інших базових елементів власного капіталу, не говорячи вже про наявність резервного капіталу, як буферу, що використовується для забезпечення мінімально необхідного рівня фінансової безпеки. Фактично підприємства цього ВЕД не є фінансово стійкими та кредитоспроможними. Ситуація по суті є катастрофічною та вимагає розробки стратегічної програми щодо власне збереження хімічної промисловості в Україні.

Не менше занепокоєння викликає машинобудування, оскільки, не зважаючи на те, що лише в 2017 році вона показала збитки від операційної діяльності, та поступове подальше покращення за даним ВЕД формується негативна тенденція, що проявляється в погіршенні балансових показників, а саме формування непокритих збитків в цей період, які призводять до суттєвого зниження розміру власного капіталу, а отже і рівня фінансової безпеки. Для більш повної картини варто проаналізувати динаміку показника чиста рентабельність/збитковість за ВЕД та економіки в цілому. Результати розрахунків, засвідчують, що жоден із аналізованих ВЕД не має стійкої позитивної тенденції у формуванні чистого прибутку, особливо в 2017 та 2018 роках, коли були сформовані чисті збитки.

Порівнюючи значення показників рентабельності операційної діяльності та значення чистої рентабельності можна зробити висновки, що на формування кінцевого фінансового результату, а також на показники ефективності суттєвий негативний вплив мають показники, що обумовлені фінансовою діяльністю – зокрема фінансові витрати, які відображають суми зобов'язань, що несуть підприємства за використання позикових коштів.

Для проведення кореляційного аналізу були обрані базові детермінанти, що можуть впливати на формування структури капіталу в розрізі ВЕД, а саме: індекс інфляції, номінальний ВВП в доларовому еквіваленті для більш чіткого відображення тенденцій розвитку економіки країни, рентабельність операційної діяльності, що відображає ефективність політики управління операційними витратами та збутової політики, ставки відсотків за банківськими кредитами, як основного джерела позикового капіталу в Україні, а також сформований чистий дохід в розрізі ВЕД, який відображає динаміку їх

розвитку. Залежною змінною було визначене плече фінансового левериджу, яке по суті і відображає структуру капіталу. Результати кореляційного аналізу дозволили зробити висновок, що основним детермінантом формування структури капіталу є розмір відсоткової ставки за позиковим капіталом (добувна промисловість, харчова промисловість, енергетика та телекомунікації). При цьому не виявлено жодного суттєвого детермінанту в цілому по економіці України, що є зрозумілим, враховуючи агрегований характер всіх показників різних ВЕД, не лише реального сектору економіки, але і в сфері послуг. Така ж ситуація простежується і в хімічній промисловості, що обумовлено існуючим фінансовим станом, описаним вище.

Таким чином, для подальшого розвитку аналізованих ВЕД найбільш важливого значення набуває можливість використання позикових коштів з невисокою вартістю. Це також суттєво впливає на формування фінансово безпечної ситуації.

Отже, в цілому можна зробити висновок, що фінансовий стан аналізованих ВЕД є досить складним та таким, що наближається до критичного. При цьому найбільш суттєвий вплив на подальший позитивний розвиток з виходом на показники чистої рентабельності діяльності можливий за умови формування у фінансовому секторі економіки капіталу з низькою вартістю з можливістю отримати його в достатньому обсязі для здійснення реконструкцій та модернізацій та в першу чергу як «довгих» грошей.

### **2.3. Оцінювання рівня фінансової безпеки підприємств через призму їх фінансової стійкості**

Проблему оцінювання рівня ФБП розглядають широке коло науковців, якими напрацьовано ряд підходів. Зокрема найбільш поширеними є: підхід, заснований на визначенні рівня фінансової стійкості підприємства, індикаторний, агрегатний, ресурсно-функціональний, вартісний, підхід, що базується на визначенні ймовірності банкрутства, підхід, що базується на оцінюванні грошових потоків, програмно-цільовий підхід, тощо [3, 37].

Більшість наукових досліджень в сфері ФБП як правило базуються на переліку стандартних показників, що характеризують фінансовий стан підприємства. Підтвердженням цього є і підходи щодо визначення категорії ФБП, які можна згрупувати в три групи, а саме: ФБП як певний фінансовий стан, чи стан фінансових ресурсів, що дуже близько за змістом; ФБП як

результат керованості процесів, а отже можливість розробляти і реалізовувати фінансову стратегію, спрямовану на захищеність інтересів; ФБП – як можливість або здатність нейтралізувати загрози. Перелік показників, як правило в більшості випадків відрізняється незначною кількістю додатково введених показників.

Найбільш поширеним є підхід, коли в основу визначення рівня ФБП закладаються відносні показники фінансової стійкості підприємства, а саме: коефіцієнт фінансової незалежності (автономії), коефіцієнт фінансового левериджу, коефіцієнт маневреності власного капіталу, коефіцієнт фінансування, тощо. На наш погляд такий підхід звужує оцінювання рівня фінансової безпеки до рівня фінансової стійкості підприємства, що не дозволяє враховувати цілий ряд загроз як зовнішнього так і внутрішнього характеру.

Слід окремо звернути увагу на застосування методики визначення ФБП через прогнозування банкрутства. Досить часто прогнозування банкрутства є невід'ємною складовою оцінювання фінансової стійкості підприємства, особливо, якщо в результаті аналізу останньої з'ясовується, що підприємство має нестійкий або кризовий стан, в такому випадку прогнозування банкрутства є доповненням та більш поглибленим вивченням проблем фінансової стійкості підприємства. Сама по собі фінансова стійкість підприємства характеризує перспективну платоспроможність, то очевидно, що нестійкий фінансовий стан чи кризовий фінансовий стан є ознакою формування неплатоспроможності підприємства. Але слід підкреслити, що оцінювати ФБП в умовах, коли підприємство знаходиться в кризовому стані вже пізно, оцінювання ФБП та розробка системи заходів щодо захисту від можливих зовнішніх та внутрішніх загроз повинна носити в першу чергу превентивний характер.

Використання індикаторного методу найчастіше передбачає оцінювання декількох груп показників, які частіше за все дублюють ключові групи показників фінансового стану підприємства, а саме ліквідності, фінансової стійкості (платоспроможності), ділової активності, рентабельності. Відмінностями в методиках визначення ФБП є набір показників, які включають до вказаних груп. Як правило, інформація для оцінювання береться з даних фінансової звітності підприємств, але такий підхід більш доречний для зовнішніх користувачів інформації. Якщо розглядати питання визначення рівня ФБП з точки зору менеджменту підприємства то використання даних фінансової звітності має ряд недоліків, а саме фінансова звітність формується максимум щоквартально, стандартно ж раз на рік. Дані із звіту про фінансовий



стан (балансу) підприємства носять статичний характер та, в залежності від особливостей діяльності підприємства, можуть суттєво відрізнятися в різні проміжки часу. Розрахований на їх основі інтегральний показник відображає рівень ФБП лише на дату формування фінансової звітності, і виходячи з вище викладеного не зрозуміло чим він відрізняється від інтегрального показника, що характеризує фінансовий стан підприємства.

Окремо слід відмітити дослідження Пономаренко О.Е., яка оцінювання рівня ФБП пропонує здійснювати шляхом застосування кластерного аналізу з використанням нечітких множин [42]. Зокрема автор пропонує «формування ефективної оцінки рівня ФБП здійснювати за комплексом кількісних та якісних показників зовнішньої і внутрішньої ФБП за чотирма сферами формування стратегії: сфера забезпечення зростання дохідності капіталу підприємства, сфера формування фінансових ресурсів підприємства, сфера забезпечення фінансової стабільності підприємства та нейтралізації ризиків та інвестиційно-інноваційна сфера».

Дещо вирізняється за своєю методикою підхід Матвійчука Л.О., оскільки, базуючись на показниках фінансового стану підприємства (47 індикаторів), він наводить їх групування з точки зору складових фінансової безпеки, вирізняючи бюджетну, кредитну, фондову, банківську, інвестиційну, грошову, страхову та фінансово-технологічну складову. В даному випадку частина індикаторів, віднесених до різних складових характеризує одні і ті ж напрямки використання фінансових ресурсів підприємства, але під різними кутами зору, що може викривляти, отриманий в результаті інтегрований показник ФБП [38].

Для максимально неупередженого проведення дослідження стану ФБП, з позиції того, що значна кількість підприємств в Україні працюють збитково, а також враховуючи, що ФБП розглядається в контексті розвитку фінансового сектору економіки, нами було прийнято рішення щодо набору підприємств виходячи з таких позицій:

по-перше, було проаналізовано підприємства, що знаходились в лістингу провідних фондових бірж України, а саме ПФТС, Української фондової біржі;

по-друге, з переліку підприємств, що знаходились в лістингу були виключені всі фінансові установи та банки, виходячи з тих позицій, що вони входять до фінансового сектору, а також враховуючи значну відмінність у їх операційній, фінансовій та інвестиційній діяльності;

по-третє, сформований перелік підприємств було проаналізовано з точки зору наявності їх фінансової звітності на сайті Агентства з розвитку

інфраструктури фондового ринку України за період з 2010 по 2019 роки. Означений період дозволить більш повно проаналізувати динаміку ФБП, враховуючи частково докризовий (до 2010 року) період, період власне кризи (2010 та наростаючим підсумком 2011 рік, який акумулював всі ризики функціонування підприємств під впливом кризи світових та вітчизняного фінансового сектору), післякризовий період, який в тому числі охоплює внутрішню фінансову, економічну та політичну кризу 2016 року та її наслідки;

по-четверте, враховуючи, що підприємств в лістингу вітчизняних фондових бірж незначна кількість, а також для більш об'єктивних висновків, було проаналізовано звітність обраних підприємств та на підставі їх власних тверджень, поданих в описі бізнесу, як розділі, що оприлюднюється на сайті вище зазначеного агентства, було обрано додатково підприємства, які є їх конкурентами;

по-п'яте, виходячи із їх ВЕД зазначених в установчих документах, враховуючи код виду економічної діяльності (КВЕД), що зазначено в звіті про фінансовий стан (балансі) підприємства було виокремлено ВЕД реального сектору економіки, які будуть проаналізовані в даному пункті.

За аналогією з аналізом в розрізі ВЕД варто оцінити майновий стан та відповідно стан виробничих потужностей обраних підприємств. Одразу варто зазначити, що стан підприємств в розрізі окремих ВЕД має суттєву розбіжність. Водночас, можна зробити загальні висновки, зокрема найбільш високий рівень зносу демонструють підприємства машинобудування, що відповідає тій динаміці, яка притаманна даному ВЕД.

Більшість підприємств добувної промисловості мають показники зносу не високі та такі, які можна вважати на рівні нормативних значень. Стосовно підприємств металургії та добувної промисловості, які представлені найбільш потужними вітчизняними підприємствами, то більшість з них мають рівень зносу не вище за 0,5, а також, що є дуже позитивним це тенденція до зниження цього показника, що підтверджується значними сумами, що інвестують власники даних підприємств в матеріальну базу. Позитивною є динаміка коефіцієнта зносу підприємств харчової промисловості, всі без виключення аналізовані підприємства мають значення показника практично на рівні 50 % або ж з незначними відхиленнями. Представлені три підприємства сфери телекомунікації на початок аналізованого періоду мали значення коефіцієнта зносу досить несуттєві, що можна пояснити, зокрема для ПрАТ «Київстар» та ПрАТ «МТС Україна» тим, що на 2019 рік, їх період існування був ще досить

незначним, а враховуючи, що підприємства створювались фактично з самого початку, то стан виробничих потужностей цих підприємств був новим, але з плином часу рівень зносу їх поступово зростає, при цьому варто відзначити, що дані підприємства активно розвиваються та з року в рік нарощують обсяги свого майна, особливо основних засобів, які за аналізований період зросли більше ніж в два рази. Натомість ПАТ «Укртелеком» демонструє протилежну тенденцію, а саме скорочення обсягу виробничих потужностей більш ніж в два рази та паралельне зростання зношеності основних засобів. Це також можна пояснити з точки зору саме фінансової архітектури даного підприємства, оскільки контрольний пакет акцій тривалий час знаходився у розпорядженні Фонду державного майна – у власності держави, практично не відбувалось оновлення виробничих потужностей і не тільки, все більші сегменти ринку переходили під контроль компаній, що надавали послуги мобільного зв'язку.

Стосовно підприємств, що займаються виробництвом фармацевтичної продукції, то стан їх матеріальної бази є цілком задовільним, та має рівень зносу досить несуттєвий практично по всіх підприємствах він не перевищує, а в таких підприємств як ПрАТ «НВЦ Борщагівський хіміко-фармацевтичний завод», ПАТ «Фармак» має значення значно нижчі за 50%. Така ситуація в цілому відповідає стану зношеності основних засобів по фармацевтичній промисловості в цілому, отже досліджувані підприємства мають матеріальну базу в такому стані, який відповідає середньому значенню за ВЕД.

Енергетична промисловість представлена підприємствами, що здійснюють постачання електроенергії, а саме підприємствами обленерго. При вибірці групи цих підприємств в першу чергу було взято до уваги ті, які станом на 2017 рік були представлені в лістингу фондових бірж, як було зазначено вище, але, враховуючи, що ці підприємства представляють специфічний ринок і є по суті монополістами, кожний в своєму регіоні, було прийнято рішення представити підприємства, що здійснюють свою діяльність на півночі, півдні, сході, заході та центрі країни. Майновий стан підприємств енергетичної сфери можна вважати близьким до критичного оскільки рівень зносу основних засобів становить на більшості підприємств понад 70%.

Таким чином, можна зробити висновок, що стан виробничих потужностей досліджуваних підприємств має суттєві розбіжності, але в більшості випадків він корелює з ситуацією за відповідним ВЕД.

Враховуючи, що ФБП частина науковців оцінює через показники фінансової стійкості, нами проаналізовано більш детально саме цю групу

показників. Як відомо фінансову стійкість підприємств можна оцінювати за абсолютними та відносними показниками. Використовуючи саме абсолютні показники можна визначити тип фінансової стійкості через тривимірний компонент. Він складається з трьох базових показників, які визначаються виходячи з першого компонента – наявності власного оборотного капіталу на підприємстві, саме він є першою базовою умовою фінансової стійкості підприємства, і можна погодитись з тим, що його наявність є мінімальною умовою забезпечення ФБП; другого компонента – наявності «довгих» фінансових ресурсів, які базуються на власному оборотному капіталі та довгострокових позикових коштів; третього компонента – наявності всіх доступних джерел для фінансування запасів і витрат. Логіка другого компонента полягає в тому, що «довгі» кошти особливо їх позикова складова мають цільове призначення в першу чергу для фінансування необоротних активів, таким чином, якщо значення суми власного оборотного капіталу та довгострокових зобов'язань буде достатнім для фінансування не лише необоротних активів, але і запасів та витрат, то така ситуація може бути охарактеризована як нормальна з точки зору забезпечення ФБП. Логіка третього компонента полягає в тому, що використання всіх джерел фінансування для покриття запасів і витрат є критичною з точки зору забезпечення ФБП.

Таким чином рівень ФБП можна попередньо оцінити за тривимірним компонентом типу фінансової стійкості:

{1;1;1} – абсолютно стійкий фінансовий стан = високий рівень ФБП = прийнятний рівень фінансового ризику;

{0;1;1} – нормальний стійкий фінансовий стан = достатній рівень ФБП = допустимий рівень фінансового ризику;

{0;0;1} – нестійкий фінансовий стан = низький рівень ФБП = критичний рівень фінансового ризику;

{0;0;0} – критичний фінансовий стан = критичний рівень ФБП = катастрофічний рівень фінансового ризику.

Виходячи з отриманих результатів, можна зазначити, що жодне з досліджуваних підприємств за виключенням декількох періодів не знаходилося в кризовому фінансовому стані. Виключення із даного списку представляє Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання, яке протягом 2017-2019 років мало критичний фінансовий стан, що відповідає дійсно реальному фінансовому стану підприємства, яке наразі знаходиться в стані банкрутства.

Дане підприємство поступово нарощувало обсяги зобов'язань, рівень фінансової безпеки при цьому суттєво знижувався і практично всі показники, що характеризують фінансовий стан даного підприємства мали негативні тенденції. Якщо аналізувати стан підприємств в розрізі ВЕД, то можна зазначити, що два підприємства ПАТ «Азот» та ПАТ «Сумихімпром» хімічної промисловості демонструють нестійкий фінансовий стан протягом тривалого періоду, стосовно ПАТ «Дніпроазот», то його показники мають нестійку тенденцію, але станом на 2019 рік фінансова стійкість суттєво покращена. Це також характерно і для даного ВЕД в цілому, що підтверджується в попередньому розділі. Більшість досліджуваних підприємств машинобудування мають високий або ж достатній рівень ФБП. На відміну від хімічної промисловості тренди розвитку машинобудування не співпадають з трендами розвитку обраних підприємств. Це можна пояснити, тим, що в даному випадку, підприємства, обрані для аналізу є лідерами машинобудування, знаходились в лістингу, при цьому фактично вони не мають конкурентів в Україні, але мають їх на світовому ринку практично всі вони є експортоорієнтовані.

Окремо варто виділити стан ФБП підприємств добувної промисловості а саме ряд гірничозбагачувальних комбінатів, які демонструють стабільно високий рівень ФБП, що цілком корелює зі станом даного ВЕД, а також підтверджується якісним станом їх виробничих потужностей.

Стосовно харчової промисловості, то тут склалась ситуація, яка засвідчує, що підприємства, які займаються виготовленням кондитерських виробів є в більшості аналізованих періодів фінансово стійкими, зокрема – ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч», ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика». Досить нестабільною з точки зору забезпечення ФБП є ситуація, яка склалась на ПрАТ «Кондитерська фабрика АВК», та ПрАТ «Монделіс Україна» а також підприємство «Одесакондитер», яке за період з 2016 до 2018 років демонструє низький рівень ФБП. Стабільно низький рівень ФБП демонструють підприємства, які займаються виробництвом продуктів харчування, такі як ПрАТ «Геркулес», ПАТ «Вінтер».

Підприємства, що здійснюють виробництво фармацевтичних продуктів всі без виключення демонструють високий рівень ФБП. Стосовно підприємств, які представляють енергетичну сферу до 2015 року рівень їх ФБП був високий, в більшості випадків на рівні абсолютної фінансової стійкості, тобто вони мали в наявності власний оборотний капітал а також довгострокові та

короткострокові джерела фінансування. З точки зору компаній, що надають послуги телекомунікації найбільш високий рівень фінансової безпеки має ПрАТ «Київстар», потім ПрАТ «МТС Україна» і найнижчий рівень фінансової безпеки демонструє ПАТ «Укртелеком». Така ситуація із станом ФБП в сфері комунікацій повністю корелює з динамікою показника коефіцієнт зносу, тобто станом виробничих потужностей. Стосовно підприємств металургії, то із переліку найбільш потужних вітчизняних металургійних комбінатів, стабільно високий рівень ФБП демонструє лише ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг», інші аналізовані підприємства, починаючи з 2014 року мають низький рівень ФБП, який супроводжується критичним рівнем фінансового ризику. Стан підприємств металургії, яка в значній мірі є експортоорієнтованою більшою мірою залежить від факторів, що визначають кон'юнктуру світового ринку, яка є досить динамічною та жорсткою, враховуючи значу активізацію зусиль з боку китайських компаній та компаній інших країн. Значним недоліком вітчизняних підприємств є високий рівень енергомісткості, обумовлений використанням застарілих технологій. Варто також зазначити, що Україна, маючи значний потенціал для розвитку металургійної сфери, нажалі експортує сировину – металопрокат, чавун, тощо. Більш ефективно було би, якби металургійний комплекс працював в першу чергу для потреб подальшого внутрішнього виробництва – в першу чергу в сфері важкого машинобудування. Це би дозволило здійснювати реалізацію на експорт кінцевої продукції. Отже, аналіз тривимірного компоненту типу фінансової стійкості, узгодженого з рівнем ФБП та рівнем фінансового ризику підприємств показав лише попередню ситуацію, а для більш ґрунтовних висновків варто також розглянути і відносні показники, які були оцінені на рівні досліджуваних ВЕД вище.

Для оцінювання стану фінансової стійкості більш об'єктивним є використання відносних показників таких як коефіцієнт автономії, коефіцієнт фінансового левериджу, коефіцієнт забезпечення власним оборотним капіталом, коефіцієнт короткострокової заборгованості та коефіцієнт покриття інвестицій. Найбільш вагомим та інформативним серед них є коефіцієнт автономії, який відображає на скільки підприємство користується позиковими коштами.

Ситуація є неоднозначною та певною мірою залежить від ВЕД підприємства. Зазначимо, що в таблиці виділено значення коефіцієнта автономії, що знаходиться вище середнього в аналізованому періоді. Тобто, якщо нормативне значення даного показника встановлено на рівні 0,5, то в

таблиці виділено ті підприємства, які мають вищий рівень фінансової автономії. З одного боку такі підприємства можна вважати фінансово незалежними та з точки зору забезпечення ФБП, такі підприємства формують мінімальні фінансові ризики, або практично їх не формують, оскільки використовують дуже незначні обсяги позикового капіталу, або ж взагалі можуть не використовувати платний позиковий капітал у вигляді довгострокових та короткострокових кредитів, а працювати на основі використання поточної кредиторської заборгованості. З іншого боку розвиток підприємства лише на основі використання власного капіталу може бути загальмований, оскільки його суттєве нарощення не може відбуватись досить швидкими темпами. Зростання власного капіталу може відбуватись двома шляхами: по-перше це нарощення нерозподіленого прибутку, тобто використання внутрішніх джерел фінансування діяльності – чистого прибутку, що може відбуватись досить повільно; по-друге – це емісійна діяльність, тобто здійснення додаткові емісії акцій як для акціонерних товариств або ж внески засновників для інших організаційно-правових форм.

Враховуючи ті зміни, які відбуваються в чинному законодавстві, починає формуватися тенденція щодо переходу підприємств із акціонерної форми власності то форми у вигляді товариств з обмеженою відповідальністю тощо. Це також в значній мірі пов'язано із станом розвитку фондового ринку, а також із потенційним попитом на цінні папери вітчизняних емітентів. До нарощення власного капіталу за рахунок емісії акцій підприємства як правило можуть вдаватись у двох випадках, а саме для проведення масштабної реконструкції та модернізації виробничих потужностей, яка вимагає значної суми коштів, або ж для відновлення своєї фінансової стійкості та забезпечення високого рівня ФБП. В останньому випадку до емісії вдаються тоді, коли існуюча структура капіталу з точки зору ФБП є високоризикованою, але підприємство має значний потенційний попит на свою продукцію, і розширення матеріально-технічної бази дозволить охопити ще більший сегмент ринку.

Отже можна зробити висновки, що всі підприємства телекомунікаційної сфери мають високий рівень фінансової незалежності (близько 70% власного капіталу), практично всі підприємства машинобудування за виключенням ПАТ «Запоріжтрансформатор» та ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання» мають високий рівень фінансової незалежності. Стосовно підприємств добувної промисловості, то на початок аналізованого періоду більшість з представлених підприємств мали високе значення

показника автономії, але в 2018 та 2019 роках ситуація суттєво погіршилась, і якщо ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» та ПрАТ «Євраз Суха балка» станом на 2019 рік мали значення коефіцієнта рівні близькому до нормативного та мали фінансовий ризик на рівні допустимого, то для ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» ситуація з ФБП погіршилась, адже підприємство на кожну гривню власного капіталу залучає в середньому 4 гривні позикового, що суттєво нарощує його фінансові ризики, стосовно ж ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат», то дане підприємство, починаючи з 2013 року мало сталу динаміку щодо зростання фінансової залежності, та в 2018, 2019 роках має від'ємне значення власного капіталу за рахунок суттєвого зростання непокритих збитків. Також в більшості випадків вище середнього значення коефіцієнта автономії мають підприємства харчової промисловості, але загальна тенденція показує зростання фінансових ризиків діяльності підприємств.

Підприємства енергетики, на перший погляд повинні були демонструвати приблизно однакову динаміку, враховуючи особливості їх діяльності, монопольне становище, яким характеризується даний ринок, в реальності мають різні значення коефіцієнта фінансової автономії. Серед підприємств 5 (ПАТ «Тернопільобленерго», «Львівобленерго», «Харківобленерго», «Сумиобленерго» та «Київобленерго») мають високі значення фінансової незалежності, інші мають досить високий, але не критичний рівень фінансового ризику за виключенням ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», що має пояснення впливом політичних чинників та здійсненням операції об'єднаних сил на території області.

В цілому ж станом на кінець 2019 року із 55 аналізованих підприємств 24 мали значення нижче нормативного з них 6 підприємств можна вважати фінансово незалежними, оскільки значення коефіцієнта є максимально наближеним до норми (розбіжність становить -0,02) та фінансово безпечними. Критичною з точки зору ФБП є ситуація, що склалась на 6 інших підприємствах (ПАТ «Запоріжтрансформатор», ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання», ПАТ «Азот», ПАТ «Сумихімпром», ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»), в яких сформовано від'ємне значення коефіцієнта за рахунок сформованого від'ємного значення власного капіталу. Крім того, з точки зору аналізу тривимірного компонента фінансової стійкості всі ці підприємства демонструють низький рівень ФБП, а ПАТ «Сумське



машинобудівне науково-виробниче об'єднання» – критичний рівень ФБП, що супроводжується катастрофічним фінансовим ризиком.

Важливого значення при аналізі рівня ФБП відіграє не лише його визначення, а ще і його прогнозування. Оскільки в більшості розглянутих випадків причиною формування низького або ж критичного рівня ФБП є її забезпечення в першу чергу за рахунок внутрішніх джерел фінансування на наш погляд варто використовувати коефіцієнт внутрішнього (власного) забезпечення ФБП.

Використання саме нерозподіленого прибутку буде засвідчувати перш за все поведінку власників підприємства, адже нерозподілений прибуток, який залишається в розпорядженні підприємства власниками свідчить, що вони віддали перевагу інвестувати ці кошти в розвиток підприємства, а не використовувати їх для збільшення власних заощаджень, що для них більш привабливим є фінансовий результат діяльності підприємства не лише в поточному, але і в перспективному періоді, порівняно з альтернативним застосуванням чистого прибутку підприємства (мається на увазі, що при прийнятті рішення власниками щодо розподілу чистого прибутку можливий варіант, коли основна маса прибутку може бути розподілена між власниками у вигляді виплачених дивідендів і спрямована на їх споживання або ж використання в альтернативних джерелах формування доходу, в тому числі розміщенні на депозитних рахунках в банку).

Економічна інтерпретація даного показника на нашу думку полягає в наступному: якщо значення коефіцієнта менше 1, то це означає, що сума нерозподіленого прибутку зменшилась порівняно з показником минулого року, тобто підприємство отримало як фінансовий результат чистий збиток; якщо значення коефіцієнта дорівнює 1, це означатиме, що нерозподілений прибуток збільшився такими ж темпами як і власний капітал, з чого можна зробити висновок, що джерелом його зростання є саме нерозподілений прибуток, якщо значення коефіцієнта більше 1, то це означає, що джерелом зростання є не лише нерозподілений прибуток, а і нарощення резервного капіталу, зростання ринкової вартості акцій підприємства, що свідчить про зростання мінімальних умов забезпечення ФБП.

Розрахункові значення запропонованого коефіцієнта наведені в таблиці 2.5, при цьому з переліку представлених підприємств вилучено 6 підприємств (ПАТ «Азот», ПАТ «Суміхімпром», ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат», ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім.

Ілліча», ПАТ «Одесакондитер», ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», які за весь аналізований період демонстрували від’ємні значення даного показника, що підтверджувало критичний стан ФБП. Варто зазначити, що із 49 підприємств, представлених в таблиці 2.8 лише 20 станом на кінець 2019 року мають значення даного показника більше 1, що свідчить про наявність мінімальних умов забезпечення ФБП за рахунок внутрішніх джерел фінансування діяльності, в першу чергу чистого прибутку підприємства. В цілому ж можна зробити висновок, що жодне з аналізованих підприємств не має сталої динаміки щодо даного показника та постійного забезпечення зростання рівня ФБП за рахунок внутрішніх джерел фінансування.

Враховуючи важливість внутрішніх джерел фінансування діяльності з точки зору забезпечення ФБП, необхідно розглянути два базових показники, які опосередковано відображають ризикованість формування структури капіталу підприємств, а саме порівняти рентабельність операційної діяльності та чисту рентабельність діяльності підприємств.

Таблиця 2.5

## Динаміка коефіцієнта внутрішнього забезпечення ФБП

ВЕД	Підприємство	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Машинобудування	Запоріжтрансформато	1,09	1,00	1,00	1,00	5,29	0,81	0,00	0,00	0,00
	Гідросила МЗТГ	0,22	3,51	1,29	1,41	1,09		1,00	0,99	
	Могор Січ	0,35	-1,44	1,00	1,00	1,00	1,14	0,93	1,00	0,99
	Дніпровагонмаш	0,51	0,87	1,00	1,02	0,97	1,13	1,00	0,99	6,96
	Азовмаш	0,01	0,11	0,11	0,09	0,09	0,03	0,93	0,58	
	Крюківський	0,36	0,52		0,79	0,58	0,23	0,78	1,00	
	Кременчуцький	0,10	0,06	0,84	0,91	0,99		1,00	0,99	
	Насосенергомаш	0,53	0,88	1,00	0,95	0,98	0,29	1,03	0,95	1,00
	Сумське МНВО	0,11	1,06	1,00	0,94		4,09	1,28		
Хімічна	Дніпроазот	0,38	1,03	1,02	0,96	3,58		0,25	1,03	1,01
Металу ргія	Азовсталь	0,74	1,00	0,04	0,04	0,18	2,11	1,31	0,14	
	Запоріжсталь	0,58	0,98	0,79	0,95	0,98			0,35	0,57
	Арселорміттал Кривий Ріг	0,66	1,17	2,66	0,77	1,00	1,01	2,40		1,22
Добувна	Північний ГЗК	0,58	0,97	0,24	1,36	1,18	2,99	1,26	0,36	1,15
	Південний ГЗК	0,56	0,99	0,95	1,03	1,00	1,00	1,01	0,89	1,08
	Центральний ГЗК	0,37	0,99	0,13	1,55	1,26	0,85	0,55		1,04
	Полтавський ГЗК	0,34	0,46		1,04	1,00	0,99	1,38	1,00	
	Інгулецький ГЗК	0,50	1,00		1,44	1,05	0,48	1,10	1,35	1,38
	Євраз Суха балка	0,69	1,02		0,03	1,06	6,59	1,00	1,00	1,00
Харчова	Світоч	0,41	1,00	1,00	1,00	1,00	1,07	1,00	1,00	1,00
	Полтавакондитер	0,72	0,95	0,98	1,00	0,37	1,26	0,10	0,95	1,00
	Харківська бісквітна фабрика	0,74	0,99	0,77	0,83	0,99	0,45	1,03	1,00	1,04
	АВК	0,59	0,27	0,43	0,37	0,45	2,56	0,34		11,74
	Ласоці	0,41	1,00	1,00	1,00	1,00	0,09	0,89		
	Житомир маслозавод	0,80	1,00	1,00	1,00	1,00	1,15	1,04	0,97	1,00
	Вінтер	0,25	1,00	0,95	0,91	0,90	1,04	0,70	1,00	
	Геркулес	0,55	0,87	0,64	0,24	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Монделіс У країна	0,75	1,00	0,82	0,89	1,00	1,00	1,55	0,76	0,98
Телеком	Конті	0,68	-0,96	1,12	0,57	1,47	1,15		5,55	1,18
	Укртелеком	0,05	1,18	1,01	0,98		2,42	2,15	5,32	0,19
МВ	Київстар	0,94	1,00	0,95	0,94	1,05	0,49	0,99	0,91	1,01

	МТС Україна	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,06	1,00	1,00
Фармацевтика	НВЦ Борщагівський хіміко-фармац. завод	0,86	0,05	1,05	0,99	0,99	1,02	1,01	0,27	0,44
	Фармак	0,32	1,00	1,00	1,00	2,31	1,13	0,95	1,03	1,00
	Фармацевтична фірма «Дарниця»	0,10	1,00	0,18	0,10	1,00		0,51	0,33	0,31
	Галичфарм	0,64	1,01	1,00	1,00	1,00	1,31	1,00	1,07	1,00
	Київмедпрепарат	0,79	0,36	0,26	0,95	0,95	0,92	0,24	0,95	0,95
	Київський вітамінний завод	0,45	1,00	1,00	1,00	1,00		0,23	1,06	0,67
Енергетика	Центрэнерго					10,33	0,61	5,50	1,00	0,10
	Вінницяобленерго							4,54	1,10	1,07
	Тернопільобленерго					5,91	0,26	0,72	1,15	0,41
	Чернівціобленерго				0,00	1,42	0,89	1,05	1,01	1,00
	Запоріжжяобленерго					4,94	0,91	0,07	-2,18	2,62
	Дніпрообленерго					3,69	1,00	1,00	-1,42	1,25
	Львівобленерго		0,96	0,95	-0,30	0,72		0,03	0,78	
	Полтаваобленерго	0,22	4,01	0,37	1,37		0,12	1,85	1,12	1,34
	Харківобленерго		2,13	1,39	0,76	0,49	6,21		0,10	1,52
	Сумиобленерго	1,12	1,05	1,02	1,00	0,11	1,03	1,01	1,03	1,01
Київобленерго	0,26	1,11	0,41	0,59	1,03	1,56	1,00	1,11	1,00	

*Джерело: складено автором*

В першому випадку при розрахунку рентабельності операційної діяльності буде використовуватись базовий показник прибуток від операційної діяльності, який характеризує здатність підприємства формувати ефективну маркетингову політику, щодо просування своєї продукції на ринку, включаючи і цінову політику, а також оптимізацію структури витрат підприємства, пов'язаних з виробництвом і реалізацією продукції підприємства. Водночас чиста рентабельність діяльності відобразить ефективність формування структури капіталу підприємства, оскільки прибуток від операційної діяльності буде зменшений в першу чергу за рахунок фінансових витрат – витрат, що несе підприємство по обслуговуванню свого платного позикового капіталу. Наявність чистого прибутку за умови наявності операційного прибутку буде свідчити про ефективність сформованої структури капіталу, а також про сформований рівень фінансової безпеки для ключових стейкхолдерів підприємства (власників, кредиторів, менеджерів).

## Висновки до розділу 2

Фінансовий сектор економіки України розвивається досить динамічно, але при цьому має всі ознаки нестабільності, оскільки фактично знаходиться в стані неперервної фінансової кризи, що має суттєвий вплив на ФБП. В роботі фінансовий сектор досліджено з позиції двох ключових сегментів – банківського, оскільки він є визначальним у формуванні умов використання довго- та короткострокових кредитів та фондового – через його реальний та

потенційний вплив на стан власного капіталу підприємства та можливості його використання для первинного публічного розміщення акцій, а також щодо можливості розміщення корпоративних облігацій як альтернативи банківському кредитуванню.

Ключову роль серед фінансових посередників відіграють банківські установи тому фінансовий сектор України має ознаки банкоцентричності. Активи банків протягом всього аналізованого періоду з 2009 по 2018 роки суттєво перевищують активи небанківських фінансових установ, в тому числі і страхових компаній – більше ніж в 10 разів. Характеризуючи в цілому поведінку активів всіх фінансових посередників констатуємо, що їх обсяг за період досить суттєво коливається, при цьому з 2009 по 2014 роки спостерігалась висхідна динаміка, а в останні роки їх абсолютні та відносні значення – зокрема частка у ВВП – досить суттєво скорочуються, що обумовлено макроекономічним станом в цілому, а також заходами з боку НБУ щодо очищення банківського ринку, тобто фінансовий сектор країни звужується, що має негативні наслідки для розвитку підприємств реального сектору економіки.

Стискання фондового ринку України призвело до ситуації, коли світові рейтингові агентства виключили його із переліку не лише граничних (emergency) ринків, але і таких які є потенційними для включення до цього списку. За даними FTSE Global Equity Index Series (індексу, що формується Лондонською фондовою біржою), фондовий ринок України в 2010-2014 році розглядався як ринок, який є претендентом на включення до граничних (Frontier) ринків. Після 2014 року вітчизняний фондовий ринок викреслений із списку ринків, які потенційно можуть розглядатись як граничні. Водночас, враховуючи заходи, що проводяться для очищення вітчизняного фондового ринку, це може привести до перегляду його позиції в світовому фондовому ринку та повернення втраченого статусу.

Порівняння двох ключових сегментів фінансового сектору України – банківського та фондового підтвердили тезу про те, що фінансовий сектор України має ознаки банкоцентричного, – оскільки частка активів банків у ВВП становить більше 50%, а частка ринкової капіталізації лише 1%, при чому останній показник скоротився з 29% у 2016 до 3% у 2017 та 1% у 2019 р.

Для забезпечення ФБП важливу роль відіграють довгострокові джерела фінансування економіки, але їх частка в структурі ВВП є несуттєвою, та значно не впливає на підвищення ФБП. Надання банками довгострокових кредитів на

потреби розвитку реального сектору економіки ускладнюється тим, що значна частка депозитної бази є короткостроковою. Встановлено, що довгострокова база на кінець аналізованого періоду суттєво відрізнялась від попередніх років, та являє собою рівномірний розподіл між довгостроковими кредитами та емітованими акціями. Використання корпоративних облігацій є вкрай обмеженим. На фоні уповільнення використання кредитів та в цілому довгострокових джерел фінансування діяльності підприємств позитивним моментом є зменшення ставки відсотку по кредитах, особливо по короткостроковим.

Фінансовий стан окремих ВЕД реального сектору економіки, а саме: добувної, харчової, хімічної промисловості, машинобудування, енергетики та телекомунікацій (їх частка в сумарних активах в економіці країни становить більше 20%), є досить складним та таким, що наближається до критичного. При цьому найбільш суттєвий вплив на подальший позитивний розвиток з виходом на показники чистої рентабельності діяльності можливий за умови формування у фінансовому секторі економіки капіталу з низькою вартістю з можливістю отримати його в достатньому обсязі для здійснення реконструкцій та модернізацій та в першу чергу як «довгих» грошей. Враховуючи динаміку активів в розрізі цих ВЕД, обґрунтовано, що відбувається зміна структури реального сектору економіки, помітне скорочення активів машинобудування та телекомунікацій, а також поступове скорочення хімічної та харчової промисловості. Усталеними є активи енергетики та добувної промисловості.

Основні фінансові показники стану в розрізі ВЕД знаходяться на рівні, що може характеризувати їх фінансовий стан як нестабільний або критичний. Стан зносу основних засобів в розрізі ВЕД, критичний, або ж близький до нього. Більшість ВЕД показують тенденцію щодо зниження коефіцієнта автономії, зростання коефіцієнта фінансового левериджу та низького рівня забезпечення ФБП. При цьому негативною є тенденція щодо зростання частки короткострокових джерел фінансування, зокрема кредиторської заборгованості. Це свідчить, про те, що значна частина підприємств працюють в основному в умовах агресивної політики фінансового менеджменту, яка обумовлена скрутним фінансовим становищем, необхідністю економити на використанні платного позикового капіталу, такого як банківські кредити. Така ситуація може провокувати зниження рівня ФБП, та набуваючи масового характеру може формувати передумови для затяжної кризи, пов'язаної з недостатністю недорогого позикового капіталу в реальному секторі економіки.

Більшість ВЕД демонструють рентабельність операційної діяльності, за виключенням хімічної промисловості, при цьому за кінцевим фінансовим результатом ситуація є критичною в останні роки. Розбіжність між операційною та чистою рентабельністю діяльності характеризує вплив саме фінансової діяльності, та засвідчує використання підприємствами дорогих позикових джерел фінансування.

Проведене оцінювання ФБП через призму фінансової стійкості засвідчило суттєву розбіжність в цих показниках. При цьому більшість із обраних для дослідження підприємств мають стійкий фінансовий стан за абсолютними показниками та тенденції їх розвитку не співпадають з показниками в розрізі ВЕД, що пояснюється тим, що серед обраних підприємств представлені в основному лідери цих ВЕД. Аналіз відносних показників, зокрема коефіцієнта автономії, засвідчив неоднозначність ситуації та залежність від приналежності підприємства до того чи іншого ВЕД.

В цілому станом на кінець 2018 року із 55 аналізованих підприємств 24 мали значення нижче нормативного з них 6 підприємств можна вважати фінансово незалежними та фінансово безпечними. Критичною з точки зору ФБП є ситуація, що склалась на 6 інших підприємствах, в яких сформовано від'ємне значення коефіцієнта за рахунок сформованого від'ємного значення власного капіталу. Крім того, з точки зору аналізу тривимірного компонента фінансової стійкості всі ці підприємства демонструють низький рівень ФБП, а ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання» – критичний рівень ФБП, що супроводжується катастрофічним фінансовим ризиком.

В роботі удосконалено науково-методичний підхід до оцінювання ФБП через систему показників фінансової стійкості шляхом введення коефіцієнта внутрішнього (власного) забезпечення ФБП як відношення приросту нерозподіленого прибутку до приросту власного капіталу підприємства, що на відміну від існуючих відображає зацікавленість власників підприємства у фінансуванні його розширеного відтворення.

### РОЗДІЛ 3

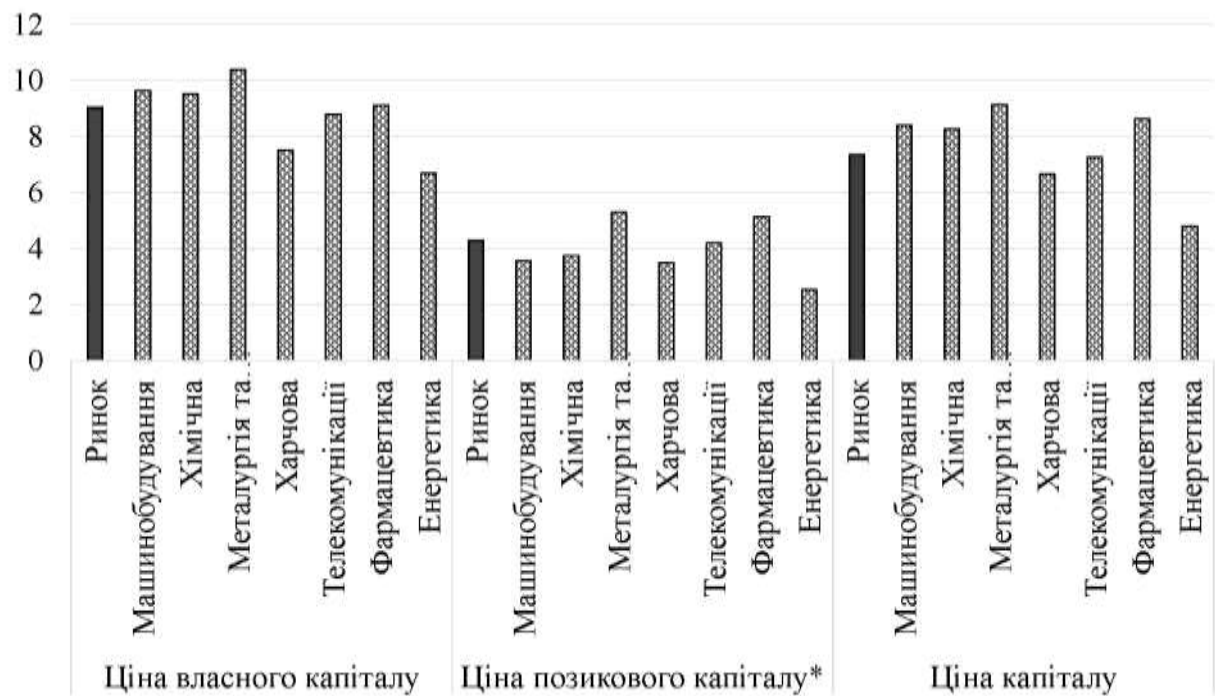
## УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ

### 3.1. Оцінювання фінансової безпеки підприємств через призму фінансової архітектури

Оцінювання ФБП через призму фінансової архітектури передбачає в першу чергу аналіз формування капіталу підприємства, його структури та середньозваженої вартості. Сформована структура капіталу була оцінена в попередньому розділі, що ж стосується вартості капіталу, який використовується підприємствами, то провести такий аналіз в розрізі ВЕД за наявної фінансової звітності неможливо. Складно такий аналіз провести і в розрізі окремих підприємств, оскільки підприємства досить часто не відображають суму відсотків, сплачених за використання позикового капіталу в звіті про фінансові результати. Таку інформацію, можна отримати зі звіту про рух грошових коштів, де власне підприємства відображають і суму сплачених відсотків за користування позиковим капіталом і суму сплачених дивідендів. Стосовно вартості капіталу, слід зазначити, що в Україні це найбільш складне питання, оскільки вартість капіталу з одного боку є досить високою за рахунок позикового капіталу, а з іншого боку вартість капіталу є досить низькою за рахунок вартості власного капіталу. Натомість країни з розвиненою ринковою економікою мають повністю протилежну тенденцію, а саме вартість власного капіталу є стандартно досить високою, що обумовлено високим рівнем ризику, який несуть власники підприємства, в першу чергу власники простих акцій, які у випадку зниження рентабельності діяльності підприємства, а особливо отримання ним збитків можуть втратити не лише дивіденди, але і сам капітал, вкладений у підприємство, а вартість позикового капіталу є порівняно низькою. З цієї точки зору більш захищеними є власники привілейованих акцій, яких за характером обслуговування зобов'язань – виплати дивідендів – вважають більш наближеними до позикового капіталу. Варто відзначити, що структура власного капіталу вітчизняних підприємств вирізняється майже повною відсутністю емітованих підприємством привілейованих акцій, при цьому згідно чинного законодавства, зокрема Закону України «Про акціонерні товариства» існує

обмеження не більше 25% статутного капіталу у вигляді привілейованих акцій [43].

Опираючись на статистичну інформацію, щодо вартості капіталу в розрізі ВЕД підприємств США нами побудована діаграма середнього значення вартості окремих елементів капіталу – власного і позикового, при чому вартість позикового капіталу наведена з урахуванням податкового коректора капіталу (рис. 3.1) в розрізі досліджуваних ВЕД – машинобудування, хімічної, харчової промисловості, металургії та видобування, телекомунікацій фармацевтики та енергетики.



\*Ціна позикового капіталу представлена з врахуванням впливу податкового коректора

Рис. 3.1. Середнє значення вартості капіталу в розрізі досліджуваних ВЕД, на прикладі США. Джерело: складено автором

Середнє значення виведено на основі даних за період з 2010 по 2019 рік. Варто зазначити, що середня вартість капіталу по ринку становить 7,356%, тобто 1 долар, що працює на ринку коштує за аналізований період в середньому 7,356 цента. При чому аналіз рядів динаміки засвідчив, що з 2008 по 2016 рік включно спостерігалась стійка тенденція до зниження вартості капіталу в цілому, а в 2017 та 2018 роках відбулось його суттєве подорожчання. На основі даних можна зробити висновок, що вартість капіталу змінюється залежно від ВЕД, але при цьому загальна тенденція підтверджує вище наведене твердження, що вартість власного капіталу суттєво вище від вартості позикового капіталу.

Стосовно ВЕД необхідно відзначити, що найбільш дорогий капітал використовується підприємствами металургійної та видобувної промисловості,



при чому він найдорожчий як по власному так і по позиковому капіталу – 10,4 та 5,3% відповідно. Порівняно з іншими ВЕД більш дешевим є капітал, який використовується у харчовій промисловості, а також в енергетичній. З точки зору розвитку харчової промисловості це можна пояснити виходячи з існування усталеного попиту на продукти харчування, а також значно меншої ніж металургія, машинобудування та хімічне виробництво залежності від кон'юнктури світових ринків. Стосовно енергетики, то в ній також сформовано досить стабільний попит на продукцію, а тому її діяльність є менш ризикованою.

Звертає на себе увагу і узгоджена поведінка вартості власного та позикового капіталу в розрізі ВЕД. Підприємства, які мають високу вартість власного капіталу, мають також і високу вартість позикового капіталу, що пояснюється рівнем ризику, який беруть на себе у випадку залучення більш дорогих позикових коштів власники підприємств.

При визначенні ефекту фінансового левериджу існує твердження, що чим вище частка власного капіталу в структурі капіталу підприємства, тим дешевшим повинен бути власний капітал, оскільки рівень ризику власників в цьому випадку є нижчим, адже підприємство є фінансово незалежним.

Провівши аналіз поведінки показників машинобудування, то існує наступна тенденція: після 2011 року дійсно частка власного капіталу мала тенденцію до зростання, при цьому вартість знижувалась і поступове зростання частки позикового капіталу в 2017 та 2018 роках призводило до зростання вартості власного капіталу. Приблизно подібна динаміка спостерігалась і по хімічній промисловості, харчовій, енергетичній та в середньому по ринку. Варто відзначити, що за період 2010-2012 років за виключенням металургії та видобувної промисловості відбувалось паралельне зниження і вартості власного капіталу і частки власного капіталу в структурі. Така ситуація пояснюється наслідками світової фінансової кризи, яка відчутно вплинула на діяльність підприємств, особливо в США та була обумовлена в значній мірі падіннями ціни на акції та відповідним перерахунком балансової вартості власного капіталу.

Для більш ґрунтовного висновку щодо існуючої залежності було визначено коефіцієнти кореляції між показником частки власного капіталу в структурі капіталу підприємства та вартості власного капіталу. Результати розрахунків наведено в таблиці 3.1.

Таблиця 3.1

Показники, що характеризують залежність стан використання власного

## капіталу в розрізі досліджуваних ВЕД

ВЕД	Середнє значення вартості власного капіталу, %	Частка власного капіталу, %	Коефіцієнт кореляції
Машинобудування	9,647	79,05	-0,461
Хімічна	9,523	78,296	0,514
Металургія та видобування	10,383	78,05	-0,299
Харчова	7,513	78,736	0,576
Телекомунікації	8,795	66,952	0,247
Фармацевтика	9,114	87,79	0,687
Енергетика	6,697	54,46	-0,336
Ринок	9,043	65,561	0,607

*Джерело Складено автором*

Отже на основі проведених розрахунків можна зробити висновок, що однозначно підтвердити гіпотезу щодо існування залежності між визначеними показниками не можна, хоча окремі ВЕД демонструють наявність помітної тісноти зв'язку – хімічна, харчова та фармацевтична промисловості. При цьому в середньому по ринку значення коефіцієнта кореляції становить 0,6, що відповідає помітній тісноті зв'язку у відповідності до шкали Чеддока.

Стосовно досліджуваних підприємств вітчизняної економіки, то варто зазначити, що провести розрахунки вартості капіталу в розрізі ВЕД не є можливим, оскільки статистичні дані в даному напрямі відсутні. За даними фінансової звітності підприємств не акумулюється інформація щодо сплачених дивідендів розрізі ВЕД та щодо сплачених сум відсотків. Більше того, при розрахунку значень вартості капіталу в розрізі досліджуваних підприємств по більшості відсутні дані у фінансовій звітності щодо сплачених відсотків та виплачених дивідендів. У багатьох випадках спостерігається невідповідність інформації, поданої в звіті про фінансові результати діяльності та в звітах про рух грошових коштів. Це стосується в першу чергу інформації щодо обслуговування позикових коштів. По-перше, в багатьох випадках в балансі відсутні статті, що відображають наявність кредитів банків як довгострокового так і короткострокового характеру, але це може бути пов'язано із статичним характером самого балансу, в якому інформація подається станом на певну дату, а відповідно підприємство могло користуватись позиковими коштами протягом звітного періоду, а на дату складання балансу розрахуватись по зобов'язанням. По-друге, при аналізі руху грошових коштів констатувалось використання підприємством кредитів, як їх отримання так і їх погашення, а також відображались сплачені відсотки, при цьому в звіті про фінансові результати фінансові витрати були відсутні, що означає, неправдиве подання інформації, адже саме стаття фінансові витрати відображає сплачені відсотки за користування позиковими коштами. По-третє, що стосується виплати

дивідендів, то інформація про них наводиться в звіті про рух грошових коштів, але при цьому не відображається ні в звіті про фінансові результати, ні в звіті про власний капітал в частині розподілу отриманого чистого прибутку підприємством. Варто також зазначити, що в процесі здійснення розрахунків було виявлено загальну закономірність щодо сплати дивідендів, а саме їх відсутність за 2017 та 2018 років практично у всіх без виключення підприємств незалежно від фінансових результатів діяльності. В зв'язку з цим досить складно провести аналіз виконання підприємствами своїх зобов'язань перед власниками та кредиторами, що лежать в основі розрахунку середньозваженої вартості капіталу. Із загальної кількості аналізованих підприємств лише по 18 отримані результати розрахунку середньозваженої вартості капіталу. Всі вони за даними фінансової звітності використовували позиковий капітал та сплачували відсотки. Для аналізу використання капіталу підприємства з точки зору забезпечення ФБП було проаналізовано співвідношення між такими показниками як середньозважена вартість капіталу підприємства, валова рентабельність продаж, операційна рентабельність продаж та рентабельність активів.

Варто зазначити, що окремі підприємства, використовуючи позиковий капітал мали в результаті збитки. При цьому окремі підприємства, зокрема ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», ПАТ «Азот», ПрАТ «Азовсталь», ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг», ПАТ «Тернопільобленерго», ПрАТ «Львівобленерго» мали збитки протягом тривалого періоду, але при цьому підприємства регулярно отримували кредити та сплачували відсотки.

Важливого значення з точки зору оцінювання стану ФБП через призму фінансової архітектури має вплив структури капіталу на доходи, що отримують власники підприємства. Базовим показником, що характеризує стан структури капіталу для оцінювання фінансової архітектури та ФБП є плече фінансового левериджу. В даному випадку можна стверджувати, що цей показник є більш значимим, ніж коефіцієнт автономії, адже він характеризує не просто фінансову незалежність, а саме використання підприємством платного позикового капіталу, який має безпосередній вплив на рентабельність власного капіталу (ROE). З одного боку саме плече є мультиплікатором позитивного чи негативного ефекту, який отримує підприємство, використовуючи позиковий капітал, тобто або сприяє нарощенню чистого прибутку, або ж суттєво погіршує фінансовий стан за наявності у підприємства чистого збитку. З іншого боку, саме формування фінансових витрат, їх частки в прибутку від операційної

діяльності, визначає ефективність політики управління структурою капіталу.

Для наочності сформованої залежності нами побудовано дві точкові діаграми станом на 2010 та 2019 роки. З одного боку 2010 рік це рік початку затяжної фінансової кризи, що розгорнулась в Україні спочатку під впливом світової фінансової кризи, а потім на рівні країни під впливом тих політичних та економічних процесів, що в ній відбуваються і по сьогодні.

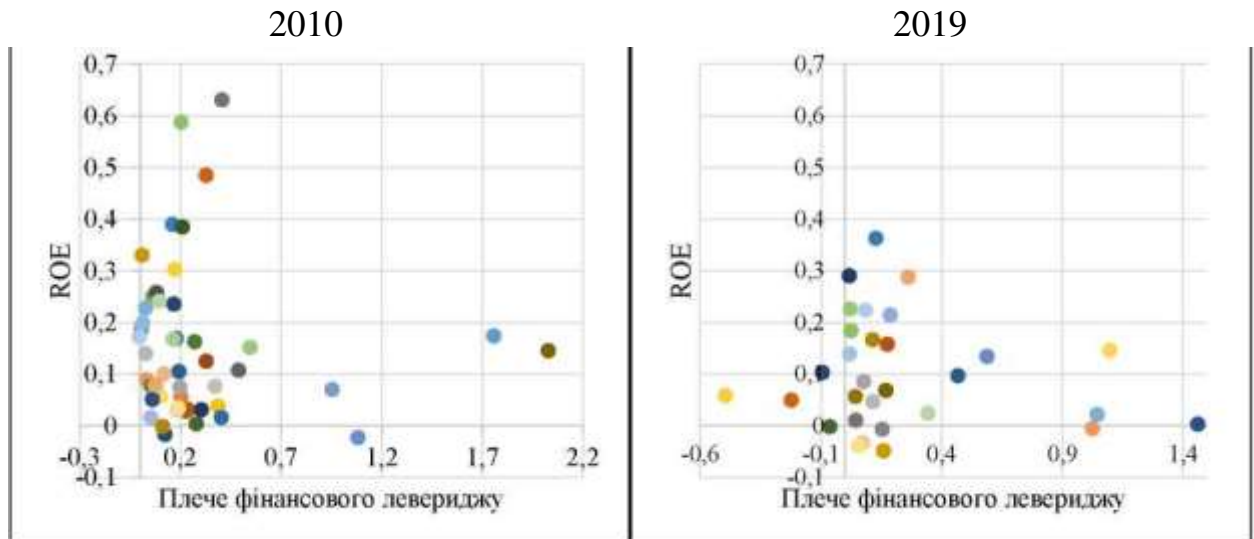


Рис. 3.2. Залежність між показниками стану фінансової архітектури підприємств станом на 2010 та 2019 роки. Джерело: складено автором

Отже, стосовно даних, представлених на рис. 3.2 можна зробити наступні висновки. В 2010 році із загальної кількості 55 досліджуваних підприємств при побудові діаграми було виключено лише 12 підприємств, по-перше за ознакою, що плече фінансового важелю мало значення, що дорівнює 0 (ПАТ «Азовмаш», ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «Одесакондитер», ПАТ «Ласоці», ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго»)), в такому випадку відсутня сама залежність, і роль позикового капіталу в формуванні фінансового результату власників відсутня; по-друге, ряд підприємств мали значення, що суттєво відрізнялись від ситуації на більшості підприємств, і виглядали як певні екстремуми. В даному випадку це ПрАТ «Геркулес», яке мало значення плеча на рівні 8,7, але і значення показника рентабельності становило 55%, що вочевидь підтверджує наявність ефективно сформованої структури капіталу, при цьому в 2019 ситуація погіршилась, саме плече зросло ще майже на 50%, але рентабельність впала до рівня 1,2%, що певною мірою засвідчує формування надмірно ризикованої структури капіталу та зниження рівня ФБП, що підтверджує і тривимірний компонент даного підприємства. Аналогічна ситуація та причина виключення з графіку стосується ПрАТ «Конті», в якого станом на 2010 р. значення плеча становило 2,03, але і значення рентабельності було на рівні 15%, але на відміну

від попереднього підприємства, в даному випадку плече до 2019 року значно зменшилось, що не застерегло підприємство від отримання чистого збитку для власників в розмірі 37%. В цілому стосовно 2010 року можна зробити висновок, що основна маса підприємств мала значення плеча в діапазоні від більше 0 до 0,5 що забезпечувало можливість отримувати ROE в діапазоні від 0 до 25%. З точки зору рентабельності від основної маси відхиляється ПАТ «Запоріжтрансформатор», яке мало порівняно з іншими підприємствами дуже високе значення плеча, але при цьому значення ROE було також значним на рівні 17%, чого не можна спостерігати в 2019 році, оскільки підприємство має від'ємний власний капітал за рахунок непокритого збитку та відповідно чистий збиток як результат своєї діяльності, але при цьому підприємство продовжує користуватись кредитами, які необхідні для продовження виробничого процесу.

Не менш важливого значення з точки зору забезпечення ФБП має і сформована структура власності на підприємствах. На основі досліджуваних підприємств було проаналізовано ситуацію з формуванням власності. Необхідно зазначити, що питання відносин власності та захисту прав власності є дуже актуальними не лише в Україні, а і в багатьох інших країнах світу. Захист прав власності активів є ключовим завданням в частині забезпечення економічної безпеки підприємства і має безпосередній зв'язок із станом ФБП. Крім того, враховуючи, що структура власності є невід'ємним елементом фінансової архітектури, вона має виключно важливе значення при формуванні фінансової стратегії розвитку підприємства та забезпеченні ФБП. Важливість формування відносин власності та структури власності на підприємстві, в тому числі формування прозорої структури власності з розумінням кінцевих бенефіціарів відіграє виключно важливу роль у банківських та фінансових установах, та має законодавче підґрунтя щодо оприлюднення такої інформації. Стосовно суб'єктів господарювання реального сектору економіки такої жорсткої вимоги не існує, хоча підприємства в межах фінансової звітності, яку вони щорічно оприлюднюють надають інформацію щодо власників істотної участі, та тих хто володіє пакетом акцій, що перевищує 5% зареєстрованого капіталу. Водночас, це як правило підприємства, у вигляді акціонерних товариств.

Відносно проблеми захисту прав власності варто відзначити, що за результатами щорічного всесвітнього огляду, що проводиться аудиторською компанією PricewaterhouseCoopers [76] вже досить тривалий час першу позицію

посідає незаконне привласнення майна 64% від всіх економічних злочинів, на другій позиції знаходиться кіберзлочинність – 32%, а на третій – хабарництво та корупція – 24%. Негативним є той результат, що Україна увійшла до топ – 15 країн, які вважають, що мають дуже слабкий захист на рівні законодавства прав власності, та посіла в цьому списку 7 місце. На відміну від загальносвітових тенденцій рейтинг економічних злочинів в Україні є дещо іншим. Так за даними PricewaterhouseCoopers [76] на першому місці в Україні серед економічних злочинів є хабарництво та корупція, причому порівняно з 2018 роком в 2020 році значення цього показника значно погіршилось із 56 до 73%. На другій позиції знаходяться злочини, пов'язані з незаконним привласненням майна, але в цьому випадку ситуація протилежна, адже в 2020 році порівняно з 2018 питома вага таких злочинів скоротилась на 16% із 62 до 46%, що можна відзначити як позитивну тенденцію в захисті прав власності на майно. Крім того, порівняно із світовими тенденціями, в яких друге місце серед економічних злочинів посідає кіберзлочинність та її частка стабільно зростає, в Україні цей вид економічних злочинів знаходиться лише на 5 позиції, поступившись окрім двох вище згаданих ще і шахрайству у сфері закупівель та у сфері управління персоналом.

Незаконне привласнення майна в світовій та вітчизняній практиці відбувається шляхом рейдерства. Рейдерство фактично можна розглядати як певний вид бізнесу, оскільки він може відбуватись фактично в межах чинного законодавства, зокрема шляхом придбання акцій та їх концентрації у власності однієї особи. Слід зазначити, що на підставі аналізу наукової літератури, присвяченій проблемам рейдерства [4, 6, 12, 21, 48, 57] можна виділити наступні види:

- силове рейдерство – як незаконний вид рейдерства з використанням силових методів захвату майна підприємства;
- рейдерство як елемент корупційних схем – використання службового становища державними службовцями для зміни контролю над підприємством (шляхом здійснення перевірок з боку фіскальних органів та органів внутрішніх справ, подання судових позовів, тощо);
- рейдерство з використанням шахрайських дій та кіберзлочинів;
- фінансове рейдерство – зміна контролю над активами підприємства в рамках чинного законодавства шляхом здійснення операцій з фінансовими інструментами на фінансовому ринку.

Враховуючи тему нашого дослідження найбільш важливого значення з

точки зору ФБП має фінансове рейдерство. Варто відзначити, що ці операції здійснюються в межах чинного законодавства та є доволі популярними на світових фінансових ринках при цьому існують компанії, які спеціалізуються на проведенні таких операцій. Фінансове рейдерство передбачає проведення операцій для здійснення ворожого поглинання всупереч бажанню власників. В Україні проблеми рейдерства є досить актуальними, якщо брати до уваги недосконалість корпоративного законодавства та захисту прав власності, а також відсутність прозорого фінансового ринку, небажанням більшості власників підприємств виходити з цінними паперами в лістинг фондових бірж, відсутність значної кількості підприємств, цінні папери яких, в першу чергу акції, відповідають вимогам лістингу.

Фінансове рейдерство може мати як позитивні так і негативні наслідки для розвитку підприємства та ринків в залежності від мети. Метою фінансового рейдерства є:

- отримання контролю над рентабельними та стратегічно привабливими підприємствами з метою розширення власного бізнесу та захоплення більшої частки ринку;
- отримання контролю над збитковими підприємствами із потужною виробничою базою, але неефективним менеджментом;
- отримання контролю над збитковими підприємствами з подальшою можливістю репрофілювання, як правило розташовані на привабливих земельних ділянках.

В першому випадку фінансове рейдерство може призвести до монополізації ринку, що є негативним наслідком. В другому та третьому випадку фінансове рейдерство можна вважати певним елементом санації підприємства та очищення ринку.

Питання захисту від рейдерства є складовим елементом ФБП, якщо розглядати його в контексті фінансової архітектури, оскільки методи рейдерства безпосередньо пов'язані з усіма трьома складовими фінансової архітектури – структурою капіталу, структурою власності та корпоративним управлінням (рис. 3.3). Сформована структура капіталу може бути підставою для здійснення легального «білого» поглинання. Це відбувається в умовах, коли підприємство суттєво нарощує позиковий капітал і рівень фінансової незалежності підприємства є критично низьким, в такому випадку можна здійснити викуп акцій по заниженій ціні. При цьому у підприємства можуть бути відсутні захисні механізми зокрема у вигляді нарощення власного капіталу

через здійснення додаткової емісії.



Рис. 3.3. Фінансова архітектура як основа для фінансового рейдерства  
Джерело: складено автором

Сформована структура власності також може стати підставою для здійснення рейдерського захоплення. Це може відбуватись у випадку, коли підприємство має розпорошену структуру власності і при цьому права міноритарних акціонерів не захищені. Цей метод вимагає значного часу, а також доступу до реєстрів акціонерів. При цьому для вирішення питання контролю над фінансовою діяльністю підприємства необхідно мати блокуючий пакет акцій. Розмір блокуючого пакету акцій залежить від рівня концентрації акцій між власниками підприємства. З точки зору захисту інтересів власників підприємства основним захисним механізмом є формування контрольного пакету акцій 50% + 1 акція. Іншим варіантом є розподіл контролю між підконтрольними юридичними особами. Крім того, враховуючи низький рівень захисту прав власності, значна кількість підприємств переносить контроль над своїми активами в інші країни або в країни з офшорами.

Не менш важливого значення має корпоративне управління, яке сформоване на підприємстві. Наявність корпоративного кодексу, його дотримання всіма стейкхолдерами є важливою умовою забезпечення ФБП. В результаті проведеного дослідження можна зробити висновок, що стан корпоративного управління на вітчизняних підприємствах є вкрай низьким, в більшості підприємств на офіційних сайтах відсутня інформація щодо стану корпоративного управління, відсутня інформація про склад наглядової ради, у



випадках коли інформація щодо наглядової ради висвітлена, то в більшості випадків члени наглядових рад мають безпосереднє відношення до власників.

Таблиця 3.2

## Зведена інформація щодо стану власності на досліджуваних підприємствах

ВЕД	Підприємство	Зміна власника			Концентрація зареєстрованого капіталу	Істотна участь власників	
		0-1	2-3	4>		Вітчизняний	Іноземний
Машинобудування	Запоріжтрансформато	1			98,48	98,48	
	Гідросила МЗТГ	1			91,5	91,5	
	Мотор Січ		2		32,55	15,24	17,31
	Дніпровагонмаш			5	80,39	34,1	46,29
	Азовмаш	0			100	100	
	Крюківський			5	94,17	25	69,17
	Кременчуцький	1			30,11	30,11	
	Насосенергомаш	0			83,33		83,33
	Сумське МНВО		3		97,25	83,736	13,5124
Хімічна	Дніпроазот			4	33		33
	Азот		3		95,6728	20,1	75,57
	Сумхімпром	1			100	100	
Металургія	Азовсталь	1			96,22		96,22
	Запоріжсталь		3		86,96	21,83	65,13
	ММК ім. Ілліча	1			99,32		99,32
	Арселорміттал Кривий Ріг	1			95,13		95,13
	Дніпровський меткомбінат	1			97,13		97,13
Добувна	Північний ГЗК		3		96,4		96,4
	Південний ГЗК	0			92,31	25,78	66,53
	Центральний ГЗК	1			99,75		99,75
	Полтавський ГЗК		2		97,34		97,34
	Інгулецький ГЗК		3		99,77		99,77
	Євраз Суша балка	1			99,25		99,25
Харчова	Світоч	1			96,96		96,96
	Полтавакондитер	1			92,5		92,5
	Харківська бісквітна фабрика	1			91,66	91,66	
	АВК	0			88,28		88,28
	Ласощі	1			77,8		77,8
	Житомирський маслозавод	0			99,5		99,5
	Вінтер		2		94,36	94,36	
	Геркулес	0			93,84	93,84	
	Монделіс У країна	0			100	100	
	Конті	0			99,94		99,94
Телекомунікації	Укртелеком	1			92,79	92,79	
	Київстар	1			73,8		73,78
	МТС Україна	1			99		99
Фармацевтика	НВЦ Борщагівський хіміко-фармац. завод		3		72,24	30,66	41,58
	Фармак		3		67,99		67,99
	Фармацевтична фірма "Дарниця"						
	Галичфарм	1			88,67	88,67	
	Київмедпрепарат	0			37,96	37,96	
	Київський вітамінний завод	1			83,68		83,68
Енергетика	Центренерго	1			78,28	78,28	
	Вінницяобленерго		2		97,44	75	22,44
	Тернопільобленерго		3		91,1	51	40,1

Чернівецькобленерго		2		95	95	
Запоріжжяобленерго		2		89,08	60,25	28,83
Донецькобленерго		2		96,5	25	71,5
Дніпрообленерго		3		92,45	25	67,45
Львівобленерго		2		89,18		89,18
Полтаваобленерго			5	94,82	12,59	82,23
Харківобленерго		3		94,8	65	29,8
Сумиобленерго		3		93,5	25	68,5
Київобленерго				89,02		

*Джерело складено автором*

В результаті проведеного дослідження встановлено, що у більшості аналізованих підприємств стан власників є усталеним, тобто протягом аналізованого періоду власники або не змінювались, або змінились лише один раз. Водночас у підприємств ПАТ «Дніпровагонмаш», ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», ПАТ «Дніпроазот», ПАТ «Полтаваобленерго» структура власності є неусталеною, оскільки за період з 2010 по 2019 рік власники змінювались майже кожного року.

Необхідно також зазначити, що за виключенням ПАТ «Моторсіч» (32,55%), ПАТ «Кременчуцький колісний завод» (30,11%), ПАТ «Дніпроазот» (33%), ПАТ «Київмедпрепарат» (37,96%), всі інші підприємства мають рівень концентрації власного капіталу досить високий. Як правило, більшість підприємств мають від одного до чотирьох – п'яти власників. При цьому із 55 досліджуваних підприємств 30 мають власників, іноземного походження, більшість із яких зареєстровані в офшорах.

Якщо проаналізувати ситуацію в розрізі ВЕД, то підприємства металургійної та добувної промисловостей мають власників – юридичних осіб нерезидентів. При цьому необхідно відмітити, що більшість із власників зареєстровані в регіонах де існують офшори. Варто також зазначити, що три підприємства за цими ВЕД мають однакового власника. Ситуація, що склалась у енергетиці свідчить, що більшість із них знаходяться під контролем іноземних юридичних осіб, крім того із 12 проаналізованих компаній 6 компаній мають однакових власників, зареєстрованих на Кіпрі.

Для визначення факторів, що є визначальними при формуванні структури капіталу підприємств було здійснено аналіз множинної регресії. В якості залежної змінної було обрано показник рентабельності власного капіталу, як результат ефективності використання сформованого капіталу підприємства. В якості незалежних змінних було обрано цілий ряд показників:

- коефіцієнт концентрації зареєстрованого капіталу як показник, який характеризує ступінь корпоративного контролю;
- розмір активів підприємства як показник, який характеризує

масштабність діяльності підприємства. Даний показник має значення, оскільки чим більший розмір підприємства, тим більше потреби в капіталі воно відчуває та, відповідно, може мати залежність від фінансових ринків;

- чисельність працюючих на підприємстві, які також можуть характеризувати масштаб діяльності;

- коефіцієнт зносу основних засобів, як показник, який характеризує стан виробничих потужностей підприємства, та також може впливати на потребу підприємства в капіталі, особливо довгострокового характеру у випадку потреби оновлення або модернізації виробничих потужностей;

- фінансові витрати, які відображають вартість позикового капіталу підприємства

- індекс інфляції, як показник, що може впливати на розмір фінансових результатів діяльності, та вартість в першу чергу позикового капіталу;

- фондівдача, яка відображає ефективність використання активів підприємства.

В результаті проведеного аналізу як в розрізі кожного окремого підприємства за аналізований період, так і в розрізі вибірки підприємств в кожному окремо взятому періоді було отримано наступні результати: лише на двох підприємствах, а саме ПАТ «Північний гірничо-збагачувальний комбінат» та ПАТ «Полтавакондитер» було виявлено наявність кореляційної залежності між незалежною та залежними змінними. Вони виявились різними для двох підприємств, а саме для підприємства ПАТ «Полтавакондитер» це фондівдача та індекс інфляції, а для підприємства ПАТ «Північний гірничо-збагачувальний комбінат» – це показники коефіцієнт концентрації зареєстрованого капіталу та коефіцієнт зносу. Водночас результати множинної регресії засвідчили відсутність статистичної значущості для даних показників.

Аналіз проведений в розрізі окремих періодів дослідження засвідчив відсутність кореляції між обраними показниками по вибірці підприємств – 55 спостережень.

З одного боку причиною цього є існуюча проблема якісного формування фінансової звітності підприємствами, в багатьох випадках спостерігається ситуація, коли частина інформації відсутня, або є помилковою, тобто при перевірці звітності результати її не відповідали офіційно оприлюдненій інформації. З іншого боку, це можна розглядати як відсутність в першу чергу лінійної залежності, але не можна відкидати певних нелінійних взаємозв'язків,

у зв'язку з чим в наступному пункті запропоновано інший науково-методичний підхід щодо оцінювання стану ФБП та прогнозованого вектору подальшого розвитку аналізованих підприємств.

### **3.2. Обґрунтування економіко-математичного моделювання визначення стану фінансової безпеки підприємств**

Зрозуміло, що в умовах політичної та економічної нестабільності в Україні аналіз фінансового стану в розрізі ВЕД та окремих підприємств є однією з пріоритетних задач науковців та практиків. Найчастіше методика оцінки ФБП ґрунтується на аналізі фінансових коефіцієнтів. Проте, відмітимо, що на якість отриманих результатів значною мірою впливатиме якість інформації, яка зосереджена у фінансовій звітності підприємства.

Кожне підприємство має на постійній основі підтримувати рівень ФБП з урахуванням у своїй діяльності цілої низки внутрішніх і зовнішніх факторів. Зрозуміло, що будь-яка зміна умов зовнішнього або внутрішнього середовища, матиме певний вплив на функціонування підприємства. Постійний моніторинг показників майнового стану, фінансової стабільності, платоспроможності, ліквідності, ділової активності та рентабельності є необхідною умовою забезпечення стабільної діяльності як окремого підприємства так і усього ВЕД.

Для отримання неупередженої інформації щодо реального фінансового стану підприємств, а також в подальшому надання рекомендацій щодо вектору розвитку їх фінансової діяльності нами використано підхід, що базується на використанні карт Кохонена, а також формуванні динаміки патернів підприємств. Застосування самоорганізованих карт Кохонена та моделювання динаміки патернів використовується в рамках проведення досліджень в різних сферах: для управління ефективністю функціонування мереж; для динамічного моделювання операцій фондового ринку; для аналізу проблем макроекономічного розвитку; для дослідження перспектив фінансування з використанням можливостей фінансового ринку тощо.

Формування кластерів основане на схожості підприємств у середовищі відібраних для дослідження показників. Аналіз позиції підприємства, оцінка поточних показників, що характеризують рівень ФБП, його тактика та стратегія діяльності формує так званий «патерн» (pattern з англ. «шаблон»). Таким чином, визначення рівня ФБП підприємства може мати відмінність у кількісній та якісній оцінці з позиції дослідження місця підприємства у системі показників

діяльності його конкурентів. Так, кожний кластер має свій унікальний патерн, який може його описати, а зміна динаміки патернів, у свою чергу, вказуватиме на зміни стратегічних цілей діяльності конкретного підприємства. Визначення динаміки розвитку патернів та їх характеристик може бути інструментом оцінки траєкторії формування ФБП та дозволяє провести прогноз його діяльності на майбутнє.

Отже, траєкторія формування ФБП може бути визначена певною впорядкованою сукупністю патернів, кожний з яких характеризуватиме стан ФБП у конкретний момент часу.

Зазначимо, що чим ширший буде діапазон показників, за допомогою яких оцінюється діяльність підприємства, тим точніше буде кластерний аналіз, адже однією з необхідних вимог ефективного механізму побудови патернів є використання значного масиву вхідних даних.

Самоорганізаційні карти Кохонена – це нейронні мережі, що мають можливість навчання та удосконалення у «самостійному» режимі «без нагляду» та покликані виконувати задачі кластеризації та візуалізації. Дані мережі були розроблені Теуво Кохоненом у 60-х роках ХХ ст. Самоорганізаційні карти Кохонена є методом проектування багатовимірнього простору в менший за розмірністю простір (найчастіше, двовимірний) та застосовуються з метою побудови моделей та прогнозів.

Самоорганізаційні карти Кохонена складаються з вузлів або нейронів, кількість яких визначається дослідником самостійно. Кожен нейрон описується 2 векторами:

- вектор  $m$ , що характеризує розмірність вхідних даних (вектор ваги);
- вектор  $r$ , який являє собою координати окремого вузла на загальній карті Кохонена.

Загальна карта Кохонена представлена у вигляді комірок, що мають шестикутну форму, яка забезпечує найкращу візуалізацію, адже відстані між центрами сусідніх комірок за такої форми будуть однаковими.

Для початку роботи з Самоорганізаційними картами Кохонена, повинен бути сформований початковий масив даних з певною розмірністю та отримати початкову карту. Для її побудови по-перше мають бути обрані найбільш близькі (за вектором  $m$ ) нейрони, які будуть основними критеріями загального спостереження. Наступним етапом є додавання до спостереження сусідніх нейронів з власними значення вектору  $m$ , що дають змогу об'єднувати схожі за характеристиками нейрони. Навчальний процес карти Кохонена носитиме

циклічний характер, що за певного рівня математичної похибки (задається науковцем) закінчуватиметься через певний час, по проходженню заданої кількості циклів. Таким чином, в результаті кластерного аналізу буде сформовано загальну карту Кохонена у відповідності до якої вхідний масив даних було оброблено, згруповано та візуалізовано у двовимірному просторі у вигляді різнокольорових кластерів хаотичної форми.

Для застосування алгоритму Т. Кохонена маємо бути сформовано 3 масиви даних:

- карта вхідних нейронів – внутрішні характеристики масиву даних, об'єднані за вектором  $m$  у групи, що сформують кластери у відповідності до напрямку вектору  $m$ . Якщо, нейрони буде об'єднано в кластер одного кольору – це свідчитиме про схожість обраних даних;

- карта вихідних нейронів – зовнішні характеристики масиву даних, що представлено на карті у вигляді кластерів зі схожими характеристиками вектору  $m$ ;

- спеціальна (додаткова) карта – потенційна карта кластерів, що утворюється у результаті циклічного навчання з використанням заданого алгоритму побудови Самоорганізаційних карт.

З метою економіко-математичного моделювання оцінки функціонування в розрізі окремих ВЕД України побудовано модель, що включає наступні етапи:

*I етап.* Формування системи показників, за допомогою яких буде сформована карта кластерів.

- поетапний збір необхідного масиву вхідних даних за визначений проміжок часу (фінансова звітність підприємств, представлена на офіційних сайтах та шляхом оприлюднення на офіційному сайті Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ або SMIDA);

- оформлення інформаційної бази даних, тобто побудова матриці вхідних даних  $X$  (формула 3.1).

$$\varphi = \begin{bmatrix} \varphi_{11} & \dots & \varphi_{1m} \\ \dots & \dots & \dots \\ \varphi_{n1} & \dots & \varphi_{nm} \end{bmatrix} \quad (3.1)$$

де  $m$  – кількість фінансових показників діяльності підприємства;

$n$  – кількість аналізованих підприємств;

$\varphi_{nm}$  – значення  $m$ -го показника для  $n$ -го підприємства.

*II етап.* Проведення нормалізації вхідних даних моделі. Так як різні показники мають різні шкали вимірювання, то з метою їх порівняння необхідним є проведення так званого «математичного вирівнювання» або

нормалізації. Метод формування безрозмірних нормалізованих форм ґрунтується на понятті «ідеальна» стратегія, що задана у вигляді вектора (формула 3.2).

$$E^{\text{ідеал}} = (E_1^{\text{ідеал}}; \dots; E_Q^{\text{ідеал}}) \quad (3.2)$$

Вектор оцінки  $E_Q^{\text{ідеал}}$  приводиться до нормалізованої форми за формулами 3.3-3.4:

$$E(e_q) \text{НОРМЕ}^H(E_q), q = 1, \dots, Q \quad (3.3)$$

$$E_q^H(s_k) = \frac{E(s_k)}{E_q^{\text{ідеал}}}, k = 1, \dots, m \quad (3.4)$$

Якісне проведення нормалізації багато в чому залежить від правильності та об'єктивності визначення «ідеальної» стратегії» на основі методу відносної нормалізації. Так, у якості ідеального вектора може бути використано вектор, складовими якого є максимальні значення локальних критеріїв (формула 3.5)

$$E_q^{\text{ідеал}} = \left( \left( \max_{S_i \in S} E_1(S_i) \right); \dots; \left( \max_{S_i \in S} E_q(S_i) \right); \dots; \left( \max_{S_i \in S} E_Q(S_i) \right) \right) \quad (3.5)$$

Показники, нормалізовані відповідно до методу відносної нормалізації можуть бути обчислені за формулою 3.6:

$$E_q^H(s_k) = \frac{E(s_k)}{\max_{S_i \in S} E_1(S_i)}, q = 1, \dots, Q; k = 1, \dots, m \quad (3.6)$$

Таким чином, ми пропонуємо застосовувати відносний метод нормалізації показників, що застосовується в математичній статистиці.

*III етап.* Процес оптимізації вхідних даних на основі функції бажаності Харрінгтона. Загальна функція Харрінгтона або функція бажаності може бути кількісним та універсальним показником, що надає оцінку якості досліджуваного об'єкту, та може бути використаний як оптимізаційний критерій. З метою використання функції Харрінгтона необхідно всі показники привести до безрозмірного вигляду (за допомогою методу відносної нормалізації) та визначити частинні функції Харрінгтона (формули 3.7-3.8):

$$H_i = \sqrt[n]{\prod_{k=1}^n h_k} \quad (3.7)$$

$$h_k = \exp(-\exp(-x_k)) \quad (3.8)$$

На рисунку 3.4 представлено загальну функцію Харрінгтона.



Рис. 3.4. Загальна функція Харрінгтона [93]

Зазначимо, що розраховані частинні коефіцієнти дозволять майже з математичною точністю оцінити переваги та недоліки досліджуваних об'єктів. Так, якщо коефіцієнт бажаності буде знаходитися в нижній ділянці функції Харрінгтона, то з метою покращення результатів діяльності конкретного підприємства необхідно буде покращити всі параметри системи до задовільного рівня.

У випадку якщо коефіцієнт функції Харрінгтона буде розташовано на проміжку  $[0,2; 0,8]$  то навіть невелика зміна показників діяльності підприємства зможе істотно покращити бажаність функції.

Якщо система матиме загальний коефіцієнт бажаності  $[0,8; 1,0]$  це буде свідчити про її якість з позиції бажаності та також можна буде стверджувати, що підприємство близьке до межі власного розвитку. Покращення його характеристик шляхом максимізації його параметрів потребуватиме надмірних витрат і пошуку якісно нових шляхів його розвитку.

Для інтерпретації показників функції Харрінгтона сформовано шкалу оцінки (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Шкала оцінки рівня бажаності функції Харрінгтона [93]

Бажаність	Оцінки по шкалі бажаності
Найкраща	$[0,80-1,00]$
Добра	$[0,63-0,80]$
Задовільна	$[0,37-0,63]$
Погана	$[0,20-0,37]$
Найгірша	$[0,00-0,20]$

Отже, в процесі аналізу частинних коефіцієнтів функції бажаності, можна буде оцінити потенційні можливості забезпечення ФБП та напрями подальшого розвитку конкретного підприємства.

*IV етап.* Обробка даних моделі з використанням програмного забезпечення Viscovery SOMine. Для економіко-математичного моделювання оцінки рівня ФБП України пропонуємо використовувати програмне



забезпечення Viscovery SOMine. Дана система працює за принципом «центробіжної установки», що згруповує схожі за характеристиками об'єкти у центрі карти, а відмінні виносить за межі. Використання даного програмного забезпечення дозволяє отримати інформацію про реальний стан та тенденції розвитку кожного досліджуваного підприємства шляхом його порівняння з усією сукупністю підприємств та виокремити схожі риси.

а) налаштування параметрів навчання карт Кохонена (рис. 3.5).

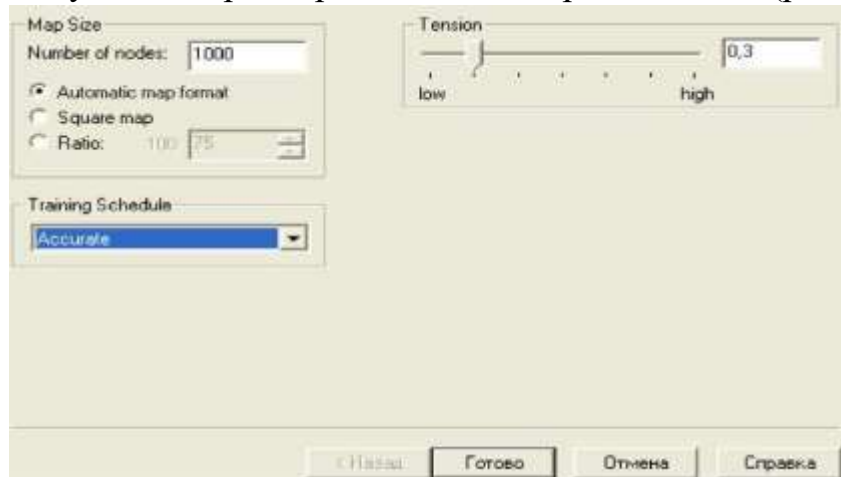


Рис. 3.5. Налаштування параметрів навчання карт Кохонена

Для нашого дослідження було задано кількість нейронів карти Кохонена на рівні 1000, що було обумовлено кількістю досліджуваних підприємств, у свою чергу, параметр напруженості було встановлено на рівні 0,3 для підвищення чутливості нейронної мережі до зовнішніх та внутрішніх змін.

З метою отримання найточніших результатів дослідження було задано «Точний» розклад тренувань.

- б) формування карти кластерів досліджуваної сукупності підприємств;
- в) інтерпретація отриманих результатів на основі шкали оцінки рівня бажаності функції Харрінгтона;
- г) поділ балів по групам підприємств у межах кластерів шляхом ранжування;
- д) оцінка ФБП.

*V etan.* Перевірка адекватності моделі. З метою перевірки адекватності моделі пропонується ввести у досліджувану сукупність умовне підприємство – з «найкращими» показниками, визначених на основі розрахунку максимальних значень синтезуючих функцій у сукупності підприємств. Отримана в результаті перевірки нова загальна карта Кохонена дасть змогу зробити висновок про адекватність реакції моделі на нові елементи системи.

Таким чином, модель оцінки рівня ФБП України може бути представлена

системою рівнянь (форм. 3.7).

$$\Phi = \{H_1, H_2, H_3\} \rightarrow \max$$

$$H_i = \sqrt[n]{\prod_{k=1}^n h_k}$$

$$h_k = \exp(-\exp(-x_k))$$

$$n = 1 \dots N$$

$$k = 1 \dots K$$

$$H_1 \in [0; 1]$$

$$\Phi \in [1; 3]$$

(3.7)

Отже, модель оцінки функціонування підприємств України буде складатися з наступних етапів:

- формування системи показників ФБП та побудова карти Кохонена;
- нормалізація даних;
- оптимізація даних на основі функції бажаності Харрінгтона;
- обробка даних засобами програмного забезпечення Viscovery SOMine;
- перевірка адекватності моделі;

### 3.3. Економіко-математичне моделювання рівня фінансової безпеки підприємств України

Використаємо запропонований вище науково-методичний підхід оцінювання рівня ФБП України.

*1 етап.* Визначення системи показників, на основі яких буде сформовано карту кластерів. Для побудови моделі було відібрано 55 підприємств України, та дані їх звітності за 2010-2019 рр. Для апробації моделі було сформовано вибірку підприємств добувної, енергетичної, машинобудівної, металургійної, фармацевтичної, харчової, хімічної промисловості та телекомунікацій.

Для наочності отриманих результатів були взяті представники з кожного ВЕД. У моделі пропонуємо використати 28 показників, що забезпечать формування вхідних змінних моделі. Усі показники є відносними та можуть характеризувати фінансовий стан підприємства (таблиця 3.4).

Таблиця 3.4

Опис вхідних змінних

Змінна	Показник
$x_1$	Коефіцієнт зносу основних засобів
$x_2$	Коефіцієнт приросту необоротних активів

X <sub>3</sub>	Коефіцієнт компенсації вибуття необоротних активів
X <sub>4</sub>	Фондовіддача
X <sub>5</sub>	Коефіцієнт покриття
X <sub>6</sub>	Коефіцієнт швидкої ліквідності
X <sub>7</sub>	Коефіцієнт абсолютної ліквідності
X <sub>8</sub>	Коефіцієнт забезпечення ліквідності
X <sub>9</sub>	Коефіцієнт поточної платоспроможності
X <sub>10</sub>	Коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості
X <sub>11</sub>	Коефіцієнт автономії
X <sub>12</sub>	Коефіцієнт фінансування
X <sub>13</sub>	Коефіцієнт фінансової стійкості
X <sub>14</sub>	Коефіцієнт фінансового левериджу
X <sub>15</sub>	Коефіцієнт забезпечення власним оборотним капіталом
X <sub>16</sub>	Коефіцієнт маневреності власного оборотного капіталу
X <sub>17</sub>	Коефіцієнт короткострокової заборгованості
X <sub>18</sub>	Коефіцієнт покриття інвестицій
X <sub>19</sub>	Коефіцієнт фінансування інвестицій
X <sub>20</sub>	Коефіцієнт оборотності капіталу
X <sub>21</sub>	Коефіцієнт оборотності власного капіталу
X <sub>22</sub>	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості
X <sub>23</sub>	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості
X <sub>24</sub>	Рентабельність продажів
X <sub>25</sub>	Валова рентабельність продажів
X <sub>26</sub>	Операційна рентабельність продажів
X <sub>27</sub>	Рентабельність активів (ROA)
X <sub>28</sub>	Рентабельність власного капіталу (ROE)

Складено автором

*II етап.* Нормалізація вхідних даних моделі. Пропонується використати відносний підхід до нормування показників, що застосовується в математичній статистиці.

Таким чином, наступним кроком визначаємо максимум та мінімум з використанням формул МАКС та МИН у програмному забезпеченні MS Excel та проводимо нормалізацію даних. Відповідно знаходимо нормалізовані значення за формулою (3.6).

*III етап.* Оптимізація вхідних даних на основі функції бажаності Харрінгтона. Таким чином, 28 показників, що ввійшли до моделі формують 3 групи:

- група показників, що характеризують майновий стан та ліквідність підприємства ( $H_1$ );
- група показників, що характеризують фінансову стійкість підприємства ( $H_2$ );
- група показників, що характеризують ділову активність та рентабельність підприємства ( $H_3$ );

Для аналізу було обрано 10 звітних дат протягом 10 останніх років (2010-2019 р.).

Далі, враховуємо вагомість показників та проведемо згортку. У даному дослідженні підприємства досліджуються за такими напрямками: група показників, що характеризують майновий стан та ліквідність підприємства (9 показників); група показників, що характеризують фінансову стійкість підприємства (10 показників); група показників, що характеризують ділову активність та рентабельність підприємства (9 показників).

Проаналізувавши усі групи показників, можемо зробити висновок, що з позиції забезпечення ФБП вони є рівнозначними, тому вагові коефіцієнти кожної з груп будуть однаковими. У нашому дослідженні вагові коефіцієнти були розподілені наступним чином (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

## Розподіл вагових коефіцієнтів по групам показників

Група показників	Ваговий коефіцієнт групи
Група показників, що характеризують майновий стан та ліквідність підприємства ( $H_1$ )	3/9
Група показників, що характеризують фінансову стійкість підприємства ( $H_2$ )	3/9
Група показників, що характеризують ділову активність та рентабельність підприємства ( $H_3$ )	3/9

Складено автором

*IV етап.* Процес обробки даних засобами програмного забезпечення Viscovery SOMine. У основі роботи програми Viscovery SOMine закладено концепцію Самоорганізаційних карт Кохонена, яка є сучасним і прогресивним варіантом нейронних мереж, що самостійно навчаються. Дане програмне забезпечення дає змогу вирішити ряд досить складних аналітичних завдань, серед яких аналіз інформації та статистична оцінка кластерів, відслідковування надходження нової інформації, оцінка взаємозалежностей між досліджуваними змінними сукупності, вивчення особливостей статистичного розподілу даних тощо. Першим кроком у роботі з Viscovery SOMine є налаштування карт. Дослідник може використовувати задані програмою властивості «за замовчуванням», проте, зважаючи на особливості дослідження та обсяги вхідного масиву даних, важливим є налаштування програми у відповідності до вимог дослідження. Перш за все необхідно визначити, які вхідні дані будуть зображені на загальній карті Кохонена. Для нашого дослідження у якості вхідних даних виступають синтезуючі функції  $H_n$  протягом періоду 2010-2019р.

Робота з програмним забезпеченням Viscovery SOMine вимагає подання вхідних даних у форматі Excel. Далі для налаштування карт необхідним є визначення типу даних для заданих атрибутів: атрибут «Підприємства України» носитиме текстове значення, всі інші показники (коефіцієнти) будуть задані у

формі числових значень. Після завершення процесу налаштування програмного забезпечення програмою наводиться основна статистична інформація по заданому обсягу вхідних даних та виводяться сформовані карти Кохонена за обраними групами показників, з чітко визначеними границями розбиття кластерів.

У відповідності до кольору зображення можливою стає оцінка відстаней між центральними елементами комірок. Для більшої наочності, програма надає шкалу для кожної групи показників, що входять до загальної кожної карти для аналізу значення кожної з комірок та проведення їх аналізу та порівняння. Варто зауважити, що в процесі обробки даних було сформовано 7 кластерів. Загальна карта Кохонена представлена на рисунку 3.6.



Рис. 3.6. Загальна карта Кохонена [91, 92]

Динаміка переміщення досліджуваних підприємств представлено у таблиці 3.6.

Таблиця 3.6

Динаміка зміни патернів підприємств України за період 2015-2019 рр.

Підприємство	2015	2016	2017	2018	2019
ПрАТ «Кодитерська фабрика «АВК»	S1	S1	S1	S1	S1
ПАТ «Азовмаш»	S6	S1	S1	S6	S6
ПрАТ «Азовсталь»	S1	S1	S1	S1	S1
ПАТ «Азот»	S3	S7	S3	S3	S3
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»	S1	S1	S1	S1	S1
ПрАТ «НВЦ Борщагівський хіміко-фармац. завод»	S1	S1	S5	S1	S1
ПАТ «Вінницяобленерго»	S4	S1	S4	S1	S1
ПАТ «Вінтер»	S1	S1	S1	S3	S3
ПАТ «Галичфарм»	S4	S1	S1	S1	S1
ПрАТ «Геркулес»	S1	S1	S4	S1	S3
ПАТ «Гідросила МЗТГ»	S1	S1	S1	S1	S1
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	S5	S2	S2	S2	S2
ПАТ «Дніпроазот»	S1	S1	S1	S1	S1
ПАТ «Дніпровагонмаш»	S2	S1	S6	S3	S6
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго»	S4	S5	S4	S4	S4
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	S7	S1	S4	S7	S3
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»	S7	S7	S3	S5	S3
ПрАТ «Євраз Суха балка»	S2	S1	S1	S1	S4
ПАТ «Житомирський маслозавод»	S1	S1	S2	S2	S2
ПАТ «Запоріжжяобленерго»	S2	B2	S4	S1	S4
ПАТ Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»	S4	B1	S1	S1	S3

ПАТ «Запоріжтрансформатор»	S1	Б4	S3	S7	S3
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат»	S1	Б1	S1	S3	S4
ПАТ «Київмедпрепарат»	S1	S1	S2	S1	S2
ПрАТ «Київобленерго»	S1	S2	S1	S4	S1
ПрАТ «Київстар»	S2	S5	S4	S4	S2
ПАТ «Київський вітамінний завод»	S1	S1	S1	S1	S2
ПрАТ «ВО «Конті»	S2	S1	S4	S1	S6
ПАТ «Кременчуцький колісний завод»	S1	S1	S1	S1	S1
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	S2	S2	S5	S3	S1
ПрАТ «Ласощі»	S1	S6	S7	S7	S5
ПрАТ «Львівобленерго»	S1	S1	S4	S4	S4
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»	S1	S1	S1	S1	S1
ПрАТ «Монделіс Україна»	S2	S2	S2	S4	S2
ПАТ «Мотор Січ»	S2	S2	S2	S2	S2
ПрАТ «МТС Україна»	S5	S2	S2	S4	S4
ПАТ «Сумський завод насосного та енергетичного машинобудування «Насосенергомаш»	S1	S1	S4	S5	S1
ПрАТ «Одесакондитер»	S1	S1	S1	S1	S6
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат»	S5	S1	S2	S1	S2
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»	S1	S2	S1	S1	S1
ПАТ «Полтавакондитер»	S2	S2	S2	S1	S2
ПАТ «Полтаваобленерго»	S4	S4	S1	S1	S1
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	S2	S1	S1	S7	S7
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч»	S2	S1	S2	S2	S2
ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання»	S1	S1	S7	S3	S3
ПАТ «Сумиобленерго»	S1	S1	S1	S5	S1
ПАТ «Сумхімпром»	S7	S3	S3	S7	S3
ПАТ «Тернопільобленерго»	S4	S4	S4	S4	S4
ПАТ «Укртелеком»	S5	S5	S4	S5	S4
ПАТ «Фармак»	S2	S2	S1	S2	S4
ПАТ «Харківобленерго»	S1	S2	S1	S1	S1
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	S2	S2	S2	S2	S2
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат»	S4	S2	S1	S1	S1
ПАТ «Центренерго»	S1	S1	S1	S1	S1
ПрАТ «Чернівціобленерго»	S4	S4	S4	S4	S4

Складено автором

Для проведення аналізу в розрізі кожного кластера скористаємось шкалою для оцінки функції бажаності Харрінгтона (таблиця 3.7).

Таблиця 3.7

#### Розподіл балів у межах кластерів [93]

Бажаність	Оцінка на шкалі бажаності	Бал
Найкраща	0,80-1,00	5
Добра	0,63-0,80	4
Задовільна	0,37-0,63	3
Погана	0,20-0,37	2
Найгірша	0,00-0,20	1

Формування рангів кластерів наведено у таблиці 3.8

Таблиця 3.8

## Формування рангів кластерів

Кластер	Питома вага кластеру	Синтезуюча функція			Розподіл балів			Ранг
		Н1	Н2	Н3	Н1	Н2	Н3	
S <sub>1</sub>	39,27%	0,5377	0,5953	0,5604	3	3	3	2
S <sub>2</sub>	20,73%	0,6318	0,6425	0,6012	4	4	3	1
S <sub>3</sub>	8,55%	0,4674	0,1674	0,3288	3	1	2	6
S <sub>4</sub>	12,36%	0,5207	0,0556	0,559	3	1	3	4
S <sub>5</sub>	6,00%	0,0423	0,5033	0,5455	1	3	3	5
S <sub>6</sub>	9,64%	0,5968	0,6284	0,404	3	3	3	3
S <sub>7</sub>	3,45%	0,4747	0,0395	0,0176	3	1	1	7

Складено автором

Таким чином, на основі отриманих результатів, можемо скласти рейтинг кластерів (табл. 3.9).

Таблиця 3.9

## Рейтинг кластерів

Місце у рейтингу	Кластер
1	Б2
2	Б1
3	Б6
4	Б4
5	Б5
6	Б3
7	Б7

Складено автором

З метою проведення оцінки рівня ФБП кожного досліджуваного підприємства, яке було віднесено до певного кластеру варто розподілити отримані кластери за групами (табл. 3.9).

Таким чином, можемо зробити висновок, що серед 55 досліджуваних підприємств України кризове становище та незадовільний рівень ФБП (підприємства, що були віднесені до кластеру S<sub>7</sub>) за останні роки мали:

Таблиця 3.10

## Оцінка рівня ФБП за групами у межах кластерів

Кластер	Оцінка діяльності підприємства	Група підприємств
S <sub>2</sub>	5	Потужні підприємства, високий рівень забезпечення ФБП
S <sub>1</sub>	4	Стабільні підприємства, задовільний рівень забезпечення ФБП
S <sub>6</sub>		
S <sub>4</sub>	3	Проблемні підприємства, низький рівень забезпечення ФБП
S <sub>5</sub>		
S <sub>3</sub>	2	Підприємства у кризовому стані, критичний рівень забезпечення ФБП
S <sub>7</sub>	1	Підприємства на стадії банкрутства, незадовільний рівень забезпечення ФБП

Складено автором

– у 2011 році – ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго»;

– у 2012 році – ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго», ПАТ «Сумихімпром»;

- у 2013 році – ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2012 році – ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2015 році – ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат», ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2016 році – ПАТ «Азот», ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»;
- у 2017 році – ПрАТ «Ласоці», ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання»;
- у 2018 році – ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», ПАТ «Запоріжтрансформатор», ПрАТ «Ласоці», ПрАТ «Полтавський гірничозбагачувальний комбінат», ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2019 році – ПрАТ «Полтавський гірничозбагачувальний комбінат».

Крім того, серед підприємств, що за аналізований період продемонстрували нестабільну роботу та критичний рівень забезпечення ФБП, які в процесі дослідження були віднесені до кластеру S<sub>3</sub> слід відмітити: ПрАТ «Кодитерська фабрика «АВК» (2010, 2012 рік), ПАТ «Азот» (2015, 2017-2019 р.), ПАТ «Вінницяобленерго» (2010 рік), ПАТ «Вінтер» (2018-2019 рр.), ПрАТ «Геркулес» (2010, 2019 рік), ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» (2010 рік), ПАТ «Дніпроазот» (2014 рік), ПАТ «Дніпровагонмаш» (2018 рік), ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» (2010 рік), ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» (2010-2013, 2019 рік) ПАТ «Запоріжжяобленерго» (2010 рік), ПАТ Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь» (2019 рік), ПАТ «Запоріжтрансформатор» (2017, 2019 рік), ПрАТ «Інгулецький гірничозбагачувальний комбінат» (2018 рік), ПрАТ «Київобленерго» (2010, 2012 рік), ПрАТ «Київстар» (2012 рік), ПрАТ «ВО «Конті» (2010 рік), ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» (2018 рік), ПрАТ «Львівобленерго» (2010 рік), ПрАТ «Монделіс Україна» (2012 рік), ПрАТ «МТС Україна» (2012 рік), ПрАТ «Одесакондитер» (2012 рік), ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання» (2018-2019 рр.), ПАТ «Сумихімпром» (2011, 2016-2017, 2019 рік), ПАТ «Тернопільобленерго» (2010 рік), АК «Харківобленерго» (2010 рік), ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» (2012 рік), ПрАТ «Чернівціобленерго» (2010 рік).

За аналізований період до найбільш стабільних підприємств України можна віднести: ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг», ПАТ «Житомирський маслозавод», ПАТ «Київський вітамінний завод», ПАТ «Кременчуцький колісний завод», ПАТ «Мотор Січ», ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний



комбінат», ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч», ПАТ «Центренерго». Зазначимо, що також можна виділити умовно стабільні підприємства, які лише раз протягом 2010-2019 рр. змінювали траєкторію і потрапляли до умовно поганих кластерів, серед них – ПАТ «Азовмаш», ПАТ «Галичфарм», ПАТ «Гідросила МЗТГ», ПрАТ «Євраз Суша балка», ПАТ «Київмедпрепарат», ПрАТ «Одесакондитер», ПАТ «Фармак», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат».

*V etan.* Для перевірки адекватності моделі скористаємося умовним моделюванням шляхом додавання до досліджуваної сукупності підприємств умовного підприємства з «найкращими» показниками. У відповідності до реакції моделі, зможемо зробити висновок про її адекватність.

У процесі перевірки сформуємо Загальну карту Кохонена (рис. 3.7).



Рис. 3.7. Загальна карта Кохонена з умовними підприємствами [91, 92]

У результаті додання до сукупності умовних підприємств було отримано карту Кохонена, що складається з 7 кластерів.

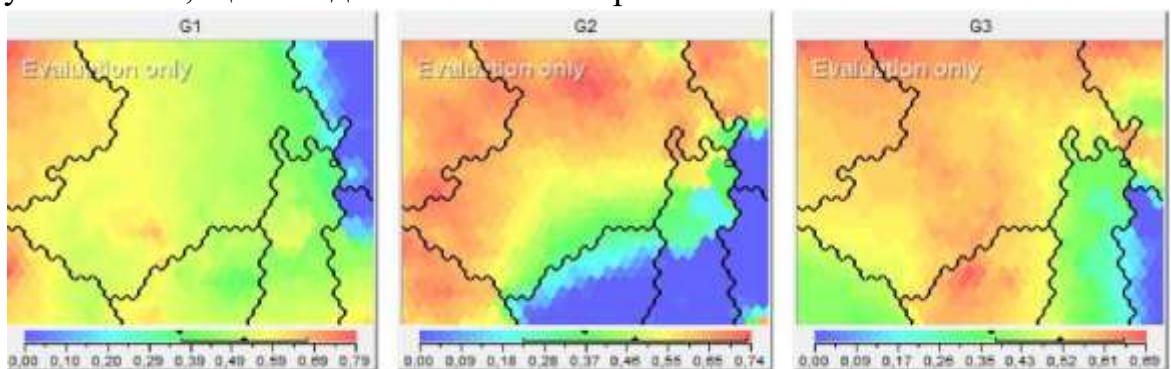


Рис. 3.8. Карти Кохонена за групами показників [91, 92]

З метою проведення оцінки ефективності діяльності підприємства, кластери було поділено за групами. Отже, можемо стверджувати, що у верхньому куті знаходиться червоний кластер S2, підприємства, що потрапили до його складу мають найкращі результати фінансової діяльності.

У результаті перевірки умовно найкраще підприємство було віднесено до кластеру S2. Таким чином, можемо говорити про адекватність запропонованої

моделі, адже додане до дослідження підприємство з максимальними показниками потрапило до найкращого патерну, що свідчить на високу якість розробленої моделі оцінки функціонування підприємств України. Для загальної оцінки економіки України за період 2008-2019 р., було проведено узагальнення результатів кластерного аналізу 55 досліджуваних підприємств України та запропонована модель інтегральної оцінки функціонування економіки України з використанням функції бажаності Харрінгтона з розробкою прогнозу на основі поліноміального тренду на 2019-2021 р.

VI етап. Моделювання динаміки розвитку ВЕД України на основі функції бажаності Харрінгтона. Застосувавши шкалу оцінки бажаності Харрінгтона можна сформулювати траєкторії розвитку ВЕД економіки України протягом 2010-2019 рр.

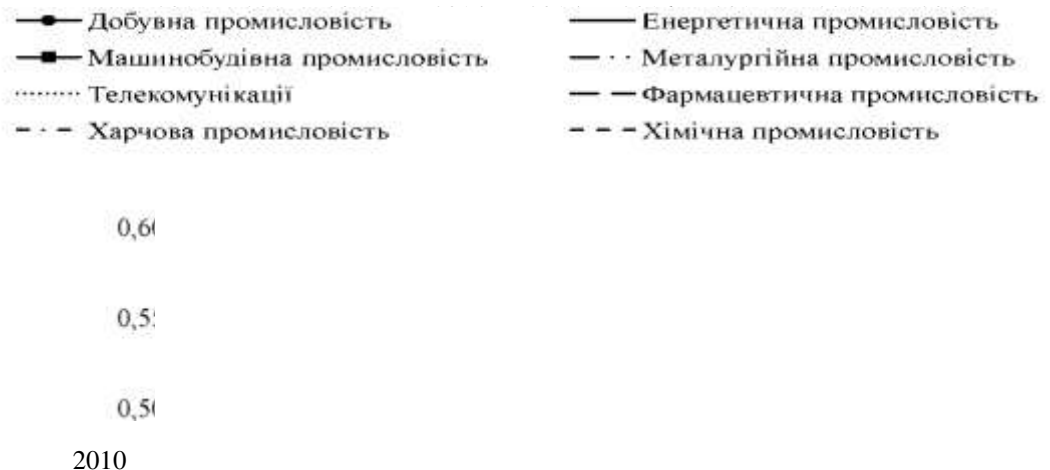


Рис. 3.9. Динаміка інтегрального показника фінансової безпеки за ВЕД

Таким чином, можемо зробити висновок, що протягом аналізованого періоду фінансовий стан в більшості ВЕД України мав тенденцію до погіршення. Найбільш суттєвих потрясінь зазнала хімічна промисловість. Так, починаючи з рівня бажаності на рівні 0,69 пунктів, показник даного ВЕД досягли рекордного мінімуму у 2014 році і становив 0,51 пунктів. Відповідно до результатів аналізу найкращі показники фінансової діяльності демонструють фармацевтична та харчова промисловість, втративши декілька пунктів на шкалі бажаності у 2010 році, дані ВЕД залишалися на стабільно високому рівні розвитку – 0,63-0,66 пунктів.

Не можливо не відмітити значне погіршення практично за всіма ВЕД у 2017 році. Так, добувна промисловість втратила максимальні 7 пунктів, інші

ВЕД зазнали структурних змін у межах 1-3 пунктів.

Станом на 2019 рік на межі доброї бажаності за шкалою Харрінгтона перебувають хімічна та харчова промисловість – 0,66 та 0,63 пункти відповідно, а усі інші ВЕД знаходяться у межах задовільної бажаності, що свідчить про глибокий кризовий фінансовий стан реального сектору економіки України.

*VII етап.* Розрахунок інтегрального показника фінансового стану економіки України протягом 2010-2019 рр. з урахуванням питомої ваги ВЕД.

Питома вага ВЕД України за 2010-2019 рр. представлена у табл. 3.11.

Таблиця 3.11

Питома вага ВЕД України за 2010-2019 рр.

ВЕД	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Добувна промисловість	2,33	2,84	3,19	3,97	4,58	3,75	4,46	4,05	3,99	4,42
Енергетична промисловість	5,41	5,40	6,69	5,27	5,46	5,81	6,23	6,51	6,25	6,26
Машинобудівна промисловість	4,07	4,04	3,35	3,73	3,76	3,81	3,15	2,62	2,42	2,41
Металургійна промисловість	6,52	6,70	5,16	6,45	6,84	5,29	4,84	5,60	5,26	4,81
Телекомунікації	5,31	5,43	1,47	1,15	1,04	1,03	1,06	1,04	0,90	0,83
Фармацевтична промисловість	0,31	0,32	0,27	0,32	0,31	0,27	0,33	0,36	0,40	0,44
Харчова промисловість	1,23	1,42	6,23	4,74	4,71	4,77	5,30	6,19	6,27	6,76
Хімічна промисловість	1,28	1,34	1,18	1,26	1,36	1,43	1,35	1,24	1,31	0,97

Складено автором

*VIII етап.* Аналіз результатів фінансового стану економіки України відповідно до шкали оцінки рівня бажаності функції Харрінгтона з розробкою прогнозу на наступні 3 періоди для аналізу загальних тенденцій функціонування економіки України. Результати оцінки фінансового стану економіки України зображено на рис. 3.10.

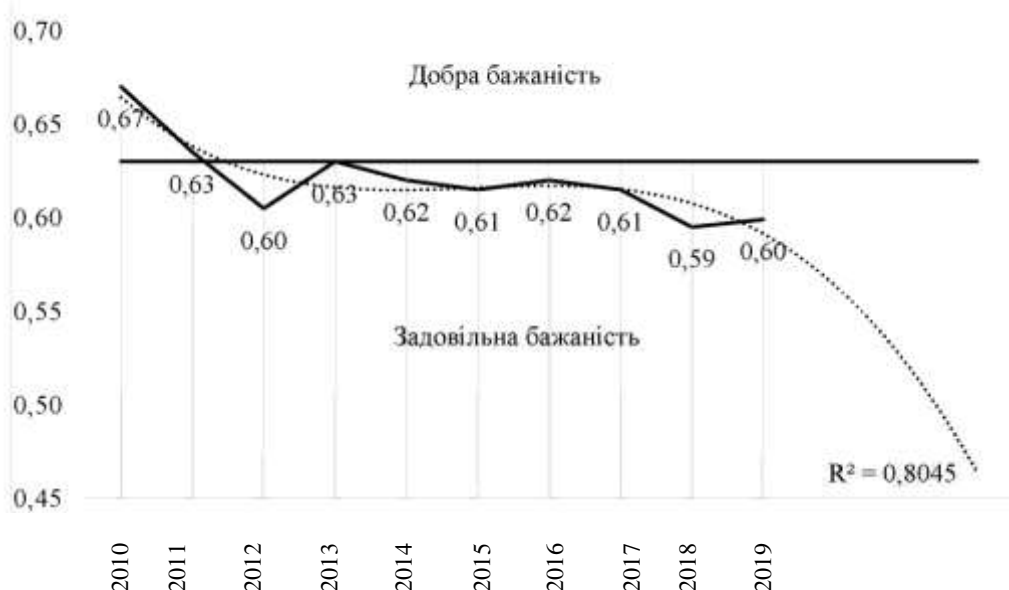


Рис. 3.10. Інтегральна оцінка фінансового стану економіки України

Складено автором

Отже, можемо зробити наступні висновки. Протягом всього досліджуваного періоду 2010-2019 рр. інтегральна оцінка фінансового стану економіки України перебувала на задовільному рівні у відповідності до шкали оцінки значень функції бажаності Харрінгтона (табл. 3.1).

Так, протягом 2010-2011 рр., значення загальної функції Харрінгтона суттєво зменшилося з 0,66 до 0,60 пунктів. Не зважаючи на те, що протягом 2012-2013 рр. спостерігалася незначне покращення ситуації до рівня 0,63, що відповідає добрій бажаності, вже починаючи з 2014 р. фінансовий стан реального сектору української економіки має стабільно негативну тенденцію розвитку.

Свого рекордного мінімуму фінансовий стан реального сектору економіки України досяг у 2018 році з 0,59 пунктами на шкалі бажаності. Станом на 01.01.2020 року інтегральна оцінка фінансового стану реального сектору економіки України становить 0,60 пунктів, що відповідає задовільному рівню бажаності функції Харрінгтона. Проведене прогнозування на основі поліноміального тренду свідчить про збереження негативних тенденції у 3 найближчі роки (коефіцієнт детермінації – 0,8421). Таким чином, проведені розрахунки засвідчили наявність значних проблем в реальному секторі економіки, а також низький рівень забезпечення ФБП.

### **Висновки до розділу 3**

Оцінювання ФБП через призму фінансової архітектури здійснено через аналіз формування структури та вартості капіталу. Для вітчизняних підприємств визначення вартості капіталу на основі фінансової звітності є складним процесом, оскільки значна частина підприємств, в тому числі і в розрізі досліджуваних не надають повноцінну фінансову звітність. Стосовно аналізу за ВЕД, то на відміну від інших країн провести його неможливо, оскільки відсутня відповідна статистична база. Розрахунки проведені за даними аналізованих підприємств щодо вартості капіталу засвідчили, що вартість власного капіталу є низькою, а вартість позикового капіталу навпаки високою. Така ситуація є повністю протилежною ситуації в країнах з розвинутим фінансовим сектором. Проведені розрахунки засвідчили, що в розвинених країнах вартість власного капіталу є стандартно високою, а вартість позикового капіталу навпаки, при цьому спостерігається узгоджена поведінка власного та позикового капіталу в розрізі ВЕД.

Для підтвердження тези щодо існування залежності між вартістю власного капіталу та його часткою в структурі капіталу підприємства при визначенні ефекту фінансового левериджу було визначено коефіцієнти кореляції та зроблено висновок що однозначної залежності не існує, хоча окремі ВЕД демонструють наявність помітної тісноти зв'язку – хімічна, харчова та фармацевтична промисловості. При цьому в середньому по ринку значення коефіцієнта кореляції становить 0,6, що відповідає помітній тісноті зв'язку у відповідності до шкали Чеддока.

Аналіз впливу рівня ФБП через сформовану структуру капіталу на доходи, що отримують власники підприємства показав, що в передкризовий 2008 рік більшість підприємств з досліджуваної вибірки мали зконцентровану залежність між плечем фінансового важелю (в межах від 0,01 до 0,4) та рентабельністю власного капіталу (від 0 до 0,3), аналогічна ситуація спостерігається і в 2019 році, за виключенням декількох підприємств, які мали аномально високі значення показника рентабельність власного капіталу – вище 0,5.

Проведений аналіз стану власності на досліджуваних підприємствах засвідчив, що з 55 проаналізованих підприємств, лише 4 (ПАТ «Дніпровагонмаш», ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», ПАТ «Дніпроазот», ПАТ «Полтаваобленерго») мають нестійку структуру власності – власники змінювались майже кожного року. За виключенням 4 підприємств (ПАТ «Моторсіч» (32,55%), ПАТ «Кременчуцький колісний завод» (30,11%), ПАТ «Дніпроазот» (33%), ПАТ «Київмедпрепарат» (37,96%)), всі інші підприємства мають рівень концентрації власного капіталу досить високий. Як правило, більшість підприємств мають від одного до чотирьох-п'яти власників. При цьому із 55 досліджуваних підприємств 30 мають власників, іноземного походження, більшість із яких зареєстровані в офшорах.

В Україні існує проблема щодо захисту інтересів та прав власників, оскільки тривалий час першу позицію серед всіх економічних злочинів посідає незаконне привласнення майна. В роботі систематизовано види рейдерства: силове рейдерство, рейдерство як елемент корупційних схем, рейдерство з використанням шахрайських дій та кіберзлочинів та фінансове рейдерство. Останнє є важливим з точки зору забезпечення ФБП та передбачає проведення операцій для здійснення ворожого поглинання всупереч бажанню власників. Зазначено що воно може мати як позитивні так і негативні наслідки.

Визначено, що сформована структура власності може стати підставою

для здійснення фінансового рейдерства, враховуючи це систематизовано методи захисту ФБП, які використовуються як протидія фінансовому рейдерству, що на відміну від існуючих базуються на взаємозв'язку між сформованою фінансовою архітектурою та рівнем ФБП.

Для отримання неупередженої інформації щодо реального стану ФБП, а також в подальшому надання рекомендацій щодо вектору розвитку їх фінансової діяльності запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника стану ФБП як в розрізі ВЕД реального сектору так і по економіці в цілому на основі використання функції бажаності Харінгтона, що дозволяє здійснити об'єктивну оцінку в т.ч. за умови відсутності частини параметрів в різних групах показників.

Базуючись на 3 групах фінансових показників (майновий стан та ліквідність, фінансова стійкість, ділова активність та рентабельність) розроблено науково-методичний підхід до визначення та прогнозування рівня ФБП, з використанням самоорганізованих карт Кохонена, що дозволило сформулювати як поточну динаміку стану ФБП так і вектор його подальшого руху.

## ВИСНОВКИ

У кваліфікаційній роботі надано теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми, що полягає в розвитку теоретичних засад та в удосконаленні існуючих науково-методичних підходів та практичного інструментарію забезпечення ФБП в умовах нестабільності фінансового сектору. За результатами дослідження зроблено такі висновки:

1. На основі проведеного структурно-декомпозиційного аналізу дефініції «фінансова безпека підприємства» розвинуто концептуальні засади її забезпечення та визначено суб'єкти, об'єкти, стратегічну та оперативну мету, принципи, методи та інструменти забезпечення ФБП. Обґрунтовано, що існуючі визначення ФБП не враховують інтереси стейкхолдерів та запропоновано власне розуміння даного поняття, як такого стану структури капіталу, який забезпечує поглинання (абсорбацію) зовнішніх та внутрішніх економічних шоків за рахунок сформованого запасу фінансової міцності та захищає інтереси стейкхолдерів в умовах існуючої фінансової архітектури підприємства.

2. Доведено, що суб'єктно-об'єктна структура ФБП визначається сформованою на підприємстві фінансовою архітектурою, під якою розуміємо триєдину цілісність структури капіталу, структури власності та корпоративного управління, що в сукупності визначає формування та забезпечення відповідного рівня ФБП.

3. Враховуючи, що структура капіталу є об'єктом ФБП, проведено систематизацію ключових теорій структури капіталу та виокремлено статичні та динамічні теорії структури капіталу. На підставі цього систематизовано детермінанти фінансового левериджу підприємства, відповідно до виокремлених теорій структури капіталу, які згруповано в екзогенну та ендогенну групу що на відміну від існуючих дозволяє врахувати вплив сформованої фінансової архітектури на рівень ФБП.

4. Визначено, що вплив фінансового сектору на ФБП, проявляється через формування структури капіталу підприємства (під впливом банківського та фондового секторів), структури власності (фондовий сектор) та відповідно страхування фінансових ризиків (страховий сектор). Фінансовий сектор має безпосередній вплив на ФБП через сформовану на ньому фінансову архітектуру, яка включає наявну структуру власності (з урахуванням наявності мажоритарних та міноритарних акціонерів), сформовану власниками команду

топ-менеджменту, які у взаємодії визначають стратегію корпоративного управління та доручають менеджерам проводити оперативне управління підприємством, а також сформовану у взаємодії цих стейкхолдерів структуру капіталу, з врахуванням стратегії її подальшої зміни.

5. Фінансовий сектор економіки України розвивається динамічно, але при цьому має всі ознаки нестабільності, оскільки знаходиться в стані неперервної фінансової кризи, що має суттєвий вплив на ФБП. Ключову роль серед фінансових посередників відіграють банківські установи тому фінансовий сектор України має ознаки банкоцентричності оскільки частка активів банків у ВВП становить більше 50%, а частка ринкової капіталізації лише 1%, при чому останній показник скоротився з 29% у 2016 до 3% у 2017 та 1% у 2019 р.

6. Фінансовий стан окремих ВЕД реального сектору економіки, а саме: добувної, харчової, хімічної промисловості, машинобудування, енергетики та телекомунікацій (їх частка в сумарних активах в економіці країни становить більше 20%), є складним та таким, що наближається до критичного. Враховуючи динаміку активів цих ВЕД, обґрунтовано, що відбувається зміна структури реального сектору економіки, помітне скорочення активів машинобудування та телекомунікацій, а також поступове скорочення хімічної та харчової промисловості. Усталеними є активи енергетики та добувної промисловості.

7. В цілому станом на кінець 2018 року із 55 аналізованих підприємств 24 мали значення нижче нормативного з них 6 підприємств можна вважати фінансово незалежними та фінансово безпечними. Критичною з точки зору ФБП є ситуація, що склалась на 6 інших підприємствах (ПАТ «Запоріжтрансформатор», ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання», ПАТ «Азот», ПАТ «Сумихімпром», ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»), в яких сформовано від'ємне значення коефіцієнта за рахунок сформованого від'ємного значення власного капіталу. В роботі удосконалено науково-методичний підхід до оцінювання ФБП через систему показників фінансової стійкості шляхом введення коефіцієнта внутрішнього (власного) забезпечення ФБП як відношення приросту нерозподіленого прибутку до приросту власного капіталу підприємства, що на відміну від існуючих відображає зацікавленість власників підприємства у фінансуванні його розширеного відтворення.

8. Систематизовано методи захисту ФБП, які використовуються як



проти дія фінансовому рейдерству, що на відміну від існуючих базується на взаємозв'язку між сформованою фінансовою архітектурою та рівнем ФБП.

9. Розроблено та обґрунтовано науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника стану ФБП як в розрізі ВЕД реального сектору так і по економіці в цілому на основі використання функції бажаності Харінгтона, що на відміну від існуючих дозволяє здійснити об'єктивну оцінку в т.ч. за умови відсутності частини параметрів в різних групах показників.

10. Визначено поточну динаміку стану ФБП і вектор його подальшого руху на основі розробленого науково-методичного підходу до визначення та прогнозування рівня ФБП, що базуються на 3 групах фінансових показників (майновий стан та ліквідність, фінансова стійкість, ділова активність та рентабельність) з використанням самоорганізованих карт Кохонена.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аверьянова Ю.Г. Теоретические аспекты финансовой безопасности коммерческого банка. Финансы, денежное обращение и кредит. 2011. № 4 (77). 220-225
2. Азаренкова Г.М., Журавель Т.М., Михайленко Р.М. Фінанси підприємств. К. Знання–Прес, 2004. 291 с.
3. Амосов О.Ю. Фінансова безпека підприємства в сучасних економічних умовах: теоретичний аспект. Проблеми економіки. 2010. № 4. С. 76-80
4. Антоненко В.М., Іваничко О.О. Дослідження рейдерської привабливості підприємства як чинника фінансово-економічної безпеки і об'єкта фінансового менеджменту. Приазовський економічний вісник. 2018. 3 (08). С. 139-145
5. Архітектура // Українська радянська енциклопедія: у 12-ти т. / гол. ред. М.П. Бажан; редкол.: О.К. Антонов та ін. – 2-ге вид. К.: Головна редакція УРЕ, 1974-1985.
6. Бабіна Н.О. Рейдерство як загроза економічній безпеці підприємства. Ефективна економіка. 2016. 3. Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua>
7. Бельская Е.В., Дронов М.А. Особенности управления финансовой безопасностью на предприятии. URL: <http://elibrary.ru/download/17356393.pdf>
8. Бердар М. М. Фінанси підприємств. К. ЦУЛ, 2010. 352 с.
9. Бланк И.А. Управление финансовой безопасностью предприятия. К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. 776 с.
10. Боди З., Мертон Р.К. Финансы. М., Вильямс. 2007. 592 с.
11. Бричко М.М. Оцінювання ефективності управління діяльністю банків в системі фінансових відносин їх стейкхолдерів. Дисертація на здобуття наукового ступеня канд. екон. наук. УАБС. Суми. 2014. 265 с.
12. Васильчик С.В., Сельвестр Л.Б. Рейдерство – хвороба економіки, яка прогресує. Науковий вісник НЛТУ України. 2009. 19.13. С. 111-115
13. Васькова Ю.І. Фінансова безпека підприємства – провідна складова економічної безпеки та засіб попередження кризи підприємств. Наука і економіка, 2014. № 1 (33). С. 230-234
14. Волот О.І., Пліско І.М. Реальний сектор економіки: сутність, складові та його роль в забезпеченні стійкого розвитку економіки держави. Науковий

вісник Полісся. 2016. 1 (5). С. 23-29

15. Гудзь О.Є. Методологічна платформа побудови стратегії забезпечення фінансової безпеки підприємства. Вісник Сумського національного аграрного університету. Фінанси і кредит. 2013. № 1. С. 7-12.

16. Єрмошенко М.М., К.С. Горячева Фінансова складова економічної безпеки: держава і підприємство: К.: НАУ, 2010. 232 с.

17. Жебка В.В. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. / Жебка В.В., Антонова О.М. Урікова О.М. // 2-ге вид., випр. і доп. К.: Логос, 2017. 312 с. (Навчальний посібник з грифом МОН України (лист № 1/11-2547 від 27.02.2012 р.)

18. Жукевич С.М. Діагностика основних фінансових детермінант оптимальної структури капіталу. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua>

19. Загородній А.Г. Фінансово-економічний словник / А.Г. Загородній. К. Знання, 2007. 1072 с.

20. Зайцева І.Ю. Рейдерство в Україні та дослідження його впливу на фінансову безпеку підприємства. Вісник економіки транспорту і промисловості. 2012. 39. С. 229-232

21. Зятковський І.В. Фінанси підприємств: навч.посіб. 2-ге вид. перероб.та доп. К. 2003. 364 с.

22. Калянов Г.Н. Построение архитектуры предприятия. Корпоративные системы. 2005. № 3 URL: <http://www.management.com.ua>

23. Карась П.М., Гришина Л.О., Кондратьєва В.Ф. Вдосконалення аналізу фінансової діяльності підприємств машинобудування. Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. 2011. Випуск 19. С. 235-241

24. Кириченко О.А. Вдосконалення управління фінансовою безпекою підприємств в умовах фінансової кризи. Інвестиції: практика та досвід. 2009. № 10. С. 22-26

25. Класифікація інституційних секторів економіки України (KICE) / Статистичний класифікатор України: Наказ Державної служби статистики України від 03.12.2014 № 378. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

26. Коваленко Ю. Финансовый сектор в финансовой системе экономики: теоретический аспект. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. 2015. № 6 (171). С. 35-42

27. Ковальчук С. В., Форкун І. В. Фінанси. навч. посібник. Львів: «Новий Світ – 2000». 2005. 568 с.

28. Колодка К.В., Терещенко Ю. Аналіз факторів, що зумовлюють вибір

структури капіталу акціонерного товариства. URL: <http://jvestnik-sss.donnu.edu.ua>

29. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року: Постанова Правління Національного банку України від 18 червня 2015 року № 391 (у редакції рішення Правління Національного банку України від 16 січня 2017 року № 28). URL: <https://bank.gov.ua>

30. Корнєєв М.В. Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України: дисертація на здобуття наук. ступеня доктора економічних наук: спец. 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. Суми: Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи», 2015. 516 с.

31. Коробов В.В. Финансовая безопасность в системе государственного финансового контроля: Дис. канд. экон. наук / Ивановский государственный химико-технологический университет. Иваново, 2010. 133 с.

32. Кракос Ю.Б. Управління фінансовою безпекою підприємства. Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. 2008. № 1(1). С. 86-97

33. Ласкина Л.Ю. Финансовый леверидж и его детерминанты. URL: <http://economics.open-mechanics.com>

34. Левченко Н.М. Фінансовий потенціал підприємства: сутність та підходи до діагностики. Інвестиції: практика та досвід. 2012. 2. С. 114-117

35. Малиш Д.О. Фінансовий та реальний сектори економіки України: взаємодія та співвідношення. Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України: зб. матеріалів III Всеукраїнської наук.-практ. конф. (м. Суми, 22-23 листопада 2018 р.). Суми: СумДУ, 2018. С. 125-128

36. Матвійчук Л.О. Методика визначення рівня фінансової безпеки машинобудівних підприємств. Актуальні проблеми економіки. 2011. № 5 (119). С. 109-114

37. Налукова Н. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва: сутнісно-аналітичний аспект. Галицький економічний вісник. 2011. №1(30). С.166-174

38. Опарін В.М. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти) / монографія. К. КНЕУ, 2005. 240 с.

39. Підхомний О.М. Фінансова безпека України: методологія аналізу та стратегічні орієнтири: дис. докт. экон. наук: спец. 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. Львівський національний університет імені Івана Франка. Львів, 2015. 455 с.

40. Пономаренко О.Е. Використання нечітких множин при оцінці рівня фінансової безпеки суб'єктів господарювання промисловості. Бізнес-Інформ. 2012. № 9. С. 109-113

41. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua>

42. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів): Закон України від 16.11.2017 № 2210-VIII. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua>

43. Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності». Наказ Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73 URL: <http://zakon0.rada.gov.ua>

44. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012. № 1688. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua>

45. Романенко О.Р. Фінанси. Підручник. К. Центр навчальної літератури, 2009. 312с.

46. Сабецька Т.І. Механізми протидії рейдерству як складова формування стратегії економічної безпеки підприємства. Економіка і суспільство. 2017. 8. С. 341-348

47. Семенов А.Ю. Вплив діяльності фінансових установ на економічне зростання України: дисертація на здобуття наук. ступеня кандидата економічних наук: спец. 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. Суми: Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи», 2011. 270 с.

48. Сініцин О.О. Фінансовий леверидж в управлінні структурою капіталу. Ефективна економіка: електронне наукове фахове видання. 2014. № 9. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua>

49. Столяров В.Ф., Островецький В.І. Основні фактори формування структури фінансового капіталу підприємств. Економічний вісник Донбасу. 2016. № 2 (44). С. 87-94

50. Філіна Г.І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / 2-ге вид., перероб. та допов.. К. Центр учбової літератури, 2009. 320 с.

51. Фінанси підприємств: / за ред. проф. А. М. Поддєрьогіна. [3-тє вид.]. К. КНЕУ, 2000. 395 с.

52. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / За заг. ред. О.

О.Терещенка. К. КНЕУ, 2006. 312 с

53. Чеберяко О.В., Кривовяз М.А. Економіко-теоретична сутність системи забезпечення фінансової безпеки підприємства. Економіка та держава. 2015. № 1. С. 94-97

54. Шарикова О.В. Определение оптимальной структуры капитала российских организаций. Корпоративные Финансы. 2013. 7 (1). С. 34-46.

55. Швець В.О. Рейдерство та силове підприємництво: схожість та відмінність. Вісник Одеського національного університету. Правознавство. 2011. 16. 19. С. 135-143

56. Школьник І. До питання про термінологічне розрізнення базових категорій фінансової науки. Економіка України. 2010. № 7 (584). С. 59-69

57. Школьник І.О., Семенов А.Ю. Фінансовий сектор України: теоретичний аналіз економічної дефініції. Вісник Української академії банківської справи. 2013. № 1 (34). С. 31-36

58. Шуба О.А. Світова фінансова архітектура: Основні напрямки реформування. Вісник Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна. 2011. № 943. С. 223-229

59. Юрків Н. Реальний сектор економіки як об'єкт дослідження в системі економічної безпеки держави. Економічний аналіз. 2012. Випуск 10 Частина 2. С. 161-165

60. Юрків Н.Я. Економічна безпека підприємства реального сектора на посттрансформаційному етапі розвитку економіки. URL: <https://cyberleninka.ru>

61. Юхименко П.І., Федосов В.М., Лазебник Л.Л. та ін. Теорія фінансів. К. Центр учбової літератури, 2010. 576 с.

62. Яким чином прийнятий Верховною Радою закон щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів (№2210-VIII) вплине на бізнес. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку URL: <https://www.nssmc.gov.ua>

63. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure. Journal of Finance. 2002. 57. pp. 1-32.

64. Berger S., E. Banaccorsi di Patti Capital Structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the bank industry. Journal of Banking & Finance. 2006. 30. pp. 1065-1102

65. Bikchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads and Informational Cascades. The Journal of Economic Perspectives. 1998. Vol. 12, № 3. pp. 151-170.

66. Boyes W., Melvin M. Economics, Ninth Edition. South-Western, Cengage Learning, 2013. P. 371.
67. Clark C. Conditions of Economic Progress. London : Macmillan, 1940.
68. Demirgüç-Kunt A., Levine R. (1999). Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons. Washington D.C. World Bank
69. Dittmar A., Thakor A. Why do firms issue equity? Journal of finance. 2007. Vol. 62. № 1.
70. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. Conference on Research in Business Finance. 1952. P. 215-262.
71. Ergüçer E. (2004) Market-vs. Bank-Based Financial systems: Do Rights and regulations really matter? Journal of banking and finance. N 28. Pp. 2869-2887
72. Fama E., French K. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. The Review of Financial Studies. 2002. Vol. 15. No. 1. P. 9.
73. Freeman R.E. Strategic management: A Stakeholder Approach. Cambridge University Press. 2010. 267 p.
74. Global Economic Crime Survey. PricewaterhouseCoopers. 2016. Available at:<https://www.pwc.by>
75. Grossman S. J., Hart O., Corporate financial structure and managerial incentives. The Economics of Information and Uncertainty, Chicago: University of Chicago Press, 1982.
76. Harris M., Raviv A. The theory of capital. The journal of finance. 1991. 46 (1). P. 297-355.
77. 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.
78. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. October. 1976. V. 3 (4). pp. 305-360.
79. Jensen M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review. 1986. 76. pp. 323-339.
80. Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control. Journal of Political Economy. 1965. 73 (2). pp. 110-120
81. Miller M.H. Debt and Taxes. The Journal of finance, Vol. 32. № 2. Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976. pp. 261-275.
82. Modigliani F., Miller M.N. The cost of capital, Corporation Finance, and

the theory of investment. American economic review. 1963. № 53. pp. 433-443

83. Modigliani, F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review. 1958. 261-297.

84. Myers S.C. Financing of corporations. Handbook of the Economics of Finance. July. 2002. 41 p.

85. 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.

86. Ross L. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, 1997. 35 (2), pp. 688-726

87. Ross S. The determination of financial structure: The incentive signalling approach. Bell Journal of Economics. 1977 8, 23-40.

88. Schinasi G.J. Defining Financial Stability. IMF Working Paper. 2004. October. 19 p.

89. Vyhovska N., Polchanov A., Frolov S., Kozmenko Y. The effect of it-transformation of the country's financial potential during the post-conflict reconstruction. Public and Municipal Finance Volume 7, 2018. Issue 3. pp. 15-25

90. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions. Southern Economic Journal. 1963. 30 (1). P. 105-112.

91. Kohonen, T. (1988), Learning Vector Quantization, Neural Networks, 1 (suppl 1), 303.

92. Kohonen, T. (1989/1997/2001), Self-Organizing Maps, Berlin – New York: Springer-Verlag. First edition 1989, second edition 1997, third extended edition 2001, [ISBN 0-387-51387-6](#), [ISBN 3-540-67921-9](#)

93. Harrington E.C. (1965). The Desirability Function. Industrial Quality Control. April. 494-498.[inEnglish].



## АНОТАЦІЯ

**Нагорний О.В. «Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового сектору України». – Кваліфікаційна робота подана для присвоєння другого (магістерського) рівня вищої освіти за спеціальністю «Фінанси, банківська справа та страхування». – К.: Національна академія управління, 2021.**

Кваліфікаційна робота присвячена удосконаленню теоретичних засад та науково-методичних підходів до формування фінансової безпеки підприємств в умовах нестабільності фінансового сектору економіки. У роботі надано теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми, що полягає в розвитку теоретичних засад та в удосконаленні існуючих науково-методичних підходів та практичного інструментарію забезпечення фінансової безпеки підприємства в умовах нестабільності фінансового сектору. На основі проведеного аналізу дефініції «фінансова безпека підприємства» розвинуто концептуальні засади її забезпечення та визначено суб'єкти, об'єкти, стратегічну та оперативну мету, принципи, методи та інструменти забезпечення фінансової безпеки підприємства. Обґрунтовано, що існуючі визначення фінансової безпеки підприємства не враховують інтереси стейкхолдерів та запропоновано власне розуміння даного поняття, як такого стану структури капіталу, який забезпечує поглинання зовнішніх та внутрішніх економічних шоків за рахунок сформованого запасу фінансової міцності та захищає інтереси стейкхолдерів в умовах існуючої фінансової архітектури підприємства.

У роботі поглиблено теоретичний базис впливу фінансового сектору на фінансову безпеку підприємства; оцінено сучасний стан та тенденції розвитку фінансового сектору України; проаналізовано фінансовий стан підприємств реального сектору економіки з позиції забезпечення їх фінансової безпеки; визначено рівень фінансової безпеки підприємств через використання показників фінансової стійкості; оцінено рівень фінансової безпеки підприємств через призму фінансової архітектури; розроблено та обґрунтовано науково-методичний підхід щодо визначення стану та динаміки патернів фінансової безпеки підприємств та здійснено індивідуальне та інтегральне оцінювання її рівня

*Ключові слова: фінансова безпека, підприємство, фінансовий сектор, фінансова стійкість, структура капіталу, структура власності.*

## ABSTRACT

**Alexander Nagorny. «Financial security of companies under the influence of instability of the financial sector of Ukraine». – Qualification work submitted for assignment of the second (master's) higher education level, majoring in Finance, Banking and Insurance. – K.: National Academy of Management, 2021.**

Qualification work is devoted to improving the theoretical foundations and scientific and methodological approaches to the formation of financial security of enterprises in conditions of instability of the financial sector of the economy. The paper provides a theoretical generalization and proposes a new solution to the scientific problem, which consists in the development of theoretical principles and improvement of existing scientific and methodological approaches and practical tools for financial security of the enterprise in conditions of financial sector instability. Based on the analysis of the definition of "financial security of the enterprise" the conceptual principles of its provision are developed and the subjects, objects, strategic and operational purpose, principles, methods and tools of financial security of the enterprise are defined. It is substantiated that the existing definitions of financial security of the enterprise do not take into account the interests of stakeholders and offer their own understanding of this concept as a state of capital structure that absorbs external and internal economic shocks due to the formed margin of financial strength and protects the interests of stakeholders in the existing financial architecture.

The paper deepens the theoretical basis of the impact of the financial sector on the financial security of the enterprise; the current state and development trends of the financial sector of Ukraine are assessed; the financial condition of enterprises of the real sector of the economy is analyzed from the standpoint of ensuring their financial security; the level of financial security of enterprises through the use of indicators of financial stability is determined; the level of financial security of enterprises is assessed through the prism of financial architecture; developed and substantiated scientific and methodological approach to determining the status and dynamics of patterns of financial security of enterprises and carried out individual and integrated assessment of its level

**Keywords:** *financial security, financial sector, financial stability, company, capital structure, ownership structure.*