

СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

МАЛИШ ДМИТРО ОЛЕКСІЙОВИЧ

УДК 336:351.63(477)(043.5)

ДИСЕРТАЦІЯ
ФІНАНСОВА БЕЗПЕКА ПІДПРИЄМСТВ ПІД ВПЛИВОМ
НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Подається на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень.

Використання ідей, результатів і текстів інших

авторів мають посилання на відповідне джерело _____ Д.О. Малиш

Науковий керівник:

Школьник Інна Олександрівна

Доктор економічних наук, професор

Суми – 2019

АНОТАЦІЯ

Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового сектору України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук (доктора філософії) за спеціальністю 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит». – Сумський державний університет, Суми, 2019.

У дисертації 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 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 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 (абсорбцію) зовнішніх та внутрішніх економічних шоків за рахунок сформованого запасу фінансової міцності та захищає інтереси стейкхолдерів в умовах існуючої фінансової архітектури підприємства.

Доведено, що суб'єктно-об'єктна структура фінансової безпеки підприємства 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 фінансової безпеки підприємства.

Виокремлено п'ять основних підходів до визначення об'єкта фінансової безпеки підприємства, 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.

Суб'єктами забезпечення фінансової безпеки підприємства 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 фінансової безпеки підприємства; 2 рівень – широкий перелік стейкхолдерів, які зацікавлені в отриманні інформації про рівень фінансової безпеки підприємства 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 фінансової безпеки підприємства; 4 рівень – стейкхолдери, що мають пряму фінансову залежність від рівня фінансової безпеки підприємства.

Враховуючи, що структура капіталу є об'єктом фінансової безпеки підприємства, 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 фінансової безпеки підприємства.

Визначено, що вплив фінансового сектору на фінансову безпеку підприємства, проявляється через формування структури капіталу

підприємства (під впливом банківського та фондового секторів), структуру власності (фондовий сектор) та відповідно страхування фінансових ризиків (страховий сектор). Фінансовий сектор має безпосередній вплив на фінансову безпеку підприємства 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.

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 фінансову безпеку підприємства. 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 2014 до 3 % у 2015 та 1% у 2017 р.

Фінансовий стан окремих видів економічної діяльності (далі – ВЕД) в розрізі 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, обгрунтовано, 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.

В цілому станом на кінець 2016 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 фінансової безпеки підприємства через систему показників фінансової стійкості шляхом введення коефіцієнта внутрішнього (власного) забезпечення як відношення приросту нерозподіленого прибутку до приросту власного капіталу підприємства, що на відміну від існуючих відображає зацікавленість власників підприємства у фінансуванні його розширеного відтворення.

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 фінансової безпеки підприємства 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 фінансової безпеки підприємства, які використовуються як протидія фінансовому рейдерству, що на відміну від існуючих базуються на взаємозв'язку між сформованою фінансовою архітектурою та рівнем фінансової безпеки підприємства.

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.

Розроблено та обґрунтовано науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника стану фінансової безпеки підприємства 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.

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

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

ANNOTATION

Malysh D.O. Financial security of companies under the influence of instability of the financial sector of Ukraine. – Qualifying scientific work with the rights of manuscript.

Thesis for a candidate degree in economic science, specialty 08.00.08 – Money, finance and credit. – Sumy State University, Sumy, 2019.

The thesis provides a theoretical synthesis and proposes a new solution to the scientific problem, which consists in the development of theoretical foundations and

in the improvement of existing scientific methodological approaches and practical tools for ensuring financial security of the company in the conditions of instability of the financial sector.

Based on the structural-decomposition analysis of the definition "financial security of the company", the conceptual foundations of its provision were developed, and defined the subjects, objects, strategic and operational objectives, principles, methods and instruments to ensure financial security of the company.

It was substantiated that the existing definitions of financial security of the company do not consider the interests of stakeholders. The actual understanding of this definition as the state of the capital structure, which provides absorption of external and internal economic shocks due to the accumulated financial strength reserve and protects the interests of stakeholders in the current financial architecture of the company was proposed.

It is proved that the subject-object structure of financial security of the company is determined by the financial architecture formed in the company, which means the three-tier integrity of the capital structure, ownership structure and corporate governance, which collectively determines the formation and provision of the appropriate level of financial security of the company.

Five main approaches to determining the financial security object of the company were identified, namely, the financial condition, usually with a key emphasis on financial sustainability, threats, financial potential, financial interest and the result of financial process control. It is noted that all isolated objects are interconnected because they reflect different aspects of the financial decision-making process. At the same time, the basis for their definition is one and the same information space, namely, the financial and accounting data of the company.

The subjects of financial security of the company are their stakeholders. The thesis proposes a gradation of 4 levels of stakeholders of the company. Level 1 is the widest list of stakeholders who are more or less interested in ensuring financial security of the company; Level 2 is a broad list of stakeholders who are interested in obtaining information on the level of financial security of an company, both in

connection with direct and indirect financial dependence on the activity of the company; Level 3 is those stakeholders who have direct or indirect financial relations with the company and whose financial position is more or less dependent on the level of financial security of the company; Level 4 is a stakeholder with a direct financial dependence on the level of financial security of the company.

Considering that the capital structure is the object of financial security of the company, the systematization of key theories of the structure of capital was organized and the static and dynamic theories of the structure of capital were isolated. Based on this system, the determinants of the financial leverage of the company are systematized, according to the isolated theories of the structure of capital, which are grouped into an exogenous and endogenous group, which, unlike the existing ones, allows to consider the influence of the formed financial architecture on the level of financial security of the company.

It is determined that the financial sector's influence on the financial security of the company manifests itself through the formation of the capital structure of the company (under the influence of banking and stock sectors), ownership structure (stock sector) and, consequently, insurance of financial risks (insurance sector). The financial sector has a direct impact on the financial security of the company through its financial architecture, which includes the existing ownership structure (taking into account the presence of majority and minority shareholders), formed by the owners of the top management team, which in interaction determine the strategy of corporate governance and instruct managers to carry out operational management of the company, as well as the structure of capital formed in the interaction of these stakeholders, taking into account the strategy of its further change

The financial sector of the Ukrainian economy is developing dynamically, but it has all the signs of instability, as it is in a state of continuous financial crisis, which has a significant impact on the financial security of the company. Banking institutions play a key role in financial intermediaries, and the financial sector of Ukraine has signs of bank-centeredness since the share of banks' assets in GDP is

more than 50% and market capitalization is only 1%, with the latter dropping from 29% in 2014 to 3% in 2015 and 1% in 2017.

The financial situation of some sectors of the real economy, namely, extractive, food, chemical, mechanical engineering, energy and telecommunications (their share in total assets in the country's economy is more than 20%), is difficult and approaching the critical one. Considering the dynamics of the assets of these industries, it is substantiated that there is a change in the structure of the real sector of the economy, a noticeable reduction in the assets of machine building and telecommunications, as well as a gradual reduction of the chemical and food industries. The assets of the energy and extractive industry are tensile.

In general, as of the end of 2016, out of the 55 analyzed companies, 24 were below the normative of which 6 companies can be considered financially independent and financially safe. Critical from the point of view of financial security of the company is the situation that occurred at 6 other companies (PJSC Zaporozhtransformator, PJSC «Sumy NPO», PJSC Azot, PJSC Sumykhimprom, JSC Evraz Dneprovsky Metallurgical Plant, JSC Poltava Ore Mining and Processing Plant) which formed a negative value of equity due to the formed negative value of equity capital.

The scientific methodical approach to assessing financial security of the company through the system of indicators of financial stability by introducing the coefficient of internal (own) provision as a ratio of the growth of retained earnings to the growth of equity of the company is improved, which unlike the existing ones reflects the interest of the owners of the company in financing its expanded reproduction

In Ukraine, there is a problem in protecting the interests and rights of owners, since for the long time the illegal economic assignment of property is the first among all economic crimes. The thesis systematized the types of economic crimes: force economic crime, asset misappropriation as an element of corruption schemes, economic crime with fraudulent acts and cybercrime, and financial asset misappropriation. The last one is important from the point of view of ensuring the

financial security of the company and involves conducting operations to carry out hostile takeovers contrary to the wishes of the owners. It is noted that it can have both positive and negative consequences.

It is determined that the formed ownership structure can become the basis for financial asset misappropriation, taking into account the systematic methods of protecting the financial security of the company, which are used as counteraction to financial asset misappropriation, which, unlike existing ones, is based on the relationship between the financial architecture and the level of financial security of the company .

The calculations carried out according to the cost of capital of the analyzed companies have shown that the value of equity is low, and the cost of borrowed capital, on the contrary, is high. This situation is quite opposite of the situation in developed countries. The calculations showed that in developed countries, the value of equity is standardly high, and the cost of borrowed capital, on the contrary, is low, while there is a coherent behavior of own and borrowed capital by industry.

The scientific and methodological approach to determining the integral indicator of the state of financial security of the company is developed and substantiated both in the context of sectors of the real sector and in the economy as a whole on the basis of the use of the Harrington utility function, which, unlike the existing ones, allows for an objective assessment including provided there is no part of the parameters in different groups of indicators.

The current dynamics of the financial security of the company and the vector of its further movement are determined on the basis of the developed scientific methodical approach to the definition and forecasting of the level of financial security of the company, based on 3 groups of financial indicators (property status and liquidity, financial stability, business activity and profitability) using the self-organizing Kohonen maps.

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

Список публікацій здобувача

Список публікацій здобувача в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Малиш Д.О. Теоретичні засади фінансової безпеки підприємства. Збірник наукових праць Донецького державного університету управління. Серія економіка. Том XVIII. Випуск 301. Маріуполь. 2017. С. 122 – 131 (0,55 друк. арк.).

2. Малиш Д.О. Фінансова архітектура підприємства як основа його фінансової безпеки. Науковий вісник міжнародного гуманітарного університету. Серія: «Економіка і менеджмент». Випуск 28. 2017. С. 200-203 (*Index Copernicus*) (0,48 друк. арк.).

3. Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємства: структурно-декомпозиційний аналіз. Вісник Одеського національного університету. Серія «Економіка». 2017. Т. 22. Випуск 8 (61). С. 112 – 116 (*Index Copernicus та ін.*) (0,48 друк. арк.).

4. Школьник І. О., Малиш Д. О., Козьменко Є. С. Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства. Бізнес Інформ. 2018. 3. С. 315–322. (*Index Copernicus та ін.*) (0,58 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизовано фактори, що впливають на структуру капіталу підприємства, запропоновано теоретичну базу формування фінансової архітектури підприємства (0,3 друк. арк.).*

5. Малиш Д.О. Роль фінансового сектору у фінансуванні підприємств реального сектора економіки. Економічний аналіз: зб. наук. праць. Т. 28. (2). 2018. С. 79 – 84 (*Index Copernicus та ін.*) (0,62 друк. арк.).

6. Малиш Д.О., Душак М.І. Фінансова архітектура підприємства як основа протидії фінансовому рейдерству. Причорноморські економічні студії. 2018. Вип. 36. – С. 138-148 (*Index Copernicus*) (0,5 друк. арк.) *Особистий внесок: визначено методи захисту фінансової безпеки підприємства від фінансового рейдерства, в контексті фінансової архітектури підприємства, проведено*

аналіз стану власності на провідних вітчизняних підприємствах різних видів економічної діяльності реального сектору економіки (0,3 друк. арк.).

Список публікацій, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

7. Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємства: теоретичні аспекти. Розвиток фінансового ринку в Україні: проблеми та перспективи: матеріали IV Всеукр. наук.-практ. Інтернет-конф. 10 листопада 2016. Полтава: ПолтНТУ, 2016. С. 128 – 131 (0,25 друк. арк.)

8. Малиш Д.О. Огляд методичних підходів до оцінювання фінансової безпеки підприємства. Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України: зб. матеріалів I Всеукраїнської наук.-практ. конф. 23-24 листопада 2016 р. – Суми: СумДУ, 2016. – С. 61 – 65 (0,19 друк. арк.)

9. Малиш Д.О. Сутнісні характеристики суб'єктів фінансової безпеки підприємства. Національні особливості та світові тенденції управління та адміністрування на макро-, мезо-, і мікрорівнях економіки: матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 17-18 березня 2017 р.). У 2-х частинах. Дніпро: ПДАБА, 2017. Ч. 2. С. 52 – 55 (0,24 друк. арк.)

10. Малиш Д.О. Вплив стану фінансового ринку на фінансову безпеку вітчизняних підприємств. Актуальні питання функціонування фінансового ринку в умовах кризових явищ світової економіки: матеріали II Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції (м. Одеса, 20-21 квітня 2017 р.). Одеса: ОНЕУ, 2017. С. 72 – 76 (0,24 друк. арк.)

11. Малиш Д.О. Фінансова архітектура підприємства: базові елементи. Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України: зб. матеріалів II Всеукраїнської наук.-практ. конф. 23 листопада 2017 р. Суми: СумДУ, 2017. С. 108 – 112 (0,21 друк. арк.)

12. Малиш Д.О. Детермінанти фінансового левериджу підприємства. Глобальні та регіональні аспекти інноваційного розвитку економіки: збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (Одеса, 23 березня 2018 р.). Одеса: ОНЕУ, 2018. С. 34 – 36 (0,1 друк. арк.)

13. Малиш Д.О. Щодо сутності фінансового сектору в Україні. Модернізація фінансово-кредитної системи : тези доп. Всеукр. наук.-практ. конф. (Київ, 27 березня 2018 р.) / відп. Ред. Н.П. Шульга. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2018. С. 60 – 62 (0,14 друк. арк.)

14. Малиш Д.О. Теоретичні аспекти впливу фінансового сектору на фінансову безпеку підприємства. Фінансування, інвестування та кредитування в Україні: проблеми та перспективи розвитку в кризовій економіці: Збірник наукових праць за матеріалами Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції, 20 травня 2018 р. Частина 2. ДДАЕУ, 2018. С. 70 – 72 (0,24 друк. арк.)

15. 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. 22-23 листопада 2018 р. Суми: СумДУ, 2018. С. 125 – 128 (0,13 друк. арк.)

ЗМІСТ

ВСТУП.....	16
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ.....	23
1.1 Структурно-декомпозиційний аналіз дефініції «фінансова безпека підприємства».....	23
1.2 Фінансова архітектура підприємства як основа його фінансової безпеки.....	49
1.3 Теоретичні засади впливу фінансового сектору на фінансову безпеку підприємства.....	65
Висновки до розділу 1.....	83
РОЗДІЛ 2. ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ ПІД ВПЛИВОМ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ.....	87
2.1 Сучасний стан та тенденції розвитку фінансового сектору економіки України.....	87
2.2 Аналіз фінансового стану підприємств реального сектору економіки.....	108
2.3 Оцінювання рівня фінансової безпеки підприємств через призму їх фінансової стійкості.....	133
Висновки до розділу 2.....	151
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ.....	156
3.1 Оцінювання фінансової безпеки підприємств через призму фінансової архітектури.....	156

3.2 Обґрунтування економіко-математичного моделювання визначення стану фінансової безпеки підприємств.....	173
3.3 Економіко-математичне моделювання рівня фінансової безпеки підприємств України.....	182
Висновки до розділу 3.....	203
ВИСНОВКИ	206
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	209
ДОДАТКИ	231

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. 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.

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.

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

Дисертаційна робота виконана у відповідності до «Стратегії сталого розвитку «Україна – 2020» (Указ Президента України від 12.01.2015 № 5/2015), а також у відповідності до Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Основні положення дисертації відповідають пріоритетним напрямам науково-дослідних робіт Сумського державного університету. Так, зокрема в межах теми «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (державний реєстраційний номер 0109U006782), обґрунтовано концептуальні засади впливу фінансового сектору на ФБП; теми «Управління фінансово-економічною безпекою суб'єктів господарювання» (державний реєстраційний номер 0116U000931) запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання ФБП через призму фінансової архітектури.

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 дисертаційної 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. Для вирішення поставлених завдань використано комплекс загальнонаукових і спеціальних методів дослідження: наукова абстракція, індукція та дедукція, аналіз та синтез, логічне узагальнення – при уточненні категоріального апарату – визначенні сутності ФБП, систематизації ключових теорій структури капіталу, визначення напрямів впливу фінансового сектору на ФБП, порівняльний та економіко-статистичний аналіз – при дослідженні сучасного стану та тенденцій розвитку фінансового сектору економіки, підприємств реального сектору економіки, кореляційно-регресійний метод – при оцінюванні стану ФБП та визначенні факторів, що на неї впливають, метод кластеризації та узагальнена функція бажаності Харрінгтона – при розробці науково-методичного підходу для визначення стану ФБП. Економіко-

математичне моделювання проведено за допомогою пакету прикладних програм MS Office Excel, Viscovery SOMine.

Інформаційно-фактологічною базою дисертаційної роботи є законодавчі та нормативно-правові акти, що регламентують засади функціонування корпоративних фінансів та фінансового ринку; звітні і статистичні дані Державної служби статистики України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 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.

Найбільш вагомими результатами дослідження є такі:

вперше:

– розроблено науково-методичний підхід до визначення та прогнозування рівня ФБП, базуючись на 3 групах фінансових показників (майновий стан та ліквідність, фінансова стійкість, ділова активність та рентабельність) з використанням самоорганізованих карт Кохонена, що дозволило сформувати відповідні патерни та визначити поточну динаміку стану ФБП і вектор її подальшого руху;

удосконалено:

– науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника стану фінансової безпеки в розрізі видів економічної діяльності реального сектору та економіки 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;

– 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;

– основні напрями впливу фінансового сектору на стан ФБП шляхом визначення взаємодії між банківським, фондовим та страховим секторами, та фінансовою архітектурою підприємства, що на відміну від існуючих враховує як кількісні фінансові показники (структура капіталу) так і якісні (структура власності та стан корпоративного управління);

набуло подальшого розвитку:

– розуміння економічного змісту понять:

- ФБП як такого стану структури капіталу, який забезпечує абсорбацію зовнішніх та внутрішніх економічних шоків за рахунок сформованого запасу фінансової міцності та захищає інтереси стейкхолдерів в умовах існуючої фінансової архітектури підприємства, що на відміну від існуючих враховує інтереси стейкхолдерів підприємств;
- «фінансова архітектура підприємства» як триєдина цілісність структури капіталу, структури власності та корпоративного управління, що в сукупності визначає формування та забезпечення відповідного рівня ФБП;

– систематизація детермінант фінансового левериджу підприємства, відповідно до базових теорій (статичних та динамічних) структури капіталу, які згруповано в екзогенну та ендогенну групу, що дозволяє врахувати вплив сформованої фінансової архітектури на рівень ФБП;

– методи захисту ФБП, які використовуються як протидія фінансовому рейдерству, що на відміну від існуючих базується на взаємозв'язку між сформованою фінансовою архітектурою та рівнем ФБП.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційної роботи полягає в тому, що основні наукові положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій щодо забезпечення ФБП. Зокрема, науково-методичний підхід в частині аналізу рівня ФБП шляхом використання групи показників та залежності між ними, що характеризують стан фінансової архітектури підприємства, а також пропозиції щодо методів захисту від фінансового рейдерства були використанні в діяльності ТОВ «СБТК» (довідка № 39 від 21.11.2018 р.); методичний підхід щодо визначення інтегрального показника стану та стратегічного вектору ФБП використовуються в діяльності ТОВ «Сумський машинобудівний завод» (довідка № 12/48-10.18 від 16.10.2018 р.).

Результати дисертації використані в навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисциплін: «Корпоративні фінанси», «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання», «Управління фінансами акціонерних товариств», «Управління фінансовою безпекою підприємств» «Фінансовий ринок» (акт від 28 листопада 2018 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеною науковою працею. Наукові положення, висновки рекомендації та пропозиції, які виносяться на захист, були одержані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертації використані лише ті ідеї та положення, які є результатом особистої роботи здобувача. Внесок автора в праці, опубліковані в співавторстві, наведено у переліку основних публікацій за темою дисертації.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дослідження, викладені у дисертації, доповідалися, обговорювалися та одержали позитивну оцінку на науково-практичних конференціях, серед яких: IV Всеукраїнська науково-практична конференція «Розвиток фінансового ринку в Україні: проблеми та перспективи» (м. Полтава, 2016); Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція «Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України» (м. Суми, 2016-2018 рр.); II

Міжнародна науково-практична конференція «Національні особливості та світові тенденції управління та адміністрування на макро-, мезо-, і мікрорівнях економіки» (м. Дніпро, 2017 р.); II Міжнародна науково-практична інтернет-конференція «Актуальні питання функціонування фінансового ринку в умовах кризових явищ світової економіки» (м. Одеса, 2017 р.); Всеукраїнська науково-практична конференція молодих вчених «Глобальні та регіональні аспекти інноваційного розвитку економіки» (м. Одеса, 2018 р.); Всеукраїнська науково-практична конференція «Модернізація фінансово-кредитної системи» (м. Київ, 2018 р.); Міжнародна науково-практична інтернет-конференція «Фінансування, інвестування та кредитування в Україні: проблеми та перспективи розвитку в кризовій економіці» (м. Дніпро, 2018 р.).

Публікації. Основні положення та висновки дисертації опубліковані у наукових працях загальним обсягом 4,95 друк. арк., з яких особисто автору належить 4,47 друк. арк., у тому числі: 6 статей у наукових фахових виданнях України (з них 5 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз), 9 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій.

Структура і зміст дисертації. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації складає 271 сторінку, у тому числі сторінок основного тексту 193, 26 таблиць, 50 рисунків, 11 додатків та список використаних джерел із 222 найменувань.

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 ендегенних 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. Згідно Закону України «Про основи національної безпеки України» національна безпека – захищеність життєво важливих інтересів людини і громадянина, суспільства і держави, за якої забезпечуються сталий розвиток суспільства, своєчасне виявлення, запобігання і нейтралізація реальних та потенційних загроз національним інтересам у сферах правоохоронної діяльності, боротьби з корупцією, прикордонної діяльності та оборони, міграційної політики, охорони здоров'я, освіти та науки, науково-технічної та інноваційної політики, культурного розвитку населення, забезпечення свободи слова та інформаційної безпеки, соціальної політики та пенсійного забезпечення, житлово-комунального господарства, ринку фінансових послуг, захисту прав власності, фондових ринків і обігу цінних паперів, податково-бюджетної та митної політики, торгівлі та підприємницької діяльності, ринку банківських послуг, інвестиційної політики, ревізійної діяльності, монетарної та валютної політики, захисту інформації, ліцензування, промисловості та сільського господарства, транспорту та зв'язку, інформаційних технологій, енергетики та енергозбереження, функціонування природних монополій, використання надр, земельних та водних ресурсів, корисних копалин, захисту екології і навколишнього природного середовища та інших сферах державного управління при виникненні негативних тенденцій до створення потенційних або реальних загроз національним інтересам [125].

Отже, якщо проігнорувати перелік сфер, закон трактує безпеку як захищеність інтересів за якої забезпечуються сталий розвиток суспільства, своєчасне виявлення, запобігання і нейтралізація реальних та потенційних

загроз при виникненні негативних тенденцій до створення потенційних або реальних загроз. Слід зазначити, що в даному випадку спостерігається певна тавтологія, а саме одна частина висловлювання на початку - «своєчасне виявлення, запобігання і нейтралізація реальних та потенційних загроз» частково дублює зміст іншої – в кінці «при виникненні негативних тенденцій до створення потенційних або реальних загроз національним інтересам». Серед сфер, перелічених у визначенні як складові фінансової безпеки доцільно розглядати сфери: ринку фінансових послуг, захисту прав власності, фондових ринків і обігу цінних паперів, податково-бюджетної та митної політики, ринку банківських послуг, інвестиційної політики в частині фінансових інвестицій, монетарної та валютної політики, а також сферу підприємництва в частині її фінансової складової.

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» [18]. 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» [59].

К.С. Горячева та М.М. Єрмошенко [43] 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».

Ю.В. Лаврова під ФБП розуміє «складову частину економічної безпеки підприємства, яка полягає в існуванні такого фінансового стану, який характеризується: збалансованістю фінансових інструментів, технологій і послуг; стійкістю до загроз; здатністю підприємства забезпечувати реалізацію фінансових інтересів, місії і завдань, достатніми обсягами фінансових ресурсів; а також спрямованістю на стійкий розвиток підприємства. Це, в свою чергу, дозволяє забезпечити: фінансову стійкість, платоспроможність, ліквідність і достатню фінансову незалежність підприємства в довгостроковому періоді; оптимальне залучення та ефективне використання фінансових ресурсів підприємства; ідентифікацію зовнішніх і внутрішніх

загроз фінансовому стану підприємства і розробляти заходи щодо їх запобігання; самостійну розробку і проведення фінансової стратегії; достатню фінансову незалежність підприємства; захищеність фінансових інтересів власників підприємства»[76].

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» [25].

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» [70].

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» [116]. 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» [72].

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 окрема думка щодо визначення ФБП наводиться Ляшенко О.М., який її визначає як «результат керованих процесів досягнення фінансових цілей управління економічною безпекою підприємства, що забезпечує набуття певної міри його фінансової свободи в межах наявних об'єктивних і суб'єктивних суджень. В якості специфічних властивостей фінансової безпеки

підприємства визначено детермінованість, нормативно-правову урегульованість, уразливість та часткову керованість» [81]. Дане визначення відрізняється від попередніх, оскільки не має зв'язку з фінансовим станом підприємства, чи показниками що його характеризують, а акцентує увагу на фінансовій безпеці, як складовій економічної безпеки підприємства, при чому основній складовій.

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 апіорі 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» [35].

Фінансова безпека – це можливість підприємства випереджати та нейтралізувати можливі загрози погіршення його фінансового стану [9].

Захаров О.І., Пригунов П.Я. вважають, що «ФБП – забезпечення умов збереження комерційної таємниці, інтелектуальної власності та інформації, захищеність підприємства від негативного впливу зовнішнього середовища, тобто здатність підприємства протистояти несприятливому зовнішньому впливові, а також здатність швидко реагувати на різноманітні зовнішні загрози. З позицій ресурсно-функціонального підходу фінансову безпеку

підприємства розглядають як процес найбільш ефективного використання корпоративних ресурсів для уникнення загроз і забезпечення стабільного функціонування підприємства в поточному і майбутньому періоді. Фінансова безпека залежить від ефективності використання капіталу, якості корпоративного управління і фінансового менеджменту, оновлення технологій та інформаційної бази» [50].

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. На фінансовому потенціалі також акцентує увагу і Сорокіна О.М. [138].

Таким чином можна виокремити п'ять груп найбільш розповсюджених підходів щодо трактування поняття ФБП (рис. 1.1), 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, ФБП – як гармонізація фінансових інтересів підприємства, а також – як здатність зберігати та нарощувати фінансовий потенціал.

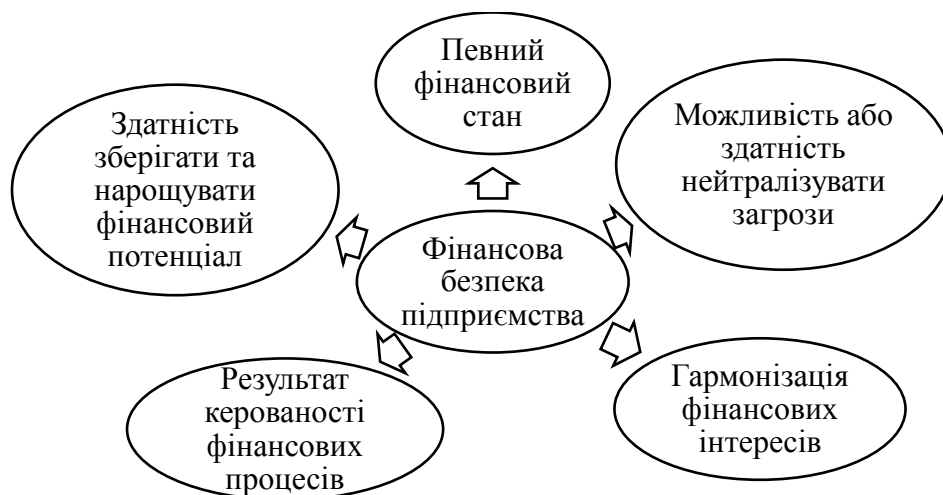


Рисунок 1.1 – Систематизація поглядів щодо сутності категорії «фінансова безпека підприємства»

Джерело: складено автором.

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» [154]. 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. 1.2)



Рисунок 1.2 – Концептуальне розуміння ФБП

Джерело: складено автором.

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.

Забезпечення ФБП базується на ряді принципів, в даному випадку нами виділено базові принципи, оскільки в роботах вітчизняних науковців Чеберяко О.В., Кривовяз М.А. [154], Кузенко Т.Б., Усенко К.А. [75], Матвійчука Л.О. [99], Хоменко О.А. [153], Нагайчук В.В. Сусіденка О.В. [103, 104] та інших детально проаналізовані та систематизовані різні види принципів. 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, як було вказано на рис. 1.1 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 керуваності 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. Дослідженням дефініцій «небезпека», «загроза» та ризик присвячено праці широкого кола науковців, таких як: Бланк І.О. [18], Картузов Є.П. [58], Драга А.А. [40], Підхомний О.М. [116], Микитюк Н.О. [117], Вознюк І.П. [116], Лиса О.В. [80], Мулик Я.І. [102] та інших. 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. Досить детально фінансовий потенціал підприємства проаналізовано в роботах Левченко Н.М. [79], Чобіток В.І. та Астапової О.В. [155], Саух [131], Стахно Н.Д. [139] та інших. В даній роботі ми погоджуємось з думкою Левченко Н.М., що «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» [79]. 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 відрізнитись 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 [151].

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 [123], 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.

Проаналізувавши визначення фінансової діяльності, що наводяться в роботах вітчизняних науковців на наш погляд слід виокремити декілька підходів, систематизованих на рисунку 1.3.

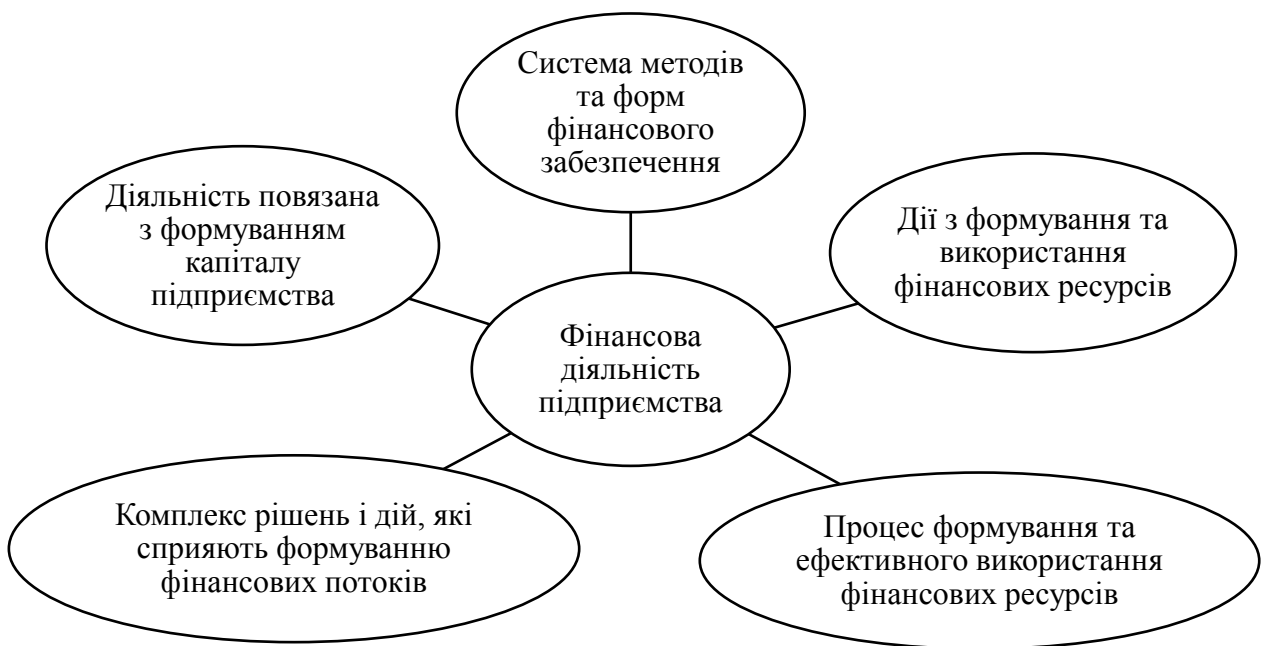


Рисунок 1.3 – Систематизація теоретичних поглядів щодо сутності фінансової діяльності підприємства

Джерело: складено автором.

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. [148] «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. [51].

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) [147]. 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» [57]. 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 [11]. 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 [149].

Діяльність спрямована на забезпечення фінансовими ресурсами поточної операційної, фінансової та інвестиційної діяльності підприємства Загородній А.Г. [46]. 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 [105].

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.

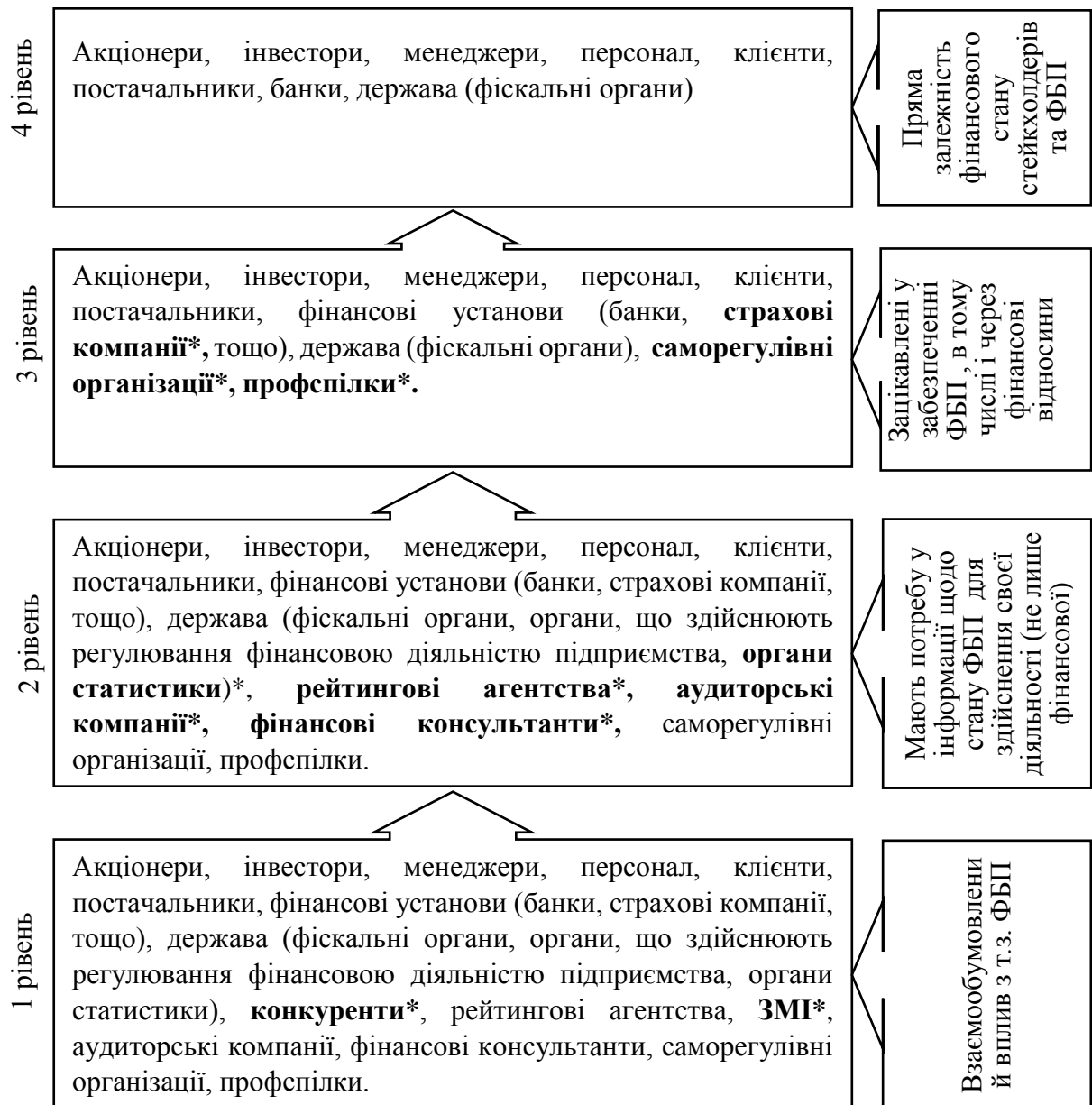
Суб'єкти забезпечення фінансової безпеки фактично визначені вище, а саме – це власники та інші стейкхолдери. В наукових дослідженнях коло зацікавлених осіб у функціонуванні підприємства та причетності до фінансових відносин, що формуються підприємством як з середини так і ззовні може бути як досить звуженим 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 (додаток А) [21]. 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. Опираючись на дослідження Бричко М.М. необхідно застосувати підхід в частині використання напрацьованої методологічної бази, а саме класичної теорії стейкхолдерів, неінституціональної теорії, агентської теорії.

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.



*- стейкхолдери, які вилучені з наступного рівня

Рисунок 1.4 – Градація стейкхолдерів підприємства в залежності від їх інтересів в забезпеченні ФБП

Джерело: складено автором.

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 прями 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 прями 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 зацікавленій 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 напряму залежить від стабільної фінансової ситуації підприємства-партнера. Що стосується діяльності постачальників, то рівень ФБП визначає умови укладання контрактів на

постачання 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. *Архіτεκτονική* – 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» [56]. 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);
- IT-архітектура (програмні рішення та весь технологічний комплекс» [81].

Найбільш систематизовано дані терміни розглядаються в роботі [34], 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. Маєрса, 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» [210]. 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 поясненні 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. Найбільш розповсюдженими є три підходи, відображені на рисунку 1.5.



Рисунок 1.5 – Систематизація поглядів щодо терміну «світова фінансова архітектура»

Джерело: складено автором на основі [7, 28, 42, 126, 182, 220].

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 [39].

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.



Рисунок 1.6 – Складові елементи фінансової архітектури підприємства

Джерело: складено автором.

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. Стосовно наведених на рисунку 1.6 теорій, то варто зазначити, що на ньому вказані лише базові теорії, оскільки досліджень в даному напрямку ведеться досить багато, в першу чергу зарубіжними вченими.

Фундаментальною теорією структури капіталу є теорія Міллера-Модільяні, які в 1958 році опублікували свою фундаментальну роботу «Вартість капіталу, корпоративні фінанси та теорія інвестицій» [207]. 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. 1.7.



Рисунок 1.7 – 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» [186]. 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.

В 1955 році Е. Соломоном [219] та в 1963 році Дж. Ф. Уестоном [222] були опубліковані праці, які вважаються основою формування традиційної теорії, суть якої зводиться до того, що компанія може знизити вартість капіталу і при цьому збільшити свою ринкову вартість. Сама теорія побудована на природі корпорацій та поведінці інвесторів. Зокрема Дж.Ф. Уестон зазначає, що корпорація є засобом перекладання частини фінансового ризику із власників на кредиторів, а, враховуючи, що ризик власників обмежується внеском до статутного капіталу корпорації, вони тим самим знижують свої потенційні витрати. Як і у вище розглянутій теорії чистого операційного доходу, в роботах зазначених авторів також мова йде

про взаємозв'язки між оптимальною структурою капіталу, середньозваженою вартістю капіталу та вартістю компанії. Мінімізація середньозваженої вартості капіталу не завжди означає максимізацію ринкової вартості компанії. Так, середньозважена вартість капіталу знижується при зростанні ринкової вартості за умови незмінного операційного прибутку. Водночас для власників пріоритетним завданням є саме максимізація ринкової вартості, а не мінімізація вартості капіталу. Як і в попередній теорії, однією із передумов є те, що компанія не сплачує податок на прибуток, а також вважається, що позиковий капітал є дешевшим ніж власний. Стосовно останньої передумови, то, наприклад для України вона взагалі не справджується, оскільки вартість позикового капіталу значно вища за вартість власного капіталу компаній.

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 перекиватись граничними доходами, тобто кожне підприємство може мати оптимальну структуру капіталу, яка забезпечує максимізацію її вартості (рис. 1.8). Як правило динамічні теорії розглядають структуру капіталу як певний результат розвитку компанії в минулому (рис. 1.9.).

Отже, до статичних теорій відносять базову теорію Міллера-Модільяні [206] та її модифікації, після того, як додатково було введено вплив корпоративних податків на формування капіталу [207], а потім, додатково введені вже самостійно М. Міллером в теорію особистих податків [205], 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.

Теорія		Обмеження	Структура капіталу
Теорія чистого операційного прибутку		<ul style="list-style-type: none"> • вартість власного та позикового капіталу є const; • при зростанні частки позикового капіталу, вартість власного зростає; • відсутні податки. 	<i>Існує оптимальна структура капіталу, яка максимізує ринкову вартість</i>
Традиційна теорія		<ul style="list-style-type: none"> • наявність розвинутого фондового ринку; • відсутність оподаткування прибутку. 	<i>Мінімізація СЗБК, яка максимізує ринкову вартість</i>
Теорія Міллера-Модільяні	Базова теорія Міллера-Модільяні	<ul style="list-style-type: none"> • досконалі ринки капіталу; • однакові очікування інвесторів; • відсутні податки. 	<i>Структура капіталу не впливає на вартість компанії</i>
	Теорія Міллера-Модільяні (з врахуванням корпоративного податку)	<ul style="list-style-type: none"> • досконалі ринки капіталу; • однакові очікування інвесторів. 	<i>Оптимальна структура капіталу – 100 % позикового капіталу</i>
	Теорія Міллера (з врахуванням особистих податків)	<ul style="list-style-type: none"> • досконалі ринки капіталу; • однакові очікування інвесторів. 	<i>Оптимальна структура капіталу формується з врахуванням податкових вигод</i>
Статична компромісна теорія		Відхилення фактичної структури капіталу від оптимального рівня фінансового левериджу	<i>Оптимальна структура капіталу визначається під впливом фінансового левериджу</i>

Рисунок 1.8 – Систематизація статичних теорій структури капіталу

Джерело: складено автором на основі [186, 205, 206, 207, 222].

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.

Теорія		Обмеження	Структура капіталу
Динамічна компромісна теорія		Відхилення фактичної структури капіталу від цільового рівня фінансового левериджу та факторів процесу пристосування	<i>Існує цільова структура капіталу; існують відхилення між фактичним та цільовим левериджем, при виході за межі рекапіталізації фактичний та цільовий леверидж входять в процес конвергенції</i>
Теорії асиметрії інформації	Сигнальна теорія	Наявність асиметрії інформації між інвесторами та менеджерами	<i>Структура капіталу визначається менеджерами, та слугує сигналом інвесторам</i>
	Теорія агентських витрат	Наявність агентських конфліктів між менеджерами та власниками	<i>Оптимальна структура капіталу - баланс між агентськими витратами та перевагами боргового навантаження</i>
	Теорія ієрархій	Джерела фінансування ранжовані за рівнем ризику для власників, перевага внутрішнім джерелам фінансування менеджерами	<i>Структура капіталу змінюється залежно від інвестиційних можливостей та дефіциту фінансових ресурсів</i>
Поведінкові теорії	Теорія корпоративного контролю	Капітал компанії її захисний механізм від поглинання	<i>Оптимальна структура капіталу максимізація власного капіталу, в т.ч. за рахунок емісії акцій, мінімальне використання боргу</i>
	Теорія стейкхолдерів	Ранжування джерел фінансування, спочатку емісія акцій та боргів, а в останню чергу внутрішні джерела фінансування	<i>Оптимальна структура капіталу фінансування переважно шляхом емісії простих акцій та створення резервів грошових коштів</i>
	Теорія впливу менеджерів	Оптимізм та впевненість менеджерів визначають структуру капіталу	<i>Структура капіталу залежить від суб'єктивного рішення менеджерів</i>
	Теорія інформаційних каскалів	Імітація менеджерами фінансових рішень компаній лідерів	<i>Структура капіталу залежить від суб'єктивного рішення менеджерів</i>
Теорія відстеження ринку	Постійний моніторинг ринку капіталу, прийняття рішення з врахуванням поточної кон'юнктури ринку	<i>Емісія акцій при переоцінці компанії ринком, емісія боргу – при недооцінці</i>	
Теорія «free cash flow»	Специфіка компанії та її капіталу визначається здатністю генерувати чисті грошові потоки від операційної діяльності	<i>Формування грошових потоків по обслуговуванню капіталу визначають його структуру</i>	

Рисунок 1.9 – Систематизація динамічних теорій структури капіталу

Джерело: складено автором

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, що відстежується в роботах Е Фішера, Р. Хенкеля, Дж. Зечнера, М. Лері, М. Робертса та інших [191, 202].

В теоріях асиметрії інформації наразі виділяють три ключових напрями – сигнальну теорію [211, 217], теорію агентських витрат [199, 195, 197] та теорію ієрархій [211, 204, 175]. 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 [204, 178], теорію стейкхолдерів [193], теорію впливу менеджерів [185, 177] та теорію інформаційних каскадів [188]. Теорія корпоративного контролю базується на підходах, викладених в роботі Г. Манне [204], 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 [196], 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 [193] 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 розглядались 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. В роботі А. Дітмара та А. Такора [185] розкрито сутність теорії впливу менеджерів, згідно якої оптимізм та впевненість менеджерів визначають структуру капіталу, більш оптимістично налаштовані та самовпевнені менеджери можуть віддавати перевагу емісії боргових зобов'язань, натомість інші будуть віддавати перевагу нарощенню вартості компанії та будуть менш схильні

використовувати ризиковані проекти із значною часткою боргових зобов'язань.

Теорія відстеження ринку (автори М. Бейкер, Д. Ваглер) [175] 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 [200] 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. 1.10).

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.

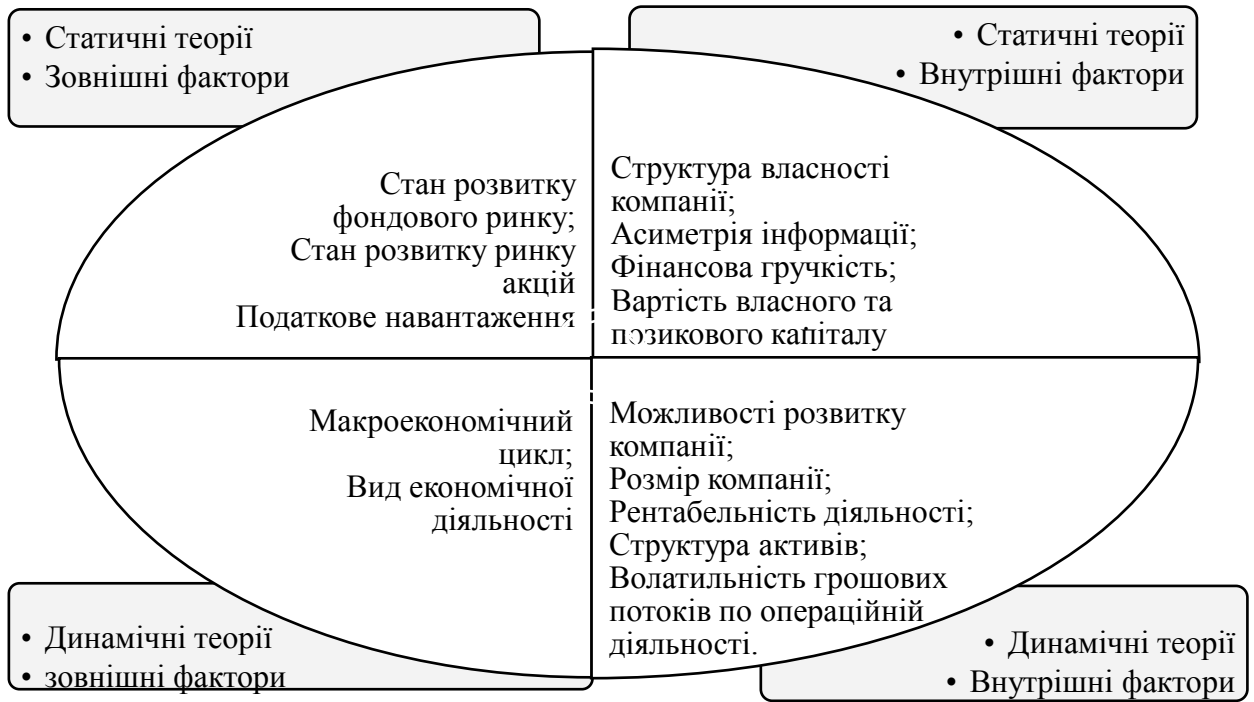


Рисунок 1.10 – Систематизація факторів, що впливають на структуру капіталу компанії, відповідно до основних теорій

Джерело: складено автором.

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. 1.11). 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.

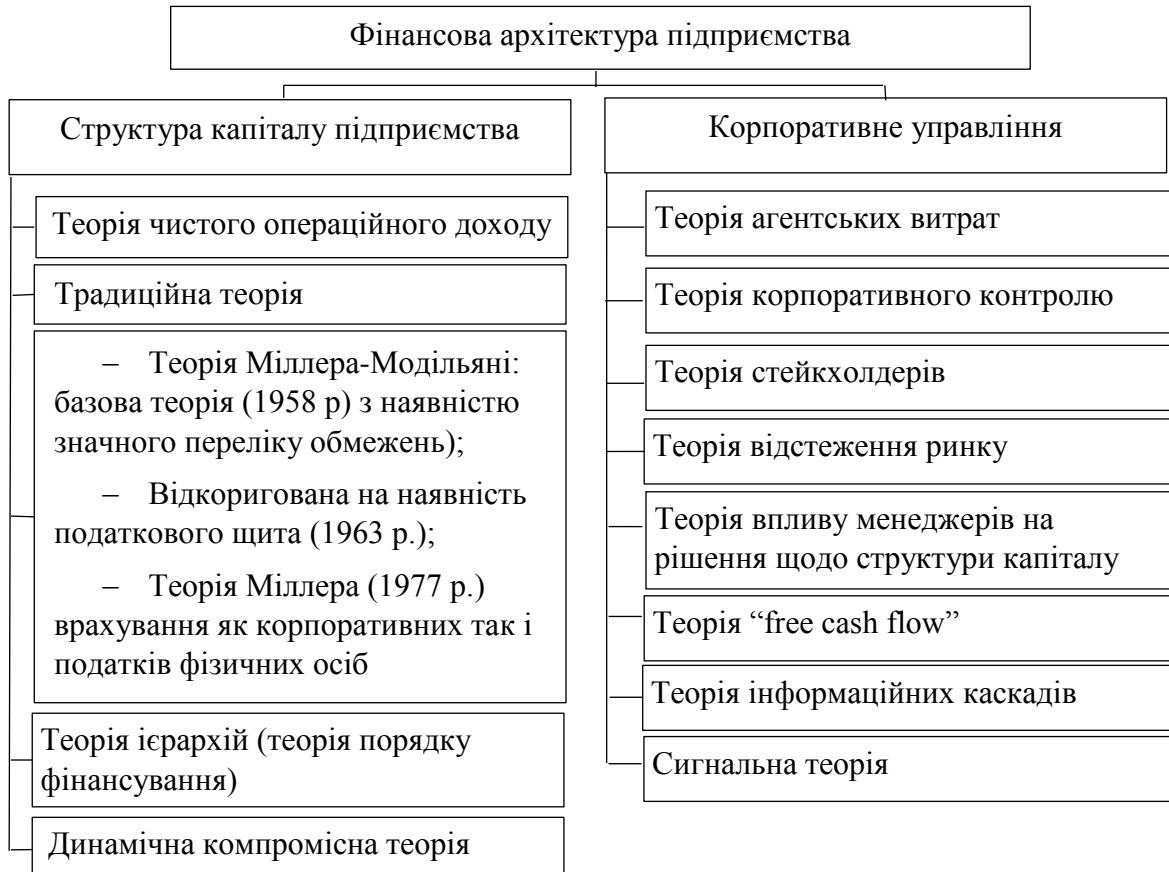


Рисунок 1.11 – Теоретична база формування фінансової архітектури підприємства

Джерело: складено автором.

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» [159]. 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 [171]. В такому ж ключі розглядається фінансова система і такими авторами як Опарін В.М. [108], Романенко О.Р. [127], Ковальчук С.В. та Форкун І.В. [64]. 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» [127, 64], такою, «що охоплює обіг фінансових ресурсів як специфічного товару» [108]). Водночас в роботі [171] 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 [161].

«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 [156].

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)» [159].

На думку З. Боді та Р.К. Мертона 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» [19]. 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 [216] 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. 1.12). 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.



Рисунок 1.12 – Теоретичний підхід до фінансів та зростання

Джерело: складено автором на основі [214].

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 рисунку 1.12 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 [180].

В працях вітчизняних науковців такий підхід до трактування фінансової системи менш характерний. Але він досить близький з точки зору трактування ролі фінансового ринку. Так в статті Паєнко Т.В. зазначається, що «Фінансовий ринок пов'язаний з кваліфікованим посередництвом між продавцем і покупцем фінансових активів. Такі фінансові посередники добре обізнані з поточною фінансовою кон'юнктурою, умовами укладення угод, різними фінансовими інструментами і в найкоротші терміни можуть встановити зв'язок між продавцями і покупцями. Фінансове посередництво сприяє прискоренню не тільки фінансових, а й товарних потоків, забезпечує мінімізацію пов'язаних із цим суспільних трансакційних витрат та має сприяти загальному економічному зростанню» [109].

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 [161].

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» [171].

Системний аналіз щодо фінансового сектору України та його місця в фінансовій системі здійснено Коваленко Ю.М. В своїй роботі [62] 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». Коваленко Ю.В. також виокремлює фінансовий сектор як «сукупність фінансових посередників, допоміжних фінансових корпорацій, інших фінансових корпорацій, специфіка яких полягає в тому, що вони здійснюють фінансову діяльність у відповідності з діючим законодавством, а також некомерційні організації, що пов'язані з цими суб'єктами». На наш погляд такий підхід до визначення фінансової системи та фінансового сектору є трансформаційним оскільки враховує напрацювання класичної вітчизняної фінансової теорії, коли фінансова система визначається як сукупність сфер та ланок та вписує фінансову систему у фінансовий ринок, на відміну від даного підходу. Виокремлення фінансового сектору узгоджується з інституційним підходом та відповідає Класифікатору інституційних секторів економіки [60]. Опіраючись на вище викладене можна представити схематично алгоритм виокремлення фінансового та нефінансового (реального) сектору економіки (рис. 1.13). 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 [183] 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).

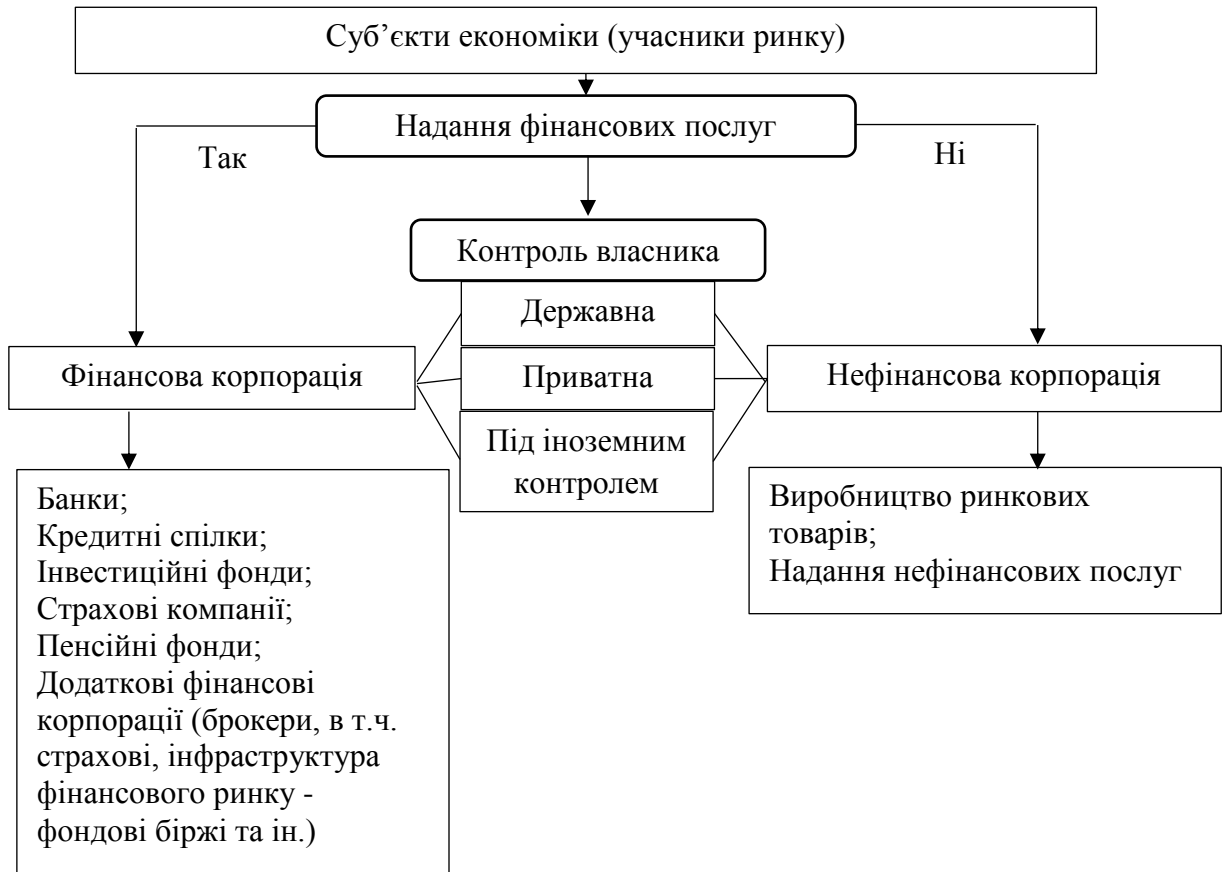


Рисунок 1.13 – Виокремлення фінансового та нефінансового сектору економіки

Джерело: складено автором на основі [60].

Н. Юрків в своїй статті [164] 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) [167].

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» [132], а також в роботі Корнеєва М.В. «Методологічні

засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України» [69]. Ми погоджуємось з визначенням фінансового сектору, що пропонується Семеном 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» [132]. 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 [68], 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).



Рисунок 1.14 – 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)» [122]

Тобто, до прийняття вище зазначеного Закону, в Законі України «Про акціонерні товариства» [121] 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 [122] «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.

Компанії, які провадять діяльність із розкриття інформації, повинні будуть мати узгоджені з НКЦПФР внутрішні правила та відповідні технічні засоби, що забезпечують оприлюднення такої інформації в режимі, максимально технічно наближеному до реального часу. Регульована інформація має бути безкоштовно доступною для будь-яких юридичних та фізичних осіб не пізніше ніж через 15 хвилин після її оприлюднення. Всі вимоги щодо обсягів розкриття інформації вступають в силу 1 січня 2018 року,

а вимоги щодо способів розкриття інформації, як і діяльність інформаційних агентів з розкриття інформації – з 1 січня 2019 року.

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» [172].

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.

Так доречним є визначення в даному контексті політики управління структурою капіталу підприємства, яке наводять автори Б.І. Сюркало, І.М. Боярко та І.О. Школьник «це забезпечення такого поєднання власного і позикового капіталу, яке оптимізує рівень фінансових ризиків згідно з обраними критеріями управління прибутком підприємства» [151]. Крім того наводиться також поняття оптимальної структури капіталу, як таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість. Але на наш погляд такий підхід може суттєво нарощувати і фінансовий ризик діяльності підприємства, а отже формувати фінансову небезпеку для підприємства.

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 [44, 67, 77, 135, 141], ефект фінансового левериджу визначається за наступною формулою

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

де ЕФВ – ефект фінансового важеля, %;

Спп – 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 левериджу, метод мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємства, метод ЕВІТ/ЕРС (співвідношення прибутку від

операційної діяльності до прибутку на акцію) та його взаємозв'язок з фінансовим левериджем, який розглядається як співвідношення приросту прибутку на акцію до приросту операційного прибутку підприємства, а також метод загального левериджу (через мультиплікативний ефект взаємодії операційного та фінансового левериджу).

Стосовно впливу фінансового сектору на стан ФБП, варто виокремити базові показники, які матимуть вплив як на формування фінансового левериджу, так і на формування вартості капіталу підприємства (рис. 1.15), 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.

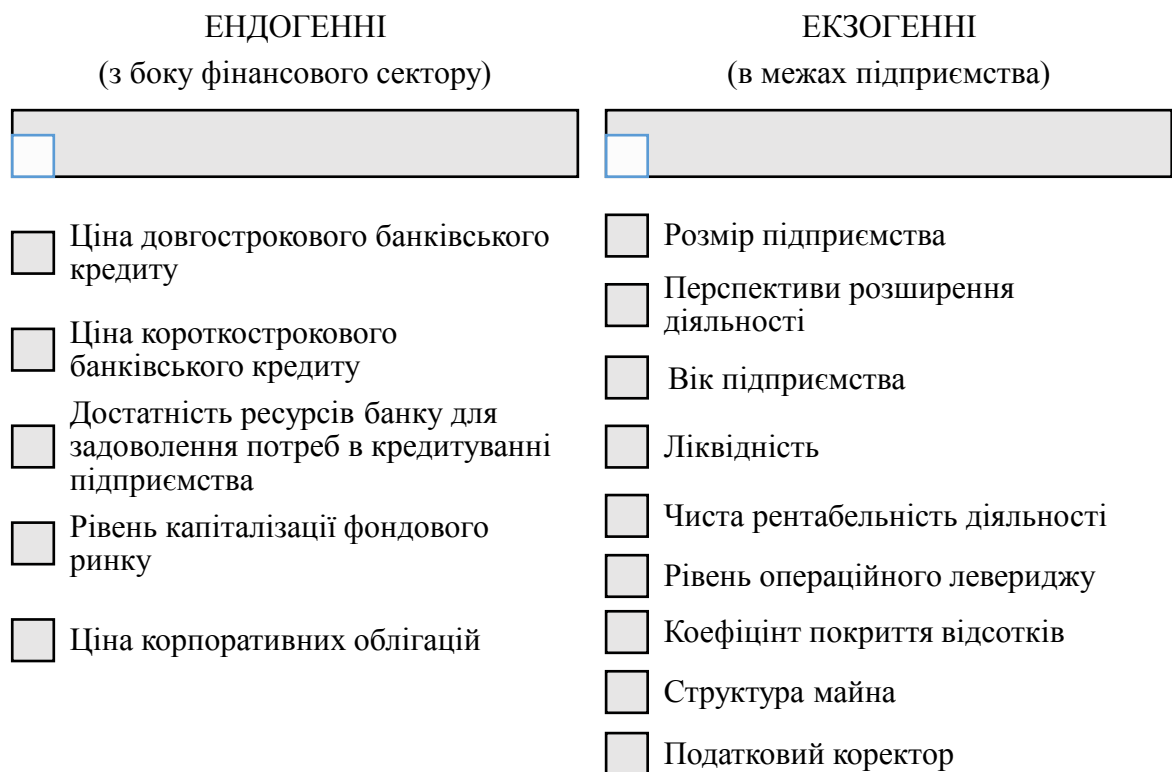


Рисунок 1.15 – Детермінанти фінансового левериджу підприємства

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.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором в роботах [85, 88, 89, 90, 92, 93, 94, 96, 160].

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.

В цілому, якщо розглядати стан фінансового сектору економіки України, то його можна визнати банкоцентричним. На сучасному етапі розвитку світової фінансової системи традиційно визначають дві моделі –

банкоцентричну (bank-based model) та ринковоорієнтовану (market-based model).

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 напряду 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 [184].

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 [187].

Наразі в Україні ключову роль серед фінансових посередників відіграють банківські установи. Банкоцентричність фінансового сектору підтверджується даними, наведеними на рисунку 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 2007 по 2017 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 2009 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 2014 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 2012 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 рисунку 2.2 подано динаміку показників частки активів банків та небанківських фінансових установ у ВВП країни. Як видно з даних рисунку 2.2 частка активів фінансових посередників у ВВП країни починаючи з 2014 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.

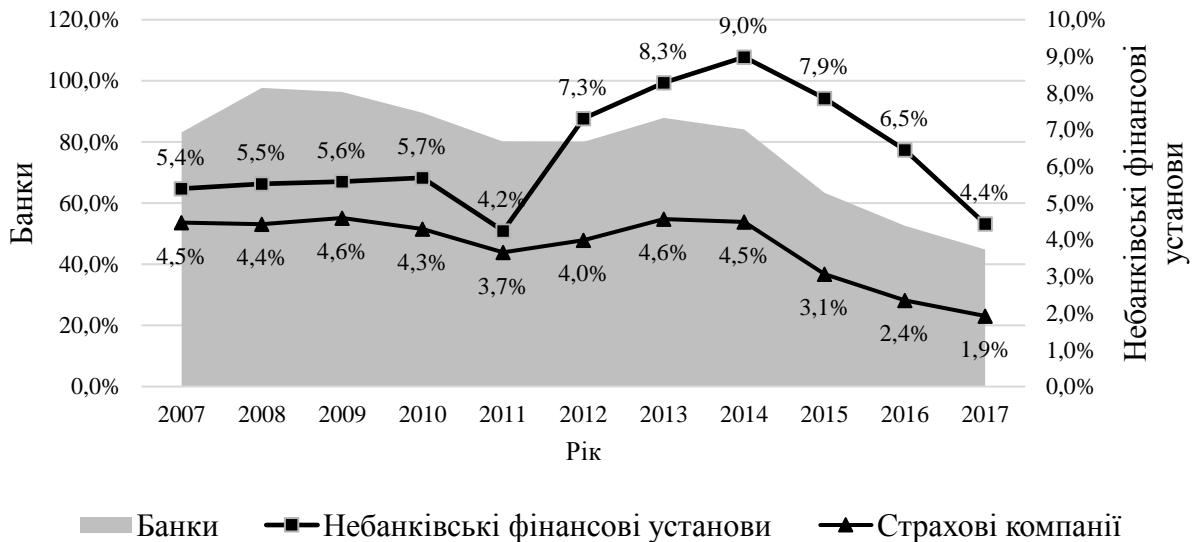


Рисунок 2.2 – Динаміка питомої ваги активів фінансових посередників у валовому внутрішньому продукті, %

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 фондовий сектори. Тому для більш об'єктивного дослідження варто проаналізувати стан фондового сектору, особливо враховуючи те, що останній є альтернативою з точки зору формування капіталу суб'єктів господарювання реального сектору економіки.

Необхідно зазначити, що фондовий 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 фондовою біржою), який проводить рейтингування країн за рівнем розвитку фондових ринків починаючи з 1985 року та охоплює ринки 47 країн і включає близько 7400 цінних паперів, фондовий ринок України в 2008 – 2012 році розглядався як ринок, який є претендентом на включення до граничних (Frontier) ринків. Після 2012 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 2008 року до 2014 року з 9% до 29 %, але в 2015 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 2016 року НКЦПФР було запроваджено нові вимоги щодо лістингу цінних паперів на фондових біржах [124] на основі змін, внесених до Положення про функціонування фондових бірж.

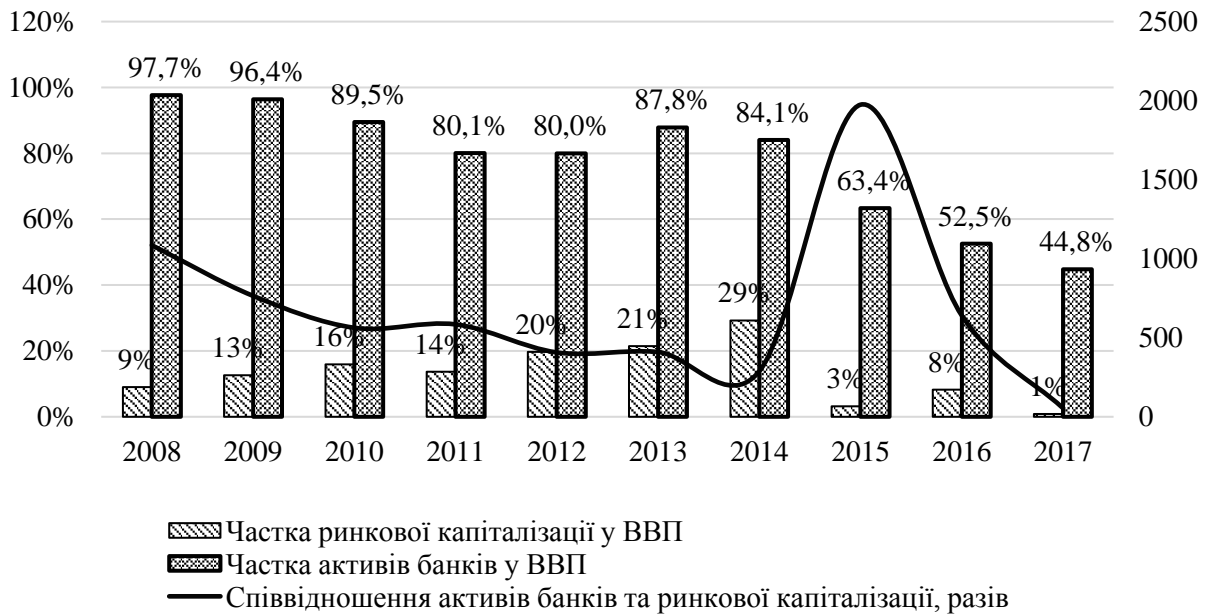


Рисунок 2.3 – Динаміка показників частки ринкової капіталізації та активів банків у валовому внутрішньому продукті та співвідношення активів банків та ринкової капіталізації.

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). 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.

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

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 (див. додаток Б).

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 2016 та 2017 роках жодна вітчизняна компанія не виставила свої акції в перший рівень лістингу, другий рівень лістингу був представлений лише із 8 (2016 р.) та 12 (2017 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).

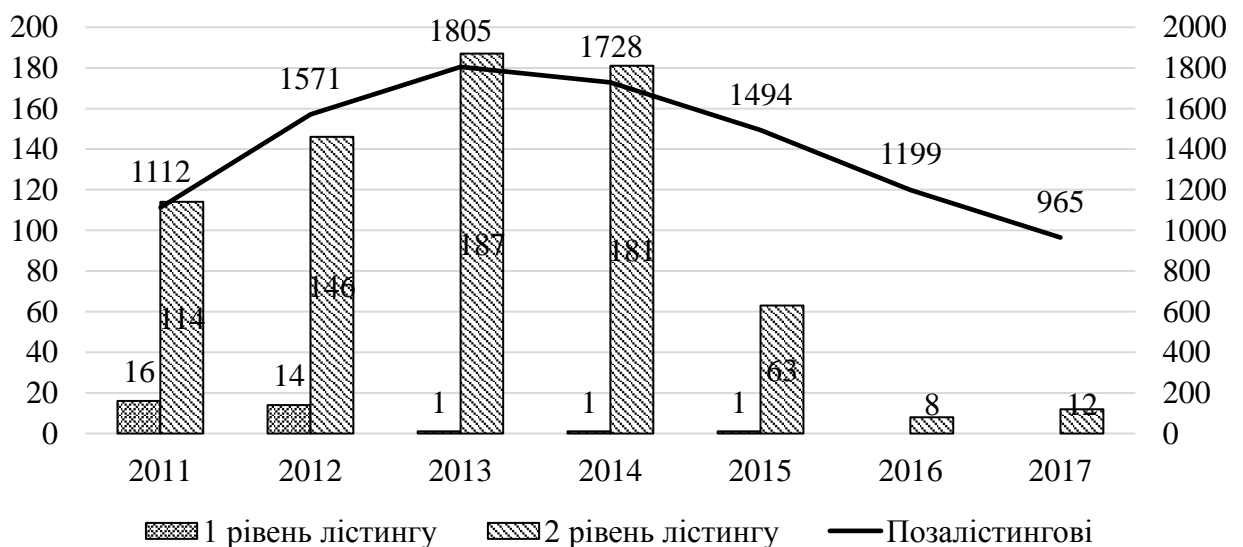


Рисунок 2.4 – Динаміка акцій компаній за рівнями лістингу

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Як видно з даних рисунку 2.4, заходи вжиті НКЦПФР були досить дієвими, оскільки кількість компаній на другому рівні в 2016 році порівняно з 2015 році скоротилась майже у 8 разів, при цьому значно зменшилась і

кількість акцій в позалістингових котируваннях – на 36 % в 2017 р. порівняно з 2015 р. Певною позитивною тенденцією можна вважати зростання у 2017 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 2007 року по 2017 рік можна зробити висновок, що ознаки банкоцентричності проявлялись і в розподілі емітентів акцій. Так за період з 2007 по 2014 роки, коли НКЦПФР визначало п'ять найбільших емітентів (див. додаток В) в переліку яких переважали банки як комерційні, так і державні.

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 2009 році за наслідками впливу світової фінансової кризи 2008 року, і в цьому ж році було здійснено докапіталізацію на суму 5,6 млрд. грн. та додатково в 2011 році – на суму 3,95 млрд. грн. Така ж ситуація склалась і відносно банку ПАТ АБ «Укргазбанк», який також було націоналізовано в 2009 році та відповідно його було докапіталізовано в 2011 році на 4,9 млрд. грн. і додатково в 2015 р. на суму 3,837 млрд. грн. Особливо необхідно відзначити ситуацію в 2016 р., коли в результаті націоналізації ПАТ КБ «Приватбанк» та з метою підтримки

Таблиця 2.2 – Перелік найбільших емітентів акцій за період 2015-2017

рр

Емітент	Млрд. грн.
2015 рік	
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-імпортний 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
2016 рік	
ПАТ КБ "Приватбанк"	146,238
ПАТ "Державний експортно-імпортний 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
2017 рік	
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
ПАТ «Банк Кредит-Дніпро»	1,199

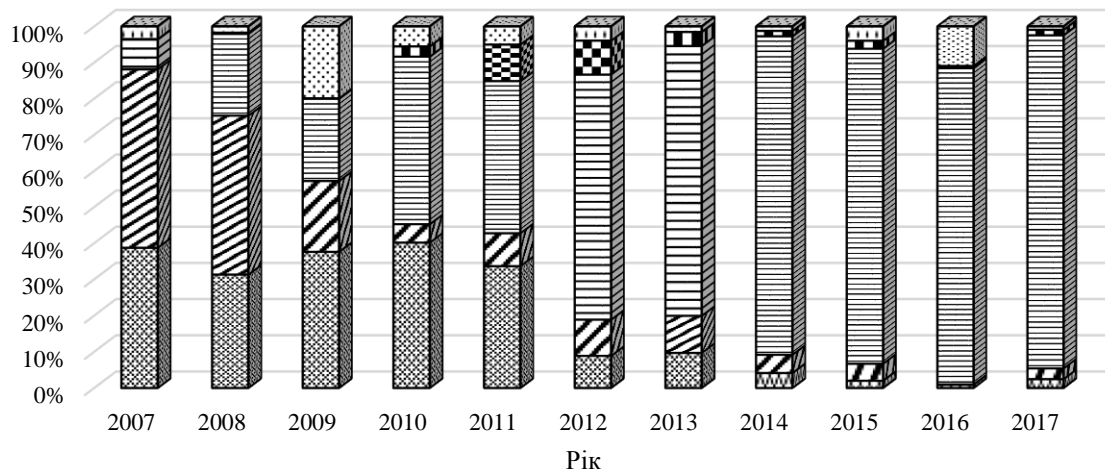
Джерело: Складено автором за даними НКЦПФР

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 2017 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 2017 р. – 91,53 %, 2016 році – 82,6 % а в 2015 – 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 2014 – 2016 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. Відповідно до даних, поданих на рисунку 2.3 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 2016 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.



▣ Акції ▣ Корпоративні облигації ▣ Державні облигації ▣ Деривативи ▣ Інші

Рисунок 2.5 – Структура торгів цінними паперами на фондовому ринку
Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Структура торгів демонструє поступове, починаючи з 2008 року нарощення сегменту державних облигацій, які до кінця 2016 року фактично витіснили всі інші операції з іншими видами цінних паперів. Частка державних облигацій в 2017 році становила 92,1 %, порівняно з 8,25 % у 2007 році. Якщо в 2007 році фондовий ринок обслуговував операції по емісії акцій та корпоративних облигацій, то в 2017 році фондовий ринок обслуговує по суті державний борг країни через операції з облигаціями внутрішньої державної позики. Тут варто зауважити, що основними учасниками торгів з облигаціями 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 облигацій 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 облигацій 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 рисунку 2.6 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 2012 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 2010-2013 років сума довгострокового кредитування перевищувала суми емітованих акцій, а починаючи з 2014 року, за винятком 2016 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.

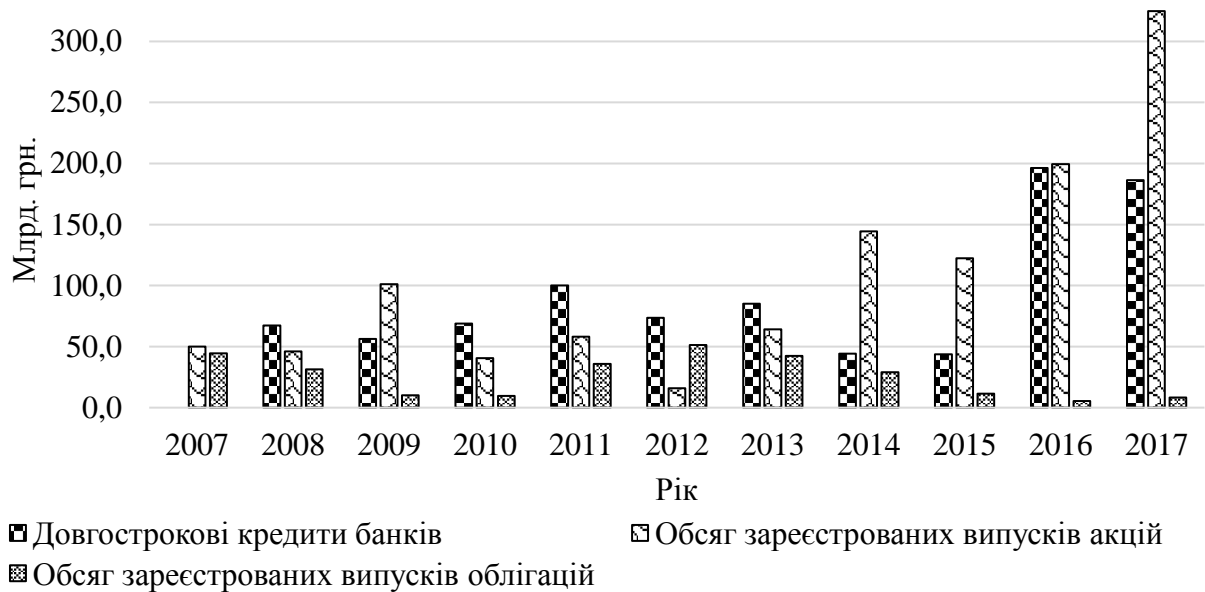


Рисунок 2.6 – Обсяги довгострокових джерел фінансування економіки України

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Необхідно також зазначити, що в 2016 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 2011 року мав стійку тенденцію до зменшення і склав 5,5 млрд грн в 2016 році, порівняно з близько 40 млрд в 2011 (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 рисунку 2.7. Як бачимо, найбільше емісію облігацій застосовували саме підприємства, страхові компанії до емісії облігацій

вдавались лише декілька разів, а саме у 2012 році та незначний обсяг було емітовано у 2014 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.

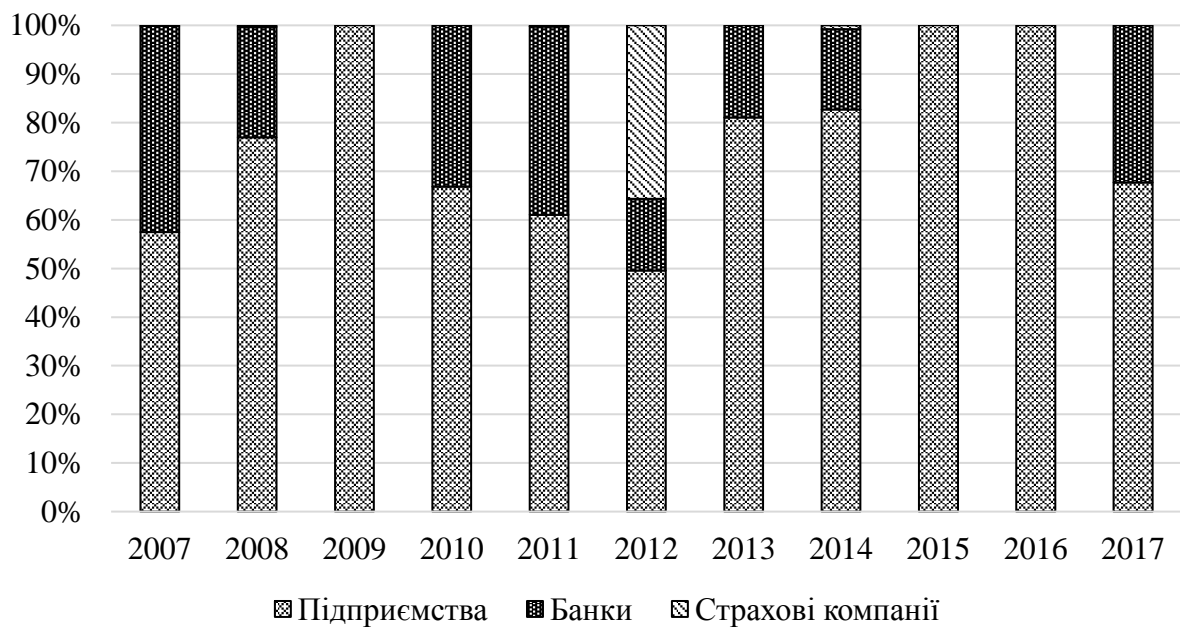


Рисунок 2.7 – Структура емісії облігацій підприємств за основними групами емітентів

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 2015 році

найбільшими емітентами облігацій стали підприємства сільського господарства. Обсяг емітованих ними облігацій становив більше 80% від загальної суми емісії. Натомість у 2016 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. 2.8). За весь аналізований період сумарний показник не перевищував 18 % ВВП в 2017 році.

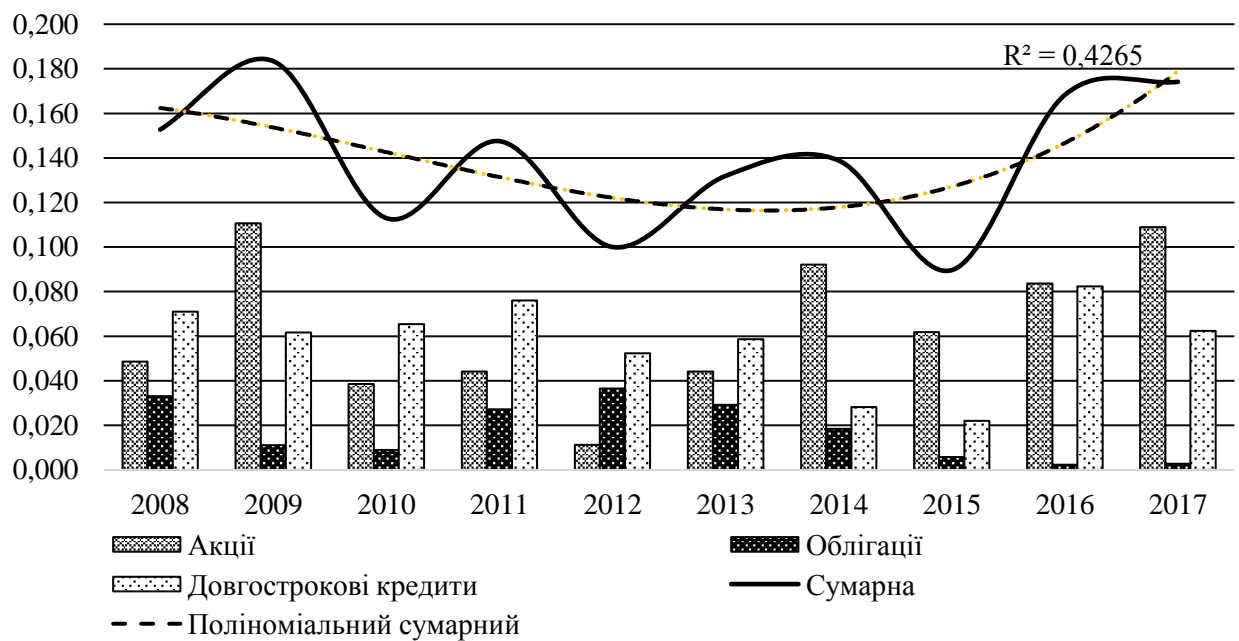


Рисунок 2.8 – Частка довгострокових джерел фінансування економіки у валовому внутрішньому продукті

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 приводе 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 2008 по 2013 рік були досить рівномірні, але починаючи з 2014 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.

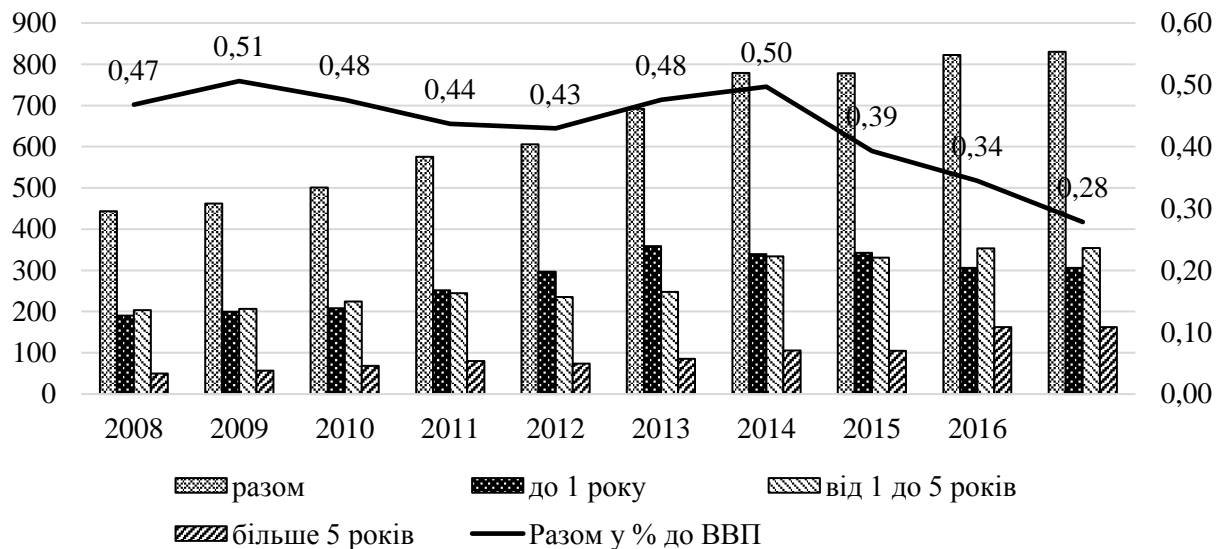


Рисунок 2.9 – Динаміка кредитів, наданих суб'єктам реального сектору економіки

Джерело: складено автором за даними НБУ

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
2007*	13,9	13,9	0,5	0,69	0,05					
2008*	17,9	17,2	11,4	3,38	0,19					
2009*	21,3	19,8	27,4	5,23	0,25					
2010	11,8	11,7	3,1	1,75	0,15	17	17,1	6,6	2,57	0,15
2011	14,2	13,3	11,0	3,31	0,23	15,8	15,9	3,3	1,80	0,11
2012	17,5	16,7	15,7	3,96	0,23	17,7	17,9	4,6	2,14	0,12
2013	13,8	13,5	3,4	1,84	0,13	18,0	18,1	3,8	1,95	0,11
2014	16,2	15,9	4,2	2,05	0,13	17,9	17,9	6,2	2,49	0,14
2015	20,8	20,7	6,1	2,47	0,12	21,4	22,1	9,6	3,1	0,14
2016	17,5	17,7	5,0	2,25	0,13	20,4	21,9	16,1	4,02	0,20
2017	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 %.

Для більшої наочності, а також можливості визначити загальну тенденцію з побудовою трендів, представим значення на рисунку 2.10.

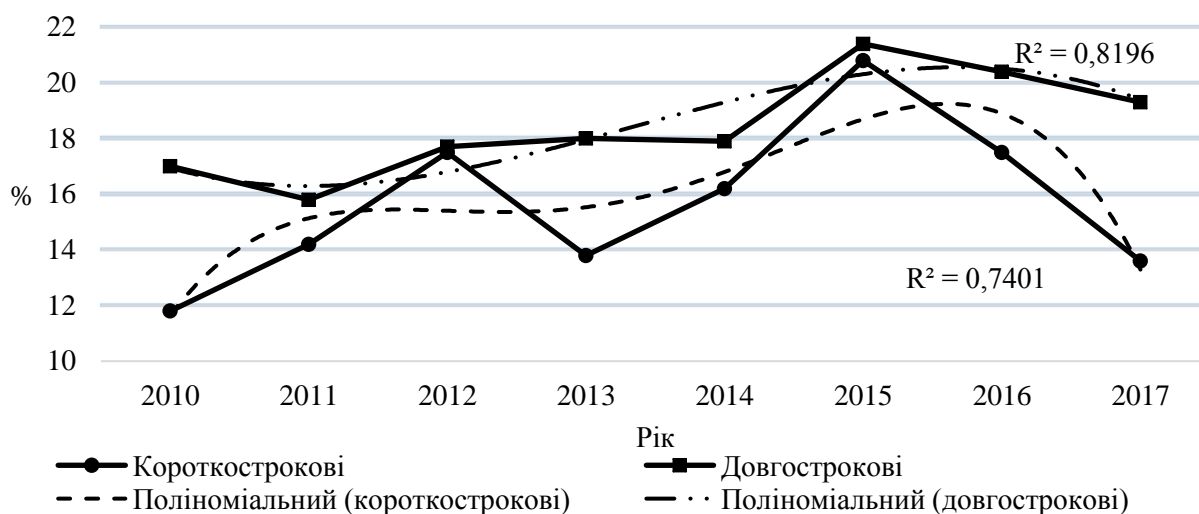


Рисунок 2.10 – Динаміка ставки відсотка за кредитами суб'єктів господарювання реального сектора економіки

Джерело: складено автором за даними НБУ

Відповідно 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

свої 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. [29]. 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» [29].

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 2010 по 2017 рік його частка становить 4 %. При цьому негативною є тенденція щодо зменшення частки фінансової та страхової діяльності з 6 % у 2010 до 3 % у 2016. Така ситуація є наслідком як світової фінансової кризи 2008 року так і кризових явищ в політиці та економіці України.

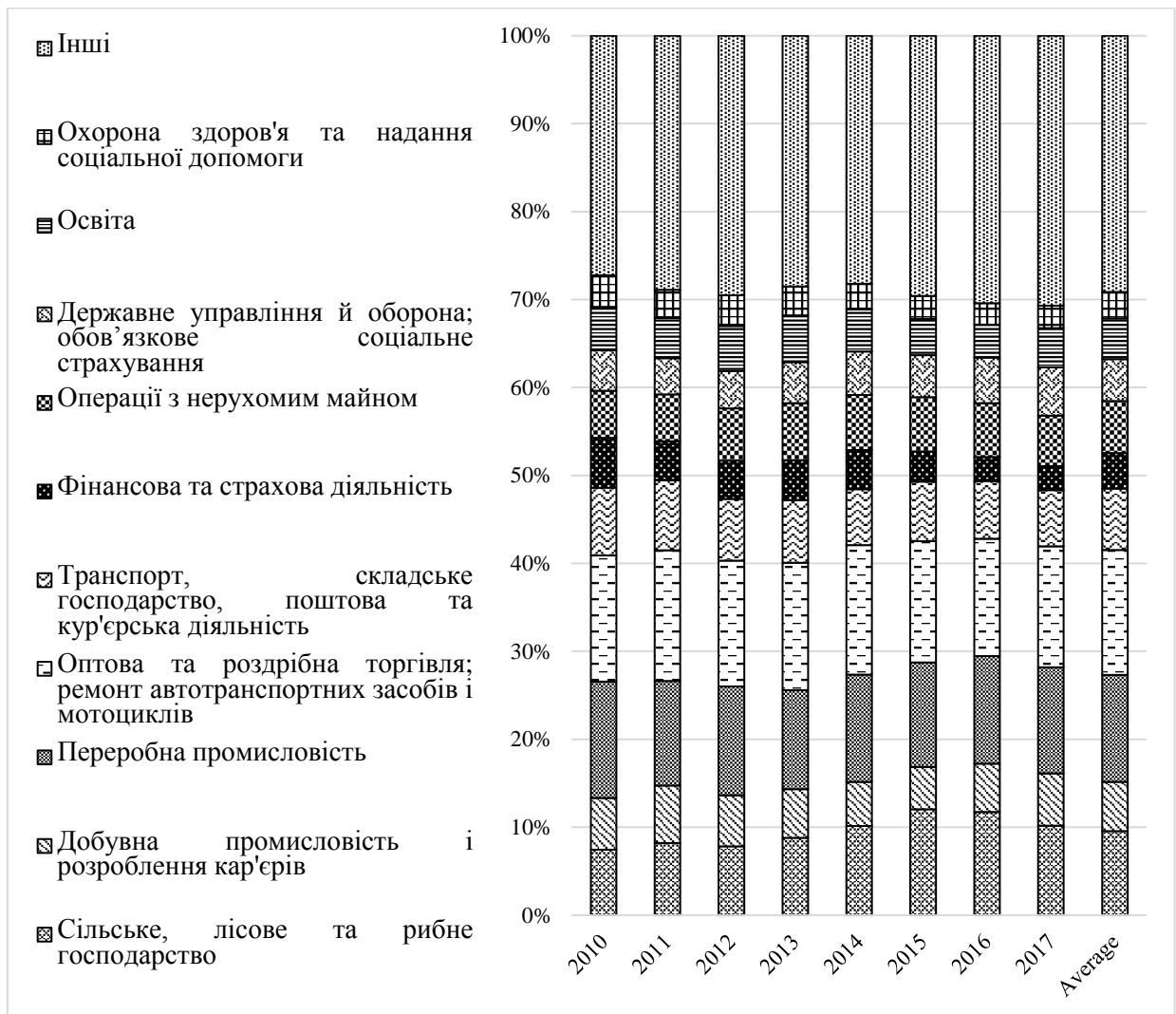


Рисунок 2.11 – Структура валового внутрішнього продукту України у фактичних цінах (виробничий метод)

Джерело: складено автором за даними Держстату

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 2010 році частка становила 58 %, а в 2011 – 59 %, а потім 2012 – 2014 роках частка дещо зменшилась до 56 %, за останні два роки частка повернулась до значення 2011 року. В структурі ВВП країни, як і в структурі матеріального виробництва поступово зростає частка сільського господарства – з 7 % в 2010 до 12 % в 2016 році та 10 % в 2017 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 2010 по 2017 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 2008 по 2017 рік частка активів скоротилась майже в два рази, якщо в 2008 р. значення становило 4,66 % то вже в 2017 – 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 2017 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.

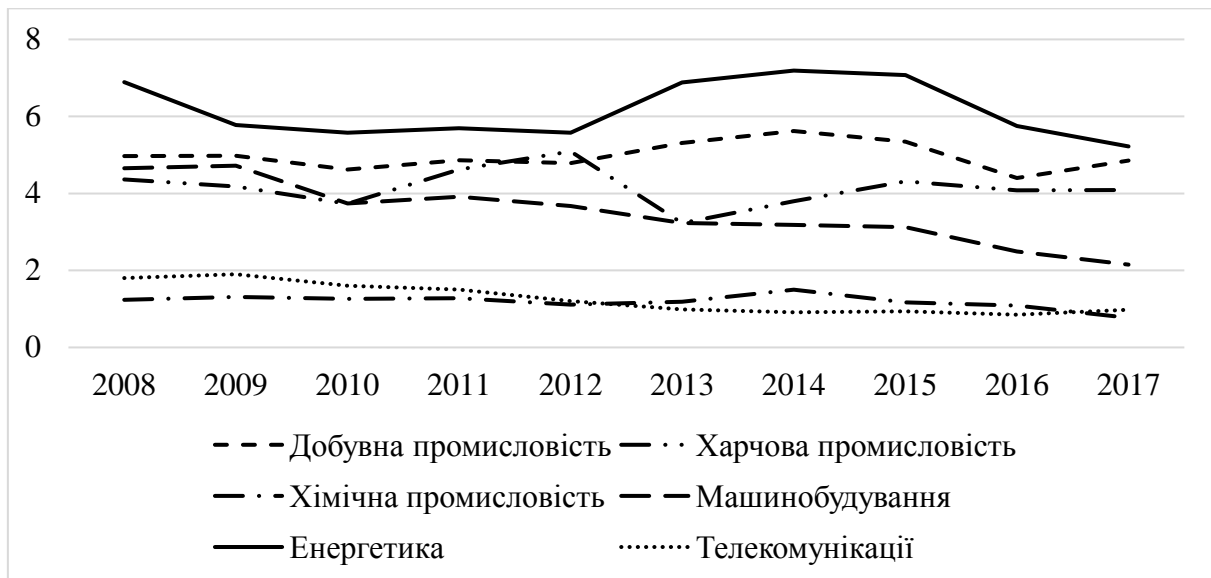


Рисунок 2.12 – Динаміка показника частка активів окремих ВЕД в сумарних активах економіки України

Джерело: складено автором за даними Держстату

Негативна тенденція аналізованого показника спостерігається також і по підприємствам в сфері телекомунікації, їх частка скоротилась з 1,8 % у 2008 до 0,98 – в 2017 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 2017 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 знаходиться 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. Підтвердженням вище наведеним висновкам є побудова трендів поведінки

показників частки активів, як видно з рисунку 2.13. Стійка тенденція щодо скорочення обсягів активів є очевидною по машинобудуванню та телекомунікаціях.

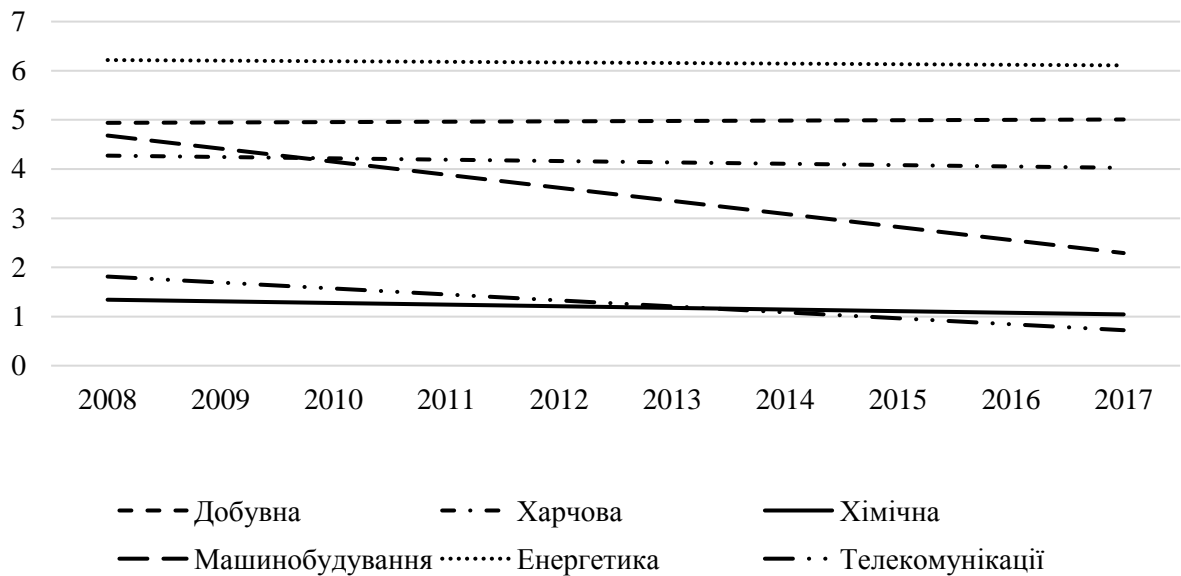


Рисунок 2.13 – Лінійні тренди показників частки активів окремих ВЕД в сумарних активах економіки України

Джерело: складено автором

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.

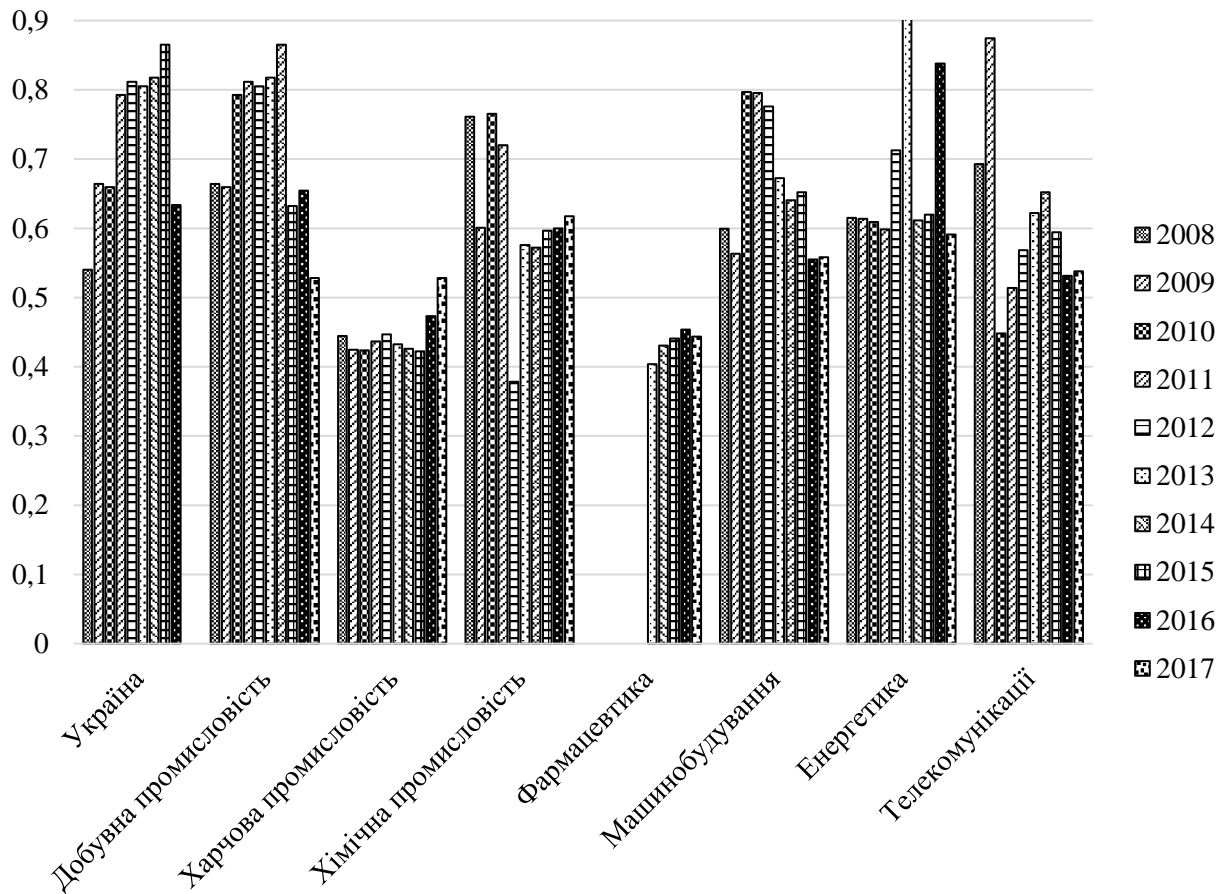


Рисунок 2.14 – Динаміка показника коефіцієнт зносу за обраними ВЕД
Джерело: складено автором

Для кожного ВЕД, в тому числі і для тих, які більш детально аналізуються в роботі вихідні умови використання основних засобів є різними. Результати проведених розрахунків зазначеного показника подані на рисунку 2.14 та дозволяють зробити цілий ряд висновків, зокрема таких. Ситуація з виробничими потужностями в цілому по економіці є складною, оскільки до 2014 року коефіцієнт зносу мав стійку тенденцію до зростання та в 2014 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.

Варто підкреслити, що виходячи з проведених розрахунків, результати яких подано на рисунку 2.15, в Україні наразі формується тенденція до підвищення показників мобільності, а отже в балансах підприємств переважають оборотні активи.

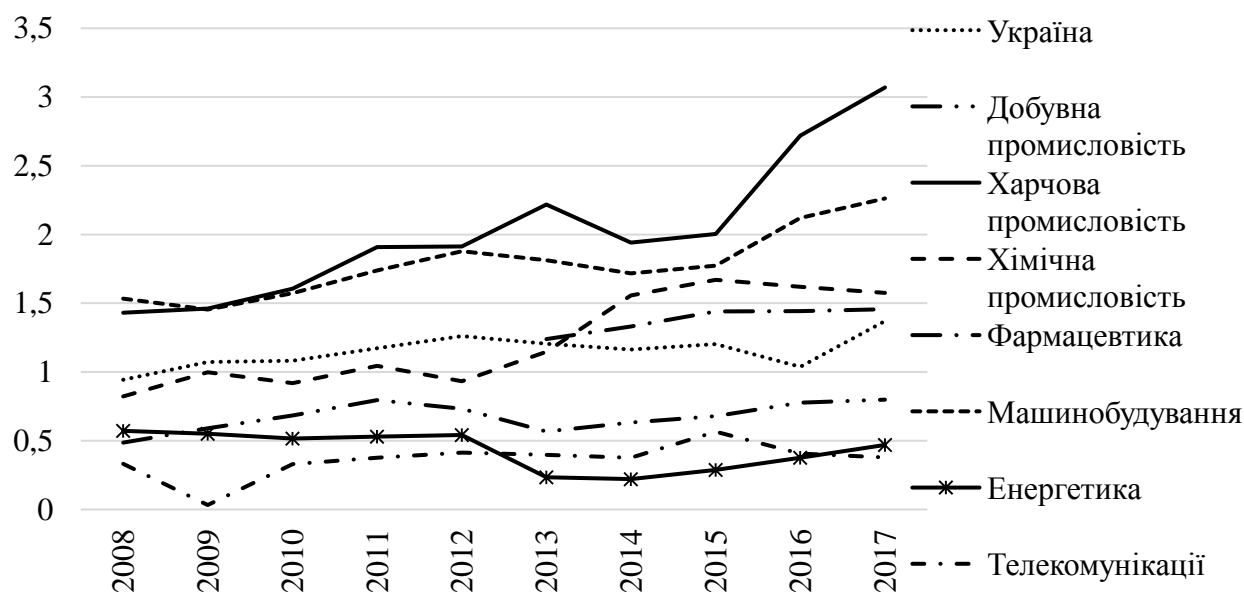


Рисунок 2.15 – Динаміка показника мобільності балансу в розрізі обраних ВЕД реального сектору

Джерело: складено автором

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	Фармацев тика	Машинобу дування	Енергетика	Телеко мунікації
2008	20,1	1,2	8,4	5,1		17,7	1,1	3,3
2009	19,6	0,8	8,7	6,7		17,3	1,9	0,3
2010	19,5	3,6	7,9	17,8		20,0	4,0	1,7
2011	18,1	3,9	8,0	12,6		20,6	3,4	1,8
2012	18,7	3,6	6,5	12,2		18,5	3,2	3,9
2013	16,2	3,0	8,9	7,7	19,7	13,1	1,1	1,3
2014	16,9	2,2	10,9	8,7	14,5	12,8	2,4	2,1
2015	17,3	10,0	17,5	10,7	13,9	13,8	1,1	1,7
2016	20,4	9,4	12,5	22,2	15,2	12,2	1,3	1,7
2017	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 2008 року до 2013 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 2008 – 2017 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. Таким чином, виходячи з рисунку 2.16 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.

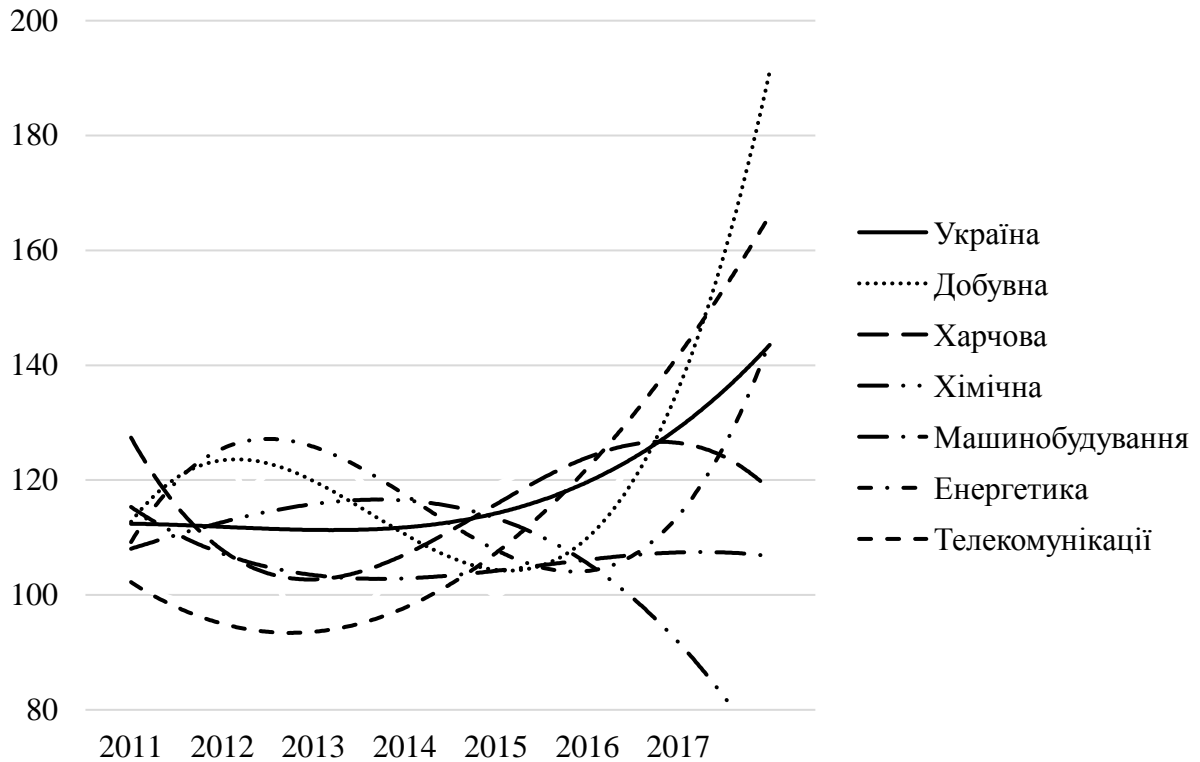


Рисунок 2.16 – Поліноміальні тренди темпів зростання (зниження) активів підприємств в обраних ВЕД реального сектору

Джерело: складено автором

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 підходах щодо фінансування поточних активів здійснюється фінансування та в більшості випадків відбувається мінімізація залучення позикових коштів, оскільки їх вартість є досить високою. Як свідчить рисунок 2.17 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.

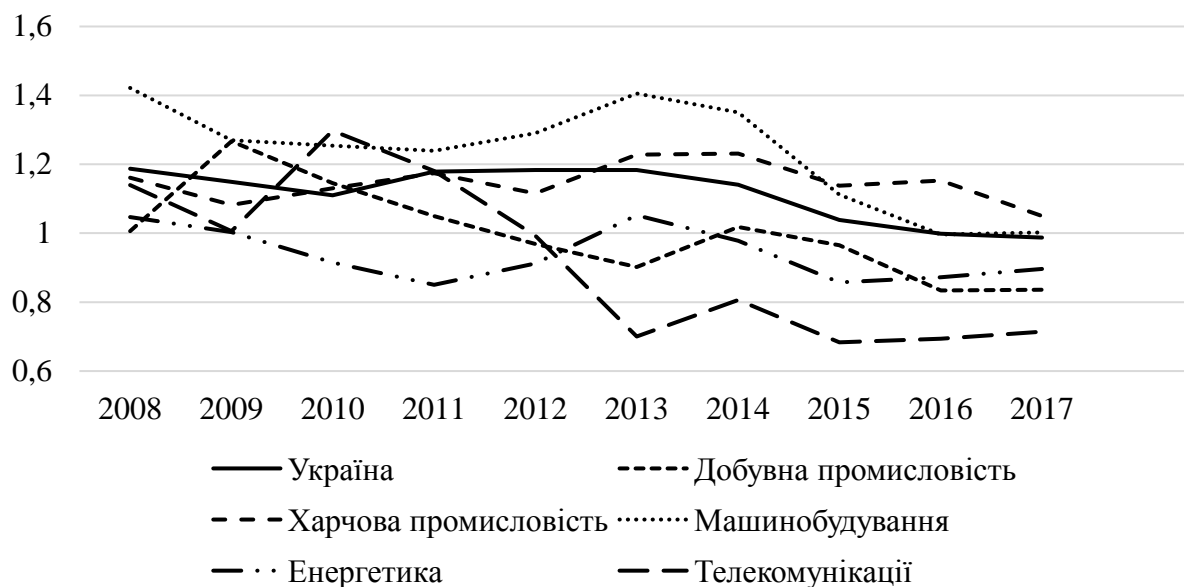


Рисунок 2.17 – Динаміка коефіцієнта покриття в розрізі ВЕД

Джерело: складено автором

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.

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.

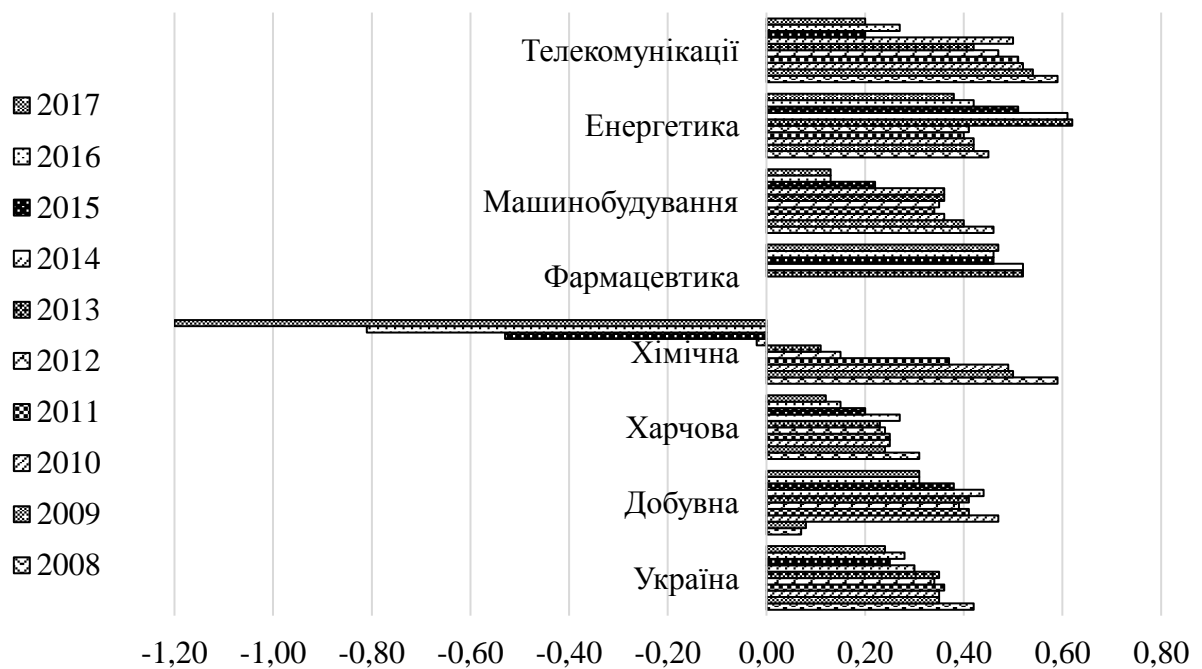


Рисунок 2.18 – Динаміка коефіцієнта автономії в розрізі аналізованих ВЕД

Джерело: складено автором

Результати проведених розрахунків, що подані на рисунку 2.18 засвідчують, що в цілому по економіці країни відбувається поступове скорочення фінансової незалежності, так якщо в 2008 році коефіцієнт автономії становив 0,42, тобто в 1 грн капіталу 0,42 коп. було власного капіталу, а інший залучений, то в 2017 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 2013 року в розрізі даного ВЕД отримано такі суттєві розміри непокритих збитків, які перекрыли 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 іншим 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.

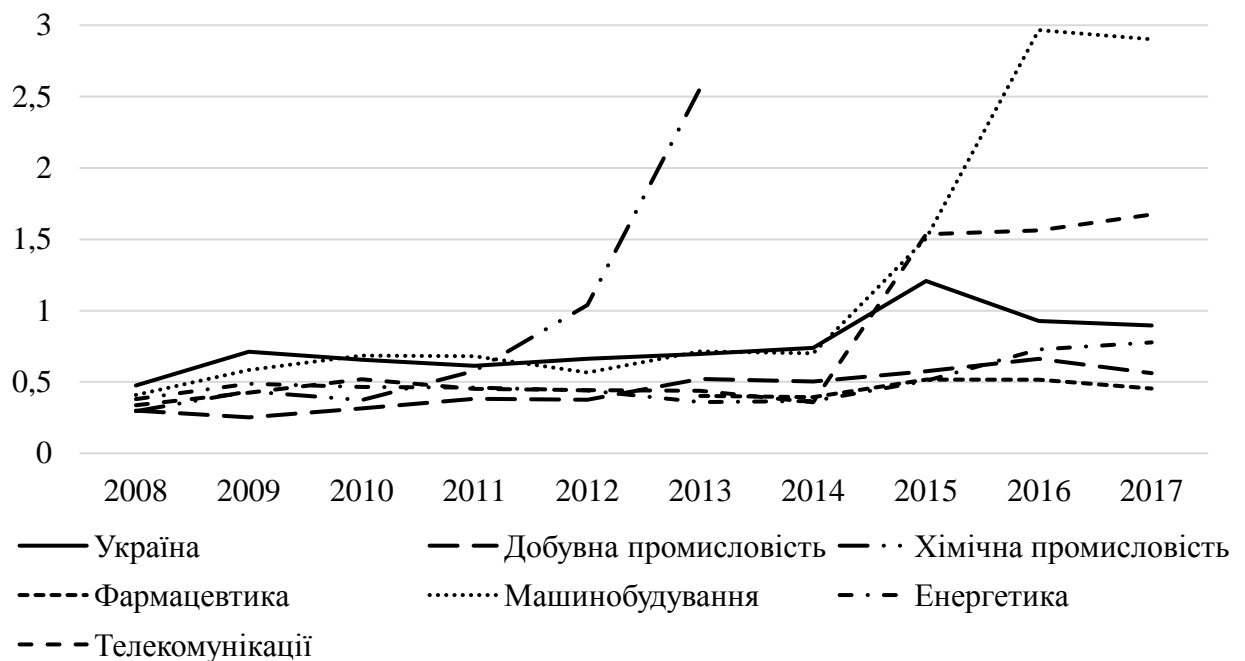


Рисунок 2.19 – Динаміка коефіцієнту фінансового левериджу в розрізі обраних ВЕД

Джерело: складено автором

Отже, як видно з даних, поданих на рисунку 2.19, коефіцієнт фінансового левериджу суттєво змінюється в таких ВЕД як машинобудування та телекомунікації, при чому різке зростання відбувається після 2013 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 2013 по 2017 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 порівнюють 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 перекосу 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, яка продемонстрована в таблиці 2.5 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.

Таблиця 2.5 – Динаміка значення коефіцієнта короткострокової заборгованості

Рік	Україна	Добувна промисловість	Харчова промисловість	Хімічна промисловість	Фармацевтика	Машинобудування	Енергетика	Телекомунікації
2008	↓ 0,68	↓ 0,04	↓ 1,01	↑ 0,41		↓ 0,74	↔ 0,53	↓ 0,28
2009	↓ 0,81	↓ 0,05	↓ 1,18	↑ 0,63		↓ 0,86	↔ 0,55	↓ 0,32
2010	↔ 0,87	↔ 0,54	↓ 1,17	↑ 0,64		↓ 0,94	↔ 0,58	↓ 0,23
2011	↔ 0,83	↔ 0,72	↓ 1,23	↑ 1,00		↓ 1,04	↑ 0,67	↓ 0,30
2012	↔ 0,88	↔ 0,76	↓ 1,38	↑ 1,63		↓ 1,01	↑ 0,61	↔ 0,41
2013	↔ 0,86	↔ 0,67	↓ 1,28	↑ 1,90	↔ 0,52	↓ 0,85	↓ 0,22	↔ 0,68
2014	↔ 0,89	↔ 0,62	↓ 1,15	↑ 2,75	↓ 0,43	↓ 0,88	↓ 0,23	↔ 0,51
2015	↔ 1,11	↔ 0,72	↔ 1,41	↓ -28,60	↔ 0,54	↔ 1,35	↔ 0,35	↑ 1,06
2016	↔ 1,04	↑ 1,10	↔ 1,73	↔ -8,62	↑ 0,61	↑ 2,14	↔ 0,46	↔ 0,70
2017	↑ 1,41	↑ 1,13	↑ 2,55	↔ -3,77	↑ 0,56	↑ 2,25	↔ 0,55	↔ 0,42

Джерело: складено автором

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.

Дані, наведені на рисунку 2.20 свідчать про те, що в цілому по економіці операційна діяльність була рентабельною протягом всього періоду за виключенням 2015 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 2012 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 2014 року (-143 млн грн), яке наростаючим підсумком до 2017 збільшилось до 91630 млн грн. Фактично це означає, що окремі підприємства, як і сам ВЕД банкрутує, в цілому в розрізі даного ВЕД сформовані такі непокріті 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.

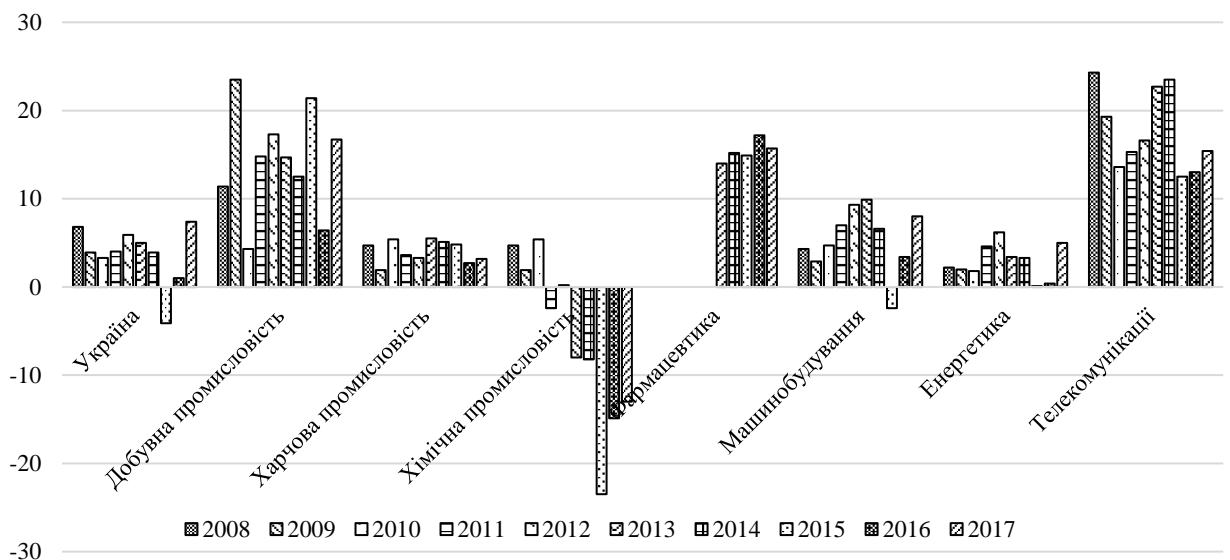


Рисунок 2.20 – Динаміка рентабельності/збитковості операційної діяльності

Джерело: складено автором

Не менше занепокоєння викликає машинобудування, оскільки, не зважаючи на те, що лише в 2015 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, наведені на рисунку 2.21, засвідчують, що жоден із аналізованих ВЕД не має стійкої позитивної тенденції у формуванні чистого прибутку, особливо в 2015 та 2016 роках, коли були сформовані чисті збитки.

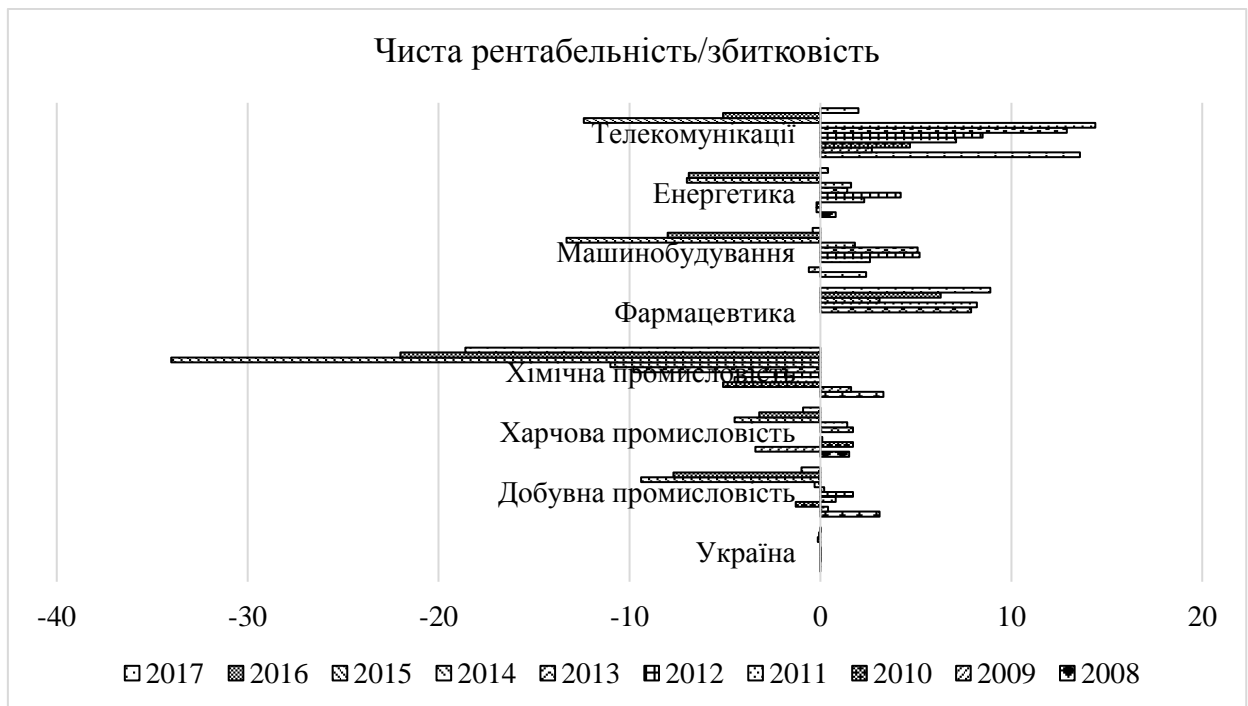


Рисунок 2.21 – Динаміка чистої рентабельності/збитковості діяльності

Джерело: складено автором

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 того, щоб визначити детермінанти, що впливають на формування структури капіталу підприємства було побудовано кореляційні матриці для всіх ВЕД (додаток Г). 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 [95, 96, 3].

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'ясується, 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 відрізнитись 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 [120]. 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 [99].

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 2008 по 2017 роки. Означений період дозволить більш повно проаналізувати динаміку ФБП, враховуючи частково докризовий (до 2008 року) період, період власне кризи (2008 та наростаючим підсумком 2009 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 2014 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.

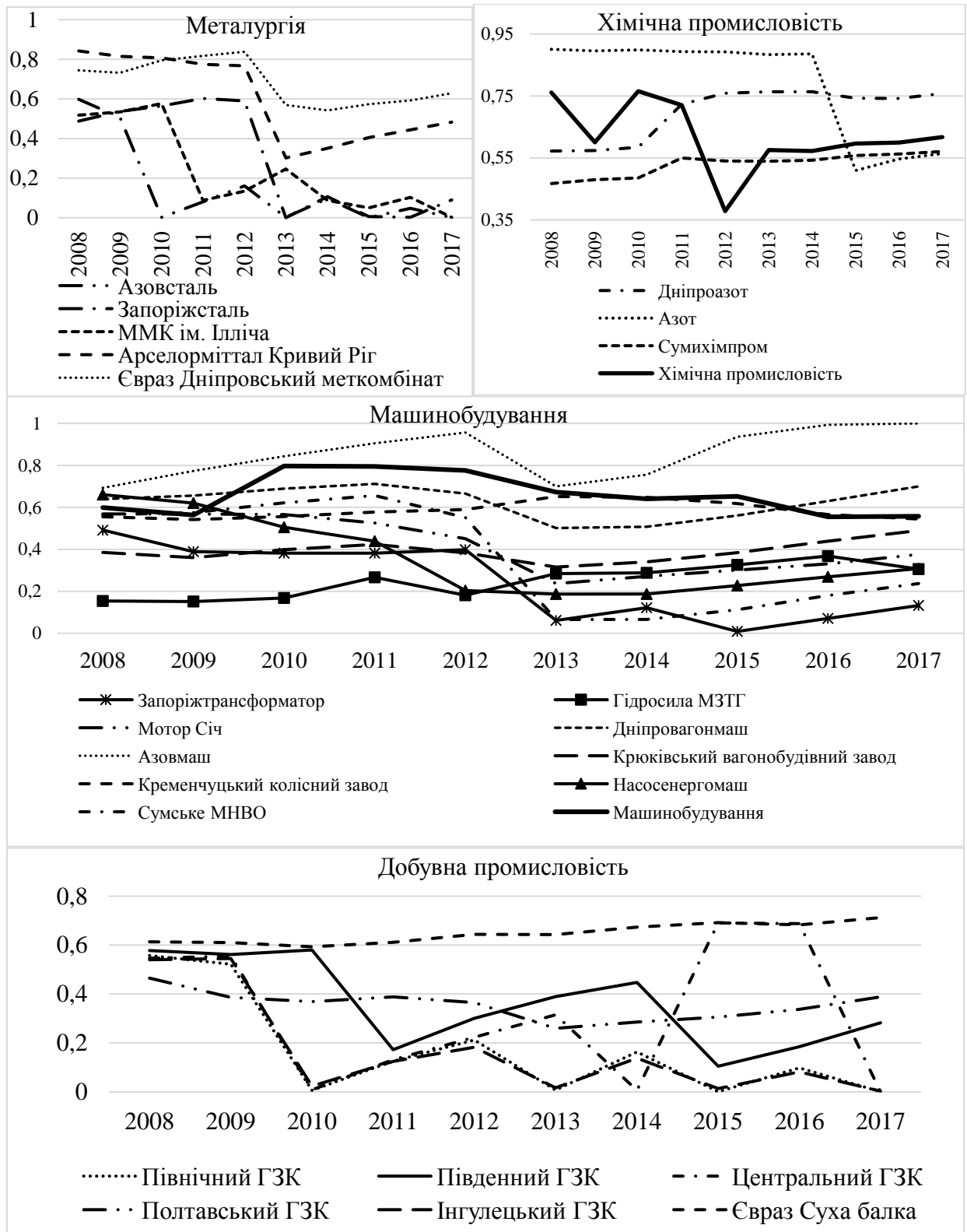


Рисунок 2.22 Динаміка коефіцієнта зносу аналізованих підприємств

Джерело: складено автором

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, (див. додаток Д) 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 2017 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 зростав, 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 2015 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.

Використовуючи міні-діаграми ми наочно представили стан забезпечення фінансової стійкості на досліджуваних підприємствах (табл. 2.6). 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 2015 – 2017 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 2017 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 2014 до 2016 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 2013 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 2012 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 (табл. 2.7).

Як видно з даних таблиці 2.7 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 додаткової емісії акцій як для акціонерних товариств або ж внески засновників для інших організаційно-правових форм.

Таблиця 2.7 – Динаміка коефіцієнта автономії досліджуваних підприємств

Галузь	Підприємство	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Машинобудування	Запоріжтрансформатор	0,25	0,22	0,41	0,14	0,28	0,25	0,10	0,47	-1,18	-1,30
	Гідросила МЗТГ	0,71	0,64	0,82	0,80	0,69	0,76	0,77	0,84	0,86	0,57
	Мотор Січ	0,62	0,51	0,60	0,62	0,62	0,67	0,70	0,65	0,69	0,65
	Дніпровагонмаш	0,66	0,41	0,26	0,46	0,53	0,77	0,92	0,95	1,01	0,92
	Азовмаш	0,76	0,71	0,74	0,64	0,57	0,96	0,94	0,95	0,91	0,90
	Крюківський вагонобудівний завод	0,81	0,78	0,77	0,73	0,71	0,72	0,64	0,73	0,68	0,59
	Кременчуцький колісний завод	0,71	0,68	0,78	0,80	0,74	0,72	0,64	0,66	0,58	0,57
	Насосенергомаш	0,53	0,45	0,45	0,16	0,26	0,45	0,52	0,53	0,66	0,72
Сумське МНВО	0,45	0,23	0,30	0,56	0,58	0,28	0,28	-0,06	-0,35	-0,50	
Хімічна	Дніпроазот	0,69	0,58	0,32	0,18	0,24	0,31	0,37	0,18	0,30	0,24
	Азот	0,69	0,56	0,55	0,37	0,26	0,04	-0,20	-2,78	-4,05	-4,66
	Суміхімпром	0,51	0,18	-0,14	-0,29	-0,21	-0,31	-0,53	-0,57	-0,57	-0,42
Металургія	Азовсталь	0,73	0,52	0,49	0,42	0,53	0,53	0,49	0,53	0,52	0,49
	Запоріжсталь	0,86	0,58	0,62	0,59	0,53	0,46	0,43	0,46	0,53	
	ММК ім. Ілліча	0,84	0,88	0,88	0,83	0,63	0,51	0,50	0,88	0,53	0,49
	Арселорміттал Кривий Ріг	0,84	0,79	0,77	0,64	0,66	0,78	0,77	0,76	0,74	0,74
	Дніпровський меткомбінат	0,17	0,04	0,38	0,27	0,22	-0,26	-0,45	-1,32	-1,54	-0,77
Добування	Північний ГЗК	0,59	0,67	0,63	0,46	0,63	0,53	0,73	0,72	0,64	0,79
	Південний ГЗК	0,55	0,70	0,65	0,75	0,87	0,92	0,95	0,92	0,94	0,95
	Центральний ГЗК	0,57	0,71	0,77	0,58	0,59	0,46	0,86	0,84	0,84	0,47
	Полтавський ГЗК	0,62	0,67	0,68	0,63	0,67	0,58	0,49	0,28	-0,04	-0,04
	Інгuleцький ГЗК	0,72	0,74	0,71	0,55	0,47	0,55	0,71	0,38	0,26	0,22
	Євраз Суха балка	0,74	0,93	0,84	0,86	0,88	0,75	0,77	0,79	0,43	0,51
Харчова	Світоч	0,78	0,92	0,93	0,90	0,80	0,80	0,79	0,70	0,63	0,71
	Полтавакондитер	0,74	0,78	0,81	0,75	0,75	0,79	0,83	0,83	0,58	0,87
	Харківська бісквітна фабрика	0,77	0,78		0,81	0,86	0,85	0,94	0,93	0,89	0,92
	Одесакокондитер	0,80	0,76		0,70	0,74	0,75	0,65	0,56	0,49	0,26
	АВК	0,61	0,70		0,63	0,68	0,64	0,79	0,55	0,42	0,36
	Ласощі	0,51	0,68	0,61	0,60	0,55	0,34	0,19	-0,10	0,02	0,15
	Житомирський маслозавод	0,64	0,64	0,69	0,55	0,65	0,72	0,82	0,79	0,83	0,76
	Вінтер	0,73	0,72	0,65	0,69	0,68	0,68	0,69	0,77	0,53	0,38
	Геркулес	0,03	0,02		0,01	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
	Монделіс Україна	0,57	0,62		0,55	0,50	0,59	0,57	0,52	0,53	0,56
Конті	0,19	0,19	0,31	0,38	0,37	0,42	0,36	0,36	0,47	0,39	
Телекомунікації	Укртелеком	0,69	0,59	0,58	0,62	0,60	0,57	0,63	0,58	0,69	0,71
	Київстар	0,69	0,69		0,85	0,84	0,84	0,80	0,63	0,62	0,71
	МТС Україна	0,78	0,79		0,84	0,78	0,77	0,81	0,58	0,63	0,66
Фармацевтика	НВЦ Борщагівський хіміко-фармак	0,78	0,82	0,81	0,75	0,75	0,78	0,81	0,77	0,74	0,82
	Фармацевтична фірма "Дарниця"	0,64	0,43	0,51	0,61	0,65	0,63	0,71	0,64	0,62	0,59
	Галичфарм	0,73	0,70		0,57	0,57	0,64	0,70	0,74	0,75	0,77
	Галичфарм	0,46	0,35	0,36	0,17	0,17	0,18	0,48	0,27	0,30	0,48
	Київмедпрепарат	0,43	0,34	0,44	0,42	0,39	0,40	0,50	0,55	0,48	0,46
	Київський вітамінний завод	0,57	0,57	0,48	0,34	0,27	0,52	0,31	0,32	0,69	0,78
Енергетика	Центрэнерго	0,50	0,43	0,41	0,43	0,43	0,46	0,50	0,46	0,36	0,61
	Вінницяобленерго	0,02	0,08	0,18	-0,02	0,07	0,23	0,54	0,52	0,62	0,62
	Тернопільобленерго	0,51	0,69	0,68	0,67	0,83	0,83	0,83	0,75	0,75	0,73
	Чернівецьобленерго	0,11	0,17	0,21	0,19	0,22	0,45	0,44	0,43	0,45	0,35
	Запоріжжяобленерго	0,13	-0,07	0,10	0,05	0,12	0,23	0,23	0,21	0,17	0,15
	Донецькобленерго	-0,59	-0,57	-0,56	-0,54	-0,60	0,52	0,44	0,29	-1,14	-1,68
	Дніпрообленерго	-0,12	-0,08	0,06	0,06	0,28	0,46	0,42	0,76	0,41	0,42
	Львівобленерго	0,57	0,60	0,67	0,73	0,81	0,83	0,83	0,80	0,81	0,82
	Полтаваобленерго	0,61	0,57	0,67	0,66	0,49	0,55	0,51	0,40	0,36	0,39
	Харківобленерго	0,57	0,57	0,58	0,60	0,69	0,86	0,84	0,84	0,79	0,67
	Сумиобленерго	0,84	0,84	0,86	0,87	0,87	0,87	0,88	0,85	0,76	0,74
	Київобленерго	0,55	0,50		0,52	0,59	0,64	0,74	0,76	0,71	0,54

Джерело: складено автором

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 дані подані в таблиці 2.7 дозволяють 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 2016 та 2017 роках ситуація суттєво погіршилась, і якщо ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» та ПрАТ «Євраз Суша балка» станом на 2017 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 2011

року мало стали динаміку щодо зростання фінансової залежності, та в 2016, 2017 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 2017 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 «Суміхімпром», 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. Пропонуємо його розраховувати як відношення приросту нерозподіленого прибутку до приросту власного капіталу підприємства. Він показує на скільки відсотків зросте нерозподілений прибуток при зростанні на 1 % власного капіталу підприємства:

$$K_{\text{ФБП}} = \frac{\Delta\text{НП}}{\Delta\text{ВК}}, \quad (2.1)$$

де $\Delta\text{НП}$ – приріст нерозподіленого прибутку,

$\Delta\text{ВК}$ – приріст власного капіталу.

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 2.8, при цьому з переліку представлених підприємств вилучено 6 підприємств (ПАТ «Азот», ПАТ «Сумхімпром», 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 2017 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. В першому випадку при розрахунку рентабельності операційної діяльності буде використовуватись базовий показник прибуток від операційної діяльності, який характеризує

Таблиця 2.8 – Динаміка коефіцієнта внутрішнього забезпечення ФБП

ВЕД	Підприємство	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
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	
	Мотор 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			
Хімія	Дніпроазот	0,38	1,03	1,02	0,96	3,58		0,25	1,03	1,01
Металургія	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 Суша 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
	Полтавакондигер	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
	Ласощі	0,41	1,00	1,00	1,00	1,00	0,09	0,89		
	Житомирський маслозавод	0,80	1,00	1,00	1,00	1,00	1,15	1,04	0,97	1,00
	Вінгер	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 Україна	0,75	1,00	0,82	0,89	1,00	1,00	1,55	0,76	0,98
	Конті	0,68	-0,96	1,12	0,57	1,47	1,15		5,55	1,18
Телекомунікації	Укртелеком	0,05	1,18	1,01	0,98		2,42	2,15	5,32	0,19
	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- фармацевтичний 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	Центренерго					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

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 2007 по 2016 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 2007 по 2012 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 2008 – 2012 році розглядався як ринок, який є претендентом на включення до граничних (Frontier) ринків. Після 2012 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 2014 до 3 % у 2015 та 1% у 2017 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 2016 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. 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.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором в роботах [84, 86, 87, 95, 96].

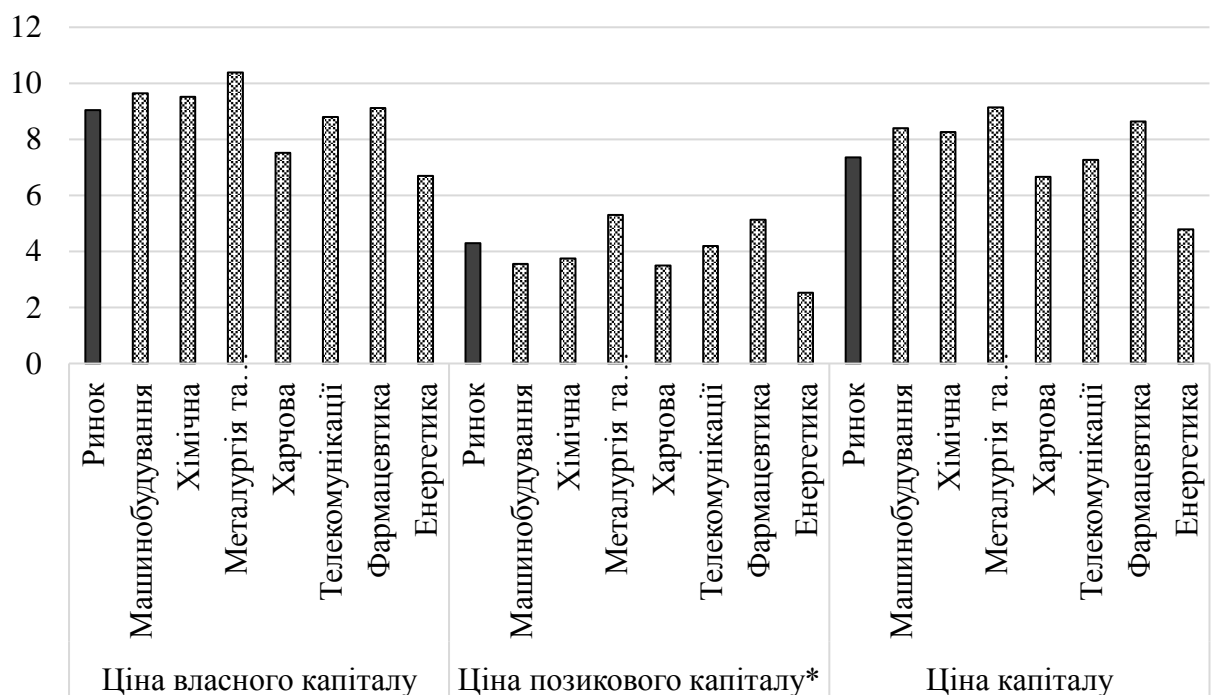
РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ
НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ3.1 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 розвинутою 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 [121].

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

Рисунок 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 2008 по 2017 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 2014 рік включно спостерігалась стійка тенденція до зниження вартості капіталу в цілому, а в 2015 та 2016 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.

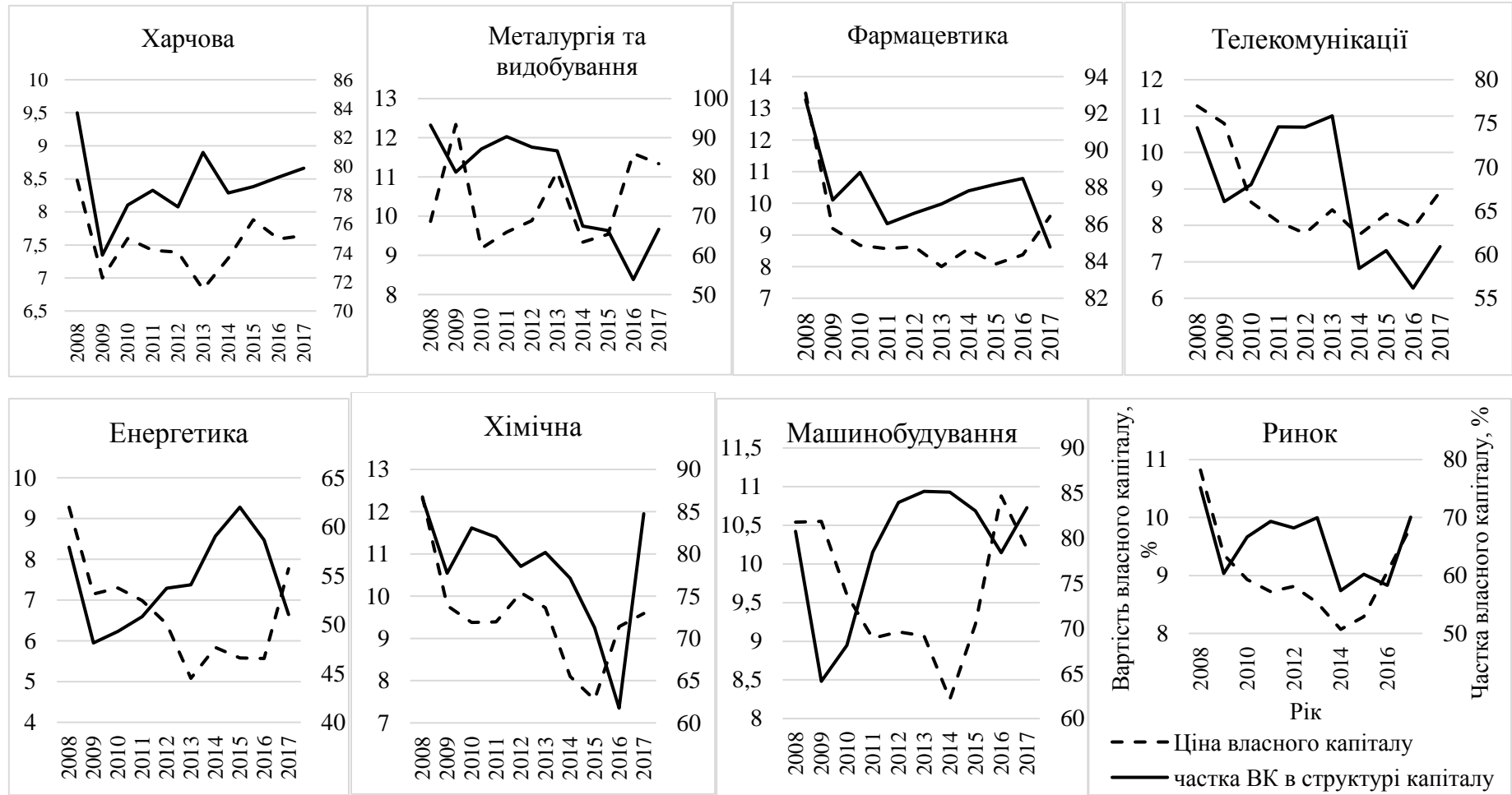


Рисунок 3.2 – Динаміка ціни власного капіталу та його частки в структурі капіталу підприємств в розрізі досліджуваних ВЕД, на прикладі США, %

Джерело: складено автором

В зв'язку з цим на рисунку 3.2 представлено динаміку двох показників – вартості власного капіталу та його частки в структурі капіталу підприємства. Отримані графіки демонструють досить сильні розбіжності та не відображають певної усталеної тенденції. Так, якщо проаналізувати поведінку показників машинобудування, то існує наступна тенденція: після 2009 року дійсно частка власного капіталу мала тенденцію до зростання, при цьому вартість знижувалась і поступове зростання частки позикового капіталу в 2015 та 2016 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 2008 – 2010 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

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 2015 та 2016 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 (див. додаток Е). 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 2008 та 2017 роки. З одного боку 2008 рік це рік початку затяжної фінансової кризи, що розгорнулася 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.

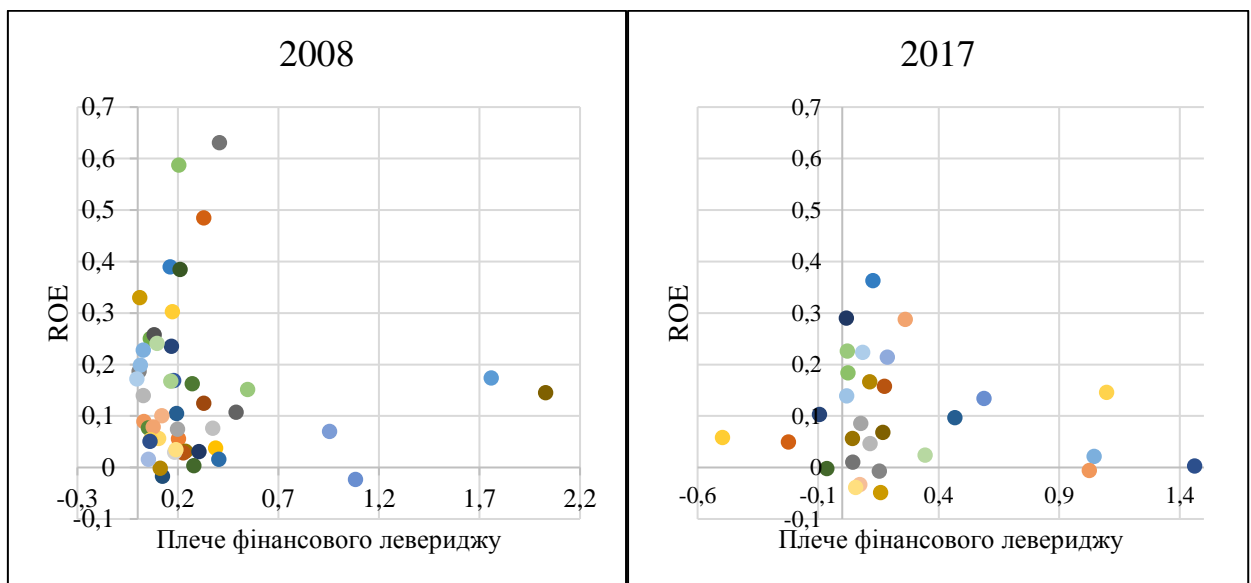


Рисунок 3.3 – Залежність між показниками стану фінансової архітектури підприємств станом на 2008 та 2017 роки

Джерело: складено автором

Отже, стосовно даних, представлених на рисунку 3.3 можна зробити наступні висновки. В 2008 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 «Ласощі», 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 2017 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 2008 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 2017 року значно зменшилось, що не застерегло підприємство від отримання чистого збитку для власників в розмірі 37 %. В цілому стосовно 2008 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 2017 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 [194] 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 [194] на першому місці в Україні

серед економічних злочинів є хабарництво та корупція, причому порівняно з 2016 роком в 2018 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 2018 році порівняно з 2016 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, 24, 47, 101, 129, 157, 173] 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. 3.4). 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.

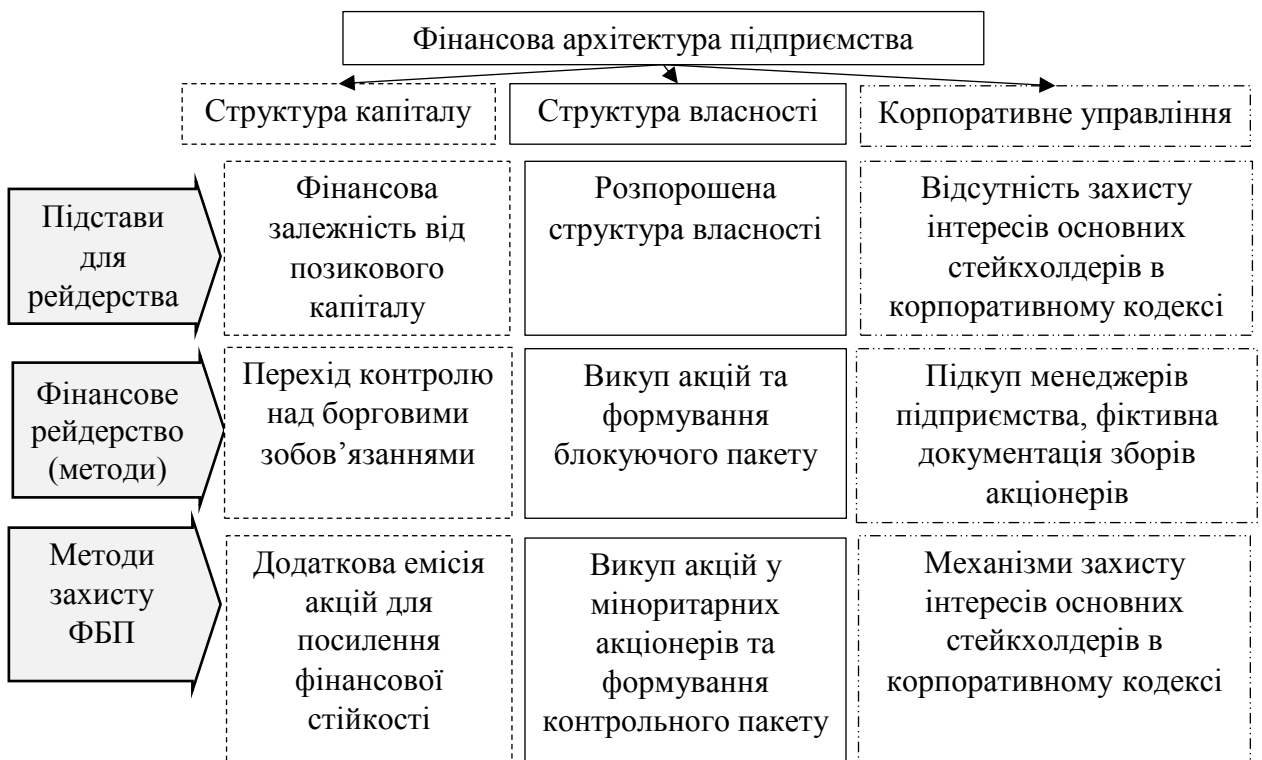


Рисунок 3.4 – Фінансова архітектура як основа для фінансового рейдерства

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
1	2	3	4	5	6	7	8
Машинобудування	Запоріжтрансформатор	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 вагонобудівний завод			5	94,17	25	69,17
	Кременчуцький колісний завод	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	

Продовження табл. 3.2

1	2	3	4	5	6	7	8
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	
	Одесакондитер	0			88,28		88,28
	АВК	1			77,8		77,8
	Ласощі	0			99,5		99,5
	Житомирський маслозавод		2		94,36	94,36	
	Вінтер	0			93,84	93,84	
	Геркулес	0			100	100	
	Монделіс Україна	0			99,94		99,94
	Конті	0			49,98	49,98	
Телекомунікації	Укртелеком	1			92,79	92,79	
	Київстар	1			73,8		73,78
	МТС Україна	1			99		99
Фармацевтика	НВЦ Борщагівський хіміко-фармацевтичний 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
	Чернівціобленерго		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	1			89,02		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 змінилися лише один раз. Водночас у підприємств ПАТ «Дніпровагонмаш», ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», ПАТ «Дніпроазот», ПАТ «Полтаваобленерго» структура власності є неусталеною, оскільки за період з 2008 по 2017 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;
- фондвіддача, 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 фондвіддача 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 ґрунтується 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, кожен 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, кожен 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 століття. Самоорганізаційні карти Кохонена є методом проектування багатовимірного 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;
- φ_{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).

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

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

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

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

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)

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

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.

II 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):

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

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

де k – кількість показників, що застосовуються для оцінки рівня бажаності;

h_k – частинні функції, що визначаються у відповідності до шкали Харрінгтона;

x_k – безрозмірний показник;

n – кількість досліджуваних об'єктів.

На рисунку 3.5 представлено загальну функцію Харрінгтона.

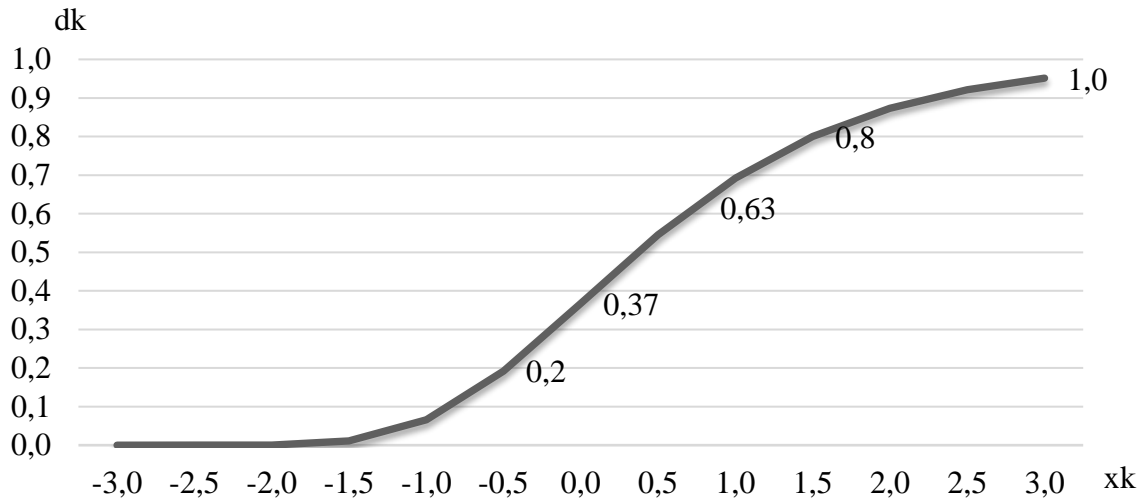


Рисунок 3.5– Загальна функція Харрінгтона

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

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. 3.6).

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;

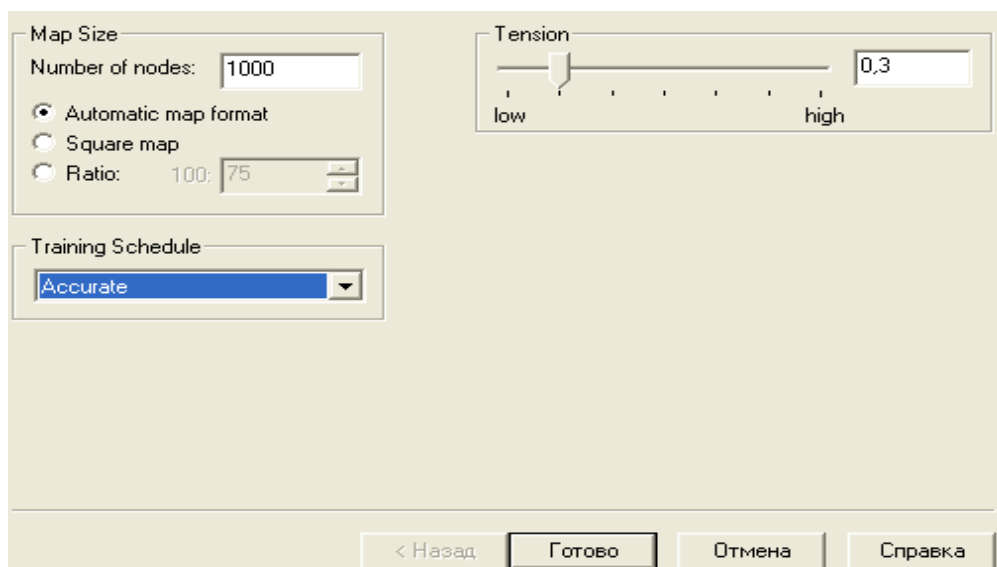


Рисунок 3.6 – Налаштування параметрів навчання карт Кохонена

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 етап. 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).

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

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

$$h_k = \exp(-\exp(-x_k)) \quad (3.7)$$

$$n = 1 \dots N$$

$$k = 1 \dots K$$

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

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

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;

Загальний алгоритм побудови моделі оцінювання ФБП України представлено на рисунку 3.3.

3.3 Економіко-математичне моделювання рівня фінансової безпеки підприємств України

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

I етап. Визначення системи показників, на основі яких буде сформовано карту кластерів.

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

Було відібрано 55 підприємств України: добувної (6 підприємств), енергетичної (12 підприємств), машинобудівної (9 підприємств), металургійної (5 підприємств), фармацевтичної (6 підприємств), харчової (11 підприємств), хімічної промисловості (3 підприємства) та телекомунікацій (3 підприємств), за період 2008-2017 рр. З 28 відносних показників, що увійшли в модель сформовано 3 групи показників: група показників, що характеризують майновий стан та ліквідність підприємства (H_1) – 9 показників; група показників, що характеризують фінансову стійкість підприємства (H_2) – 10 показників; група показників, що характеризують ділову активність та рентабельність діяльності підприємств України (H_3) – 9 показників.

$$E(e_q) \xrightarrow{НОРМ} E^H(E_q), q = 1, \dots, Q$$

II етап. Проведення нормалізації вхідних даних моделі.

$$E_q^H(s_k) = \frac{E(s_k)}{E_q^{ideal}}, k = 1, \dots, m$$

III етап. Процес оптимізації вхідних даних на основі функції бажаності Харрінгтона.

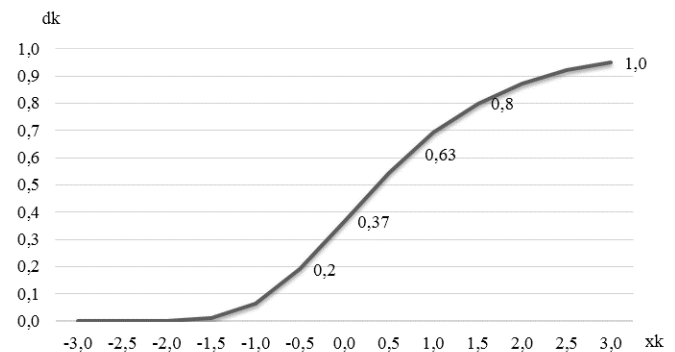
$$E_q^{ideal} = ((\max_{S_i \in S} E_1(S_i); \dots; (\max_{S_i \in S} E_q(S_i); \dots; (\max_{S_i \in S} E_Q(S_i)))$$

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

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

Шкала оцінки рівня бажаності функції Харрінгтона

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]



IV етап. Обробка даних моделі з використанням Viscovey SOMine. Налаштування параметрів навчання карт та побудова загальної карти Кохонена.

- налаштування параметрів навчання карт Кохонена;
- формування карти кластерів досліджуваної сукупності підприємств;
- інтерпретація отриманих результатів на основі шкали оцінки рівня бажаності функції Харрінгтона;
- поділ балів по групам підприємств у межах кластерів шляхом ранжування;
- оцінка діяльності кожного окремого підприємства.

V етап. Перевірка адекватності моделі шляхом введення умовного підприємства.

VI етап. Моделювання динаміки розвитку окремих ВЕД економіки України на основі функції бажаності Харрінгтона.

VII етап. Визначення інтегрального показника фінансового стану економіки України.

VIII етап. Аналіз результатів та прогнозування фінансового стану економіки України відповідно до шкали оцінки рівня бажаності функції Харрінгтона.

Рисунок 3.7 – Моделювання оцінювання ФБП, ВЕД та економіки України в цілому

Джерело: складено автором

Для побудови моделі було відібрано 55 підприємств України, та дані їх звітності за 2008-2017 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 ₃	Коефіцієнт компенсації вибуття необоротних активів
x ₄	Фондовіддача
x ₅	Коефіцієнт покриття
x ₆	Коефіцієнт швидкої ліквідності
x ₇	Коефіцієнт абсолютної ліквідності
x ₈	Коефіцієнт забезпечення ліквідності
x ₉	Коефіцієнт поточної платоспроможності
x ₁₀	Коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості
x ₁₁	Коефіцієнт автономії
x ₁₂	Коефіцієнт фінансування
x ₁₃	Коефіцієнт фінансової стійкості
x ₁₄	Коефіцієнт фінансового левериджу
x ₁₅	Коефіцієнт забезпечення власним оборотним капіталом
x ₁₆	Коефіцієнт маневреності власного оборотного капіталу
x ₁₇	Коефіцієнт короткострокової заборгованості
x ₁₈	Коефіцієнт покриття інвестицій
x ₁₉	Коефіцієнт фінансування інвестицій
x ₂₀	Коефіцієнт оборотності капіталу
x ₂₁	К оборотності власного капіталу
x ₂₂	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості
x ₂₃	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості
x ₂₄	Рентабельність продажів
x ₂₅	Валова рентабельність продажів
x ₂₆	Операційна рентабельність продажів
x ₂₇	Рентабельність активів (ROA)
x ₂₈	Рентабельність власного капіталу (ROE)

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. Згортка вхідних даних та опис проміжних змінних представлено у таблиці 3.5.

Таблиця 3.5 – Опис проміжних змінних моделі

Група показників	Змінні	Частинна функція d	Синтезуюча функція H
Група показників, що характеризують майновий стан та ліквідність підприємства (H_1)	x_1-x_9	$h_1=\exp(-\exp(-x_1))$ $h_2=\exp(-\exp(-x_2))$ $h_3=\exp(-\exp(-x_3))$ $h_4=\exp(-\exp(-x_4))$ $h_5=\exp(-\exp(-x_5))$ $h_6=\exp(-\exp(-x_6))$ $h_7=\exp(-\exp(-x_7))$ $h_8=\exp(-\exp(-x_8))$ $h_9=\exp(-\exp(-x_9))$	$H_1 = \sqrt[9]{\square_1 \times \square_2 \times \square_3 \times \square_4 \times \square_5 \times \square_6 \times \square_7 \times \square_8 \times \square_9}$
Група показників, що характеризують фінансову стійкість підприємства (H_2)	$x_{10}-x_{19}$	$h_{10}=\exp(-\exp(-x_{10}))$ $h_{11}=\exp(-\exp(-x_{11}))$ $h_{12}=\exp(-\exp(-x_{12}))$ $h_{13}=\exp(-\exp(-x_{13}))$ $h_{14}=\exp(-\exp(-x_{14}))$ $h_{15}=\exp(-\exp(-x_{15}))$ $h_{16}=\exp(-\exp(-x_{16}))$ $h_{17}=\exp(-\exp(-x_{17}))$ $h_{18}=\exp(-\exp(-x_{18}))$ $h_{19}=\exp(-\exp(-x_{19}))$	$H_2 = \sqrt[10]{h_{10} \times h_{11} \times dh_{12} \times h_{13} \times h_{14} \times h_{15} \times h_{16} \times h_{17} \times h_{18} \times h_{19}}$
Група показників, що характеризують ділову активність та рентабельність підприємства (H_3)	$x_{20}-x_{28}$	$h_{20}=\exp(-\exp(-x_{20}))$ $h_{21}=\exp(-\exp(-x_{21}))$ $h_{22}=\exp(-\exp(-x_{22}))$ $h_{23}=\exp(-\exp(-x_{23}))$ $h_{24}=\exp(-\exp(-x_{24}))$ $h_{25}=\exp(-\exp(-x_{25}))$ $h_{26}=\exp(-\exp(-x_{26}))$ $h_{27}=\exp(-\exp(-x_{27}))$ $h_{28}=\exp(-\exp(-x_{28}))$	$H_3 = \sqrt[9]{\square_{20} \times \square_{21} \times \square_{22} \times \square_{23} \times \square_{24} \times \square_{25} \times \square_{26} \times \square_{27} \times \square_{28}}$

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 (2008-2017 р.).

Розрахунок показників для підприємства ПрАТ «Євраз Суха балка» станом на 01.01.2008 року наведено у таблиці 3.6. Розрахунки даних для решти підприємств представлено у додатку Ж.

Таблиця 3.6 – Опис показників для підприємства ПрАТ «Євраз Суха балка» станом на 01.01.2008 р.

Група показників	Змінні	Частинна функція h	Синтезуюча функція H
1	2	3	4
Група показників, що характеризують майновий стан та ліквідність підприємства (H_1)	x_1-x_9	$h_1=0,58$ $h_2=0,40$ $h_3=1,00$ $h_4=0,91$ $h_5=0,89$ $h_6=0,80$ $h_7=0,37$ $h_8=0,59$ $h_9=0,36$	$H_1=0,6123$
Група показників, що характеризують фінансову стійкість підприємства (H_2)	$x_{10}-x_{19}$	$h_{10}=0,95$ $h_{11}=0,62$ $h_{12}=0,49$ $h_{13}=0,94$ $h_{14}=0,43$ $h_{15}=0,84$ $h_{16}=0,50$ $h_{17}=0,68$ $h_{18}=0,62$ $h_{19}=0,81$	$H_2=0,6666$

Продовження табл. 3.5

1	2	3	4
Група показників, що характеризують ділову активність та рентабельність підприємства (H_3)	x_{20} - x_{28}	$h_{20}=0,37$ $h_{21}=0,37$ $h_{22}=0,37$ $h_{23}=0,37$ $h_{24}=0,43$ $h_{25}=0,53$ $h_{26}=0,45$ $h_{27}=0,41$ $h_{28}=0,43$	$H_3=0,4101$

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).

Розрахунок синтезуючої функції H для кожної групи показників станом на 01.01.2008 року наведено у таблиці 3.7.

Таблиця 3.7 – Синтезуюча функція H для кожної групи показників станом на 01.01.2008 року

Підприємство	Група показників		
	H_1	H_2	H_3
1	2	3	4
ПАТ «Запоріжтрансформатор»	0,7373	0,6631	0,4301
ПАТ «Гідросила МЗТГ»	0,5712	0,6248	0,3936
ПАТ «Мотор Січ»	0,6256	0,6105	0,4001
ПАТ «Дніпровагонмаш»	0,6325	0,6951	0,3858
ПАТ «Азовмаш»	0,5512	0,6217	0,3754
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	0,6401	0,6734	0,3923
ПАТ «Кременчуцький колісний завод»	0,7186	0,6310	0,3904
ПАТ «Сумський завод насосного та енергетичного машинобудування «Насосенергомаш»	0,6451	0,6470	0,3923
ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання»	0,6238	0,6065	0,3920
ПАТ «Дніпроазот»	0,5946	0,6946	0,3844
ПАТ «Азот»	0,6209	0,6583	0,4066
ПАТ «Сумхімпром»	0,5538	0,5512	0,3751
ПрАТ «Азовсталь»	0,6401	0,6728	0,4032
ПАТ Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»	0,7902	0,6199	0,3850
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»	0,5757	0,6352	0,3936

Продовження табл. 3.7

1	2	3	4
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»	0,6962	0,6947	0,4203
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»	0,5682	0,6379	0,3739
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»	0,6107	0,6787	0,4371
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат «	0,5409	0,6725	0,4252
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат»	0,5815	0,6531	0,4286
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	0,6171	0,6251	0,4072
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат»	0,6027	0,6552	0,4243
ПрАТ «Євраз Суха балка»	0,6123	0,6666	0,4101
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч»	0,5855	0,6191	0,3822
ПАТ «Полтавакондитер»	0,5968	0,6411	0,3839
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	0,6234	0,6515	0,3858
ПрАТ «Одесакондитер»	0,6078	0,6446	0,3838
ПрАТ «Кодитерська фабрика «АВК»	0,5472	0,3013	0,3773
ПрАТ «Ласощі»	0,0320	0,4158	0,4007
ПАТ «Житомирський маслозавод»	0,5410	0,5951	0,3941
ПАТ «Вінтер»	0,5613	0,6074	0,3773
ПрАТ «Геркулес»	0,6800	0,6179	0,3950
ПрАТ «Монделіс Україна»	0,5946	0,5936	0,4026
ПрАТ «ВО «Конті»	0,5109	0,3898	0,3900
ПАТ «Укртелеком»	0,0034	0,6344	0,3850
ПрАТ «Київстар»	0,1344	0,6671	0,4434
ПрАТ «МТС Україна»	0,5168	0,0000	0,4209
ПрАТ «НВЦ Борщагівський хіміко-фармацевтичний завод»	0,6250	0,6515	0,3931
ПАТ «Фармак»	0,5388	0,6080	0,4017
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	0,4871	0,6079	0,3902
ПАТ «Галичфарм»	0,5417	0,5161	0,3928
ПАТ «Київмедпрепарат»	0,5795	0,6634	0,4038
ПАТ «Київський вітамінний завод»	0,5629	0,7043	0,3844
ПАТ «Центренерго»	0,5560	0,6261	0,3764
ПАТ «Вінницяобленерго»	0,5117	0,0000	0,3932
ПАТ «Тернопільобленерго»	0,5216	0,0000	0,3720
ПрАТ «Чернівціобленерго»	0,4928	0,0000	0,3743
ПАТ «Запоріжжяобленерго»	0,5332	0,0000	0,3761
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,5337	0,0000	0,3614
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго»	0,5533	0,0000	0,3651
ПрАТ «Львівобленерго»	0,5514	0,2791	0,3736
ПАТ «Полтаваобленерго»	0,6530	0,5611	0,3766
ПАТ «Харківобленерго»	0,5161	0,0000	0,3740
ПАТ «Сумиобленерго»	0,6043	0,5569	0,3740
ПрАТ «Київобленерго»	0,3716	0,5446	0,3925

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. 3.8).

Таблиця 3.8 – 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

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 2008-2017 рр.

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 3.8.

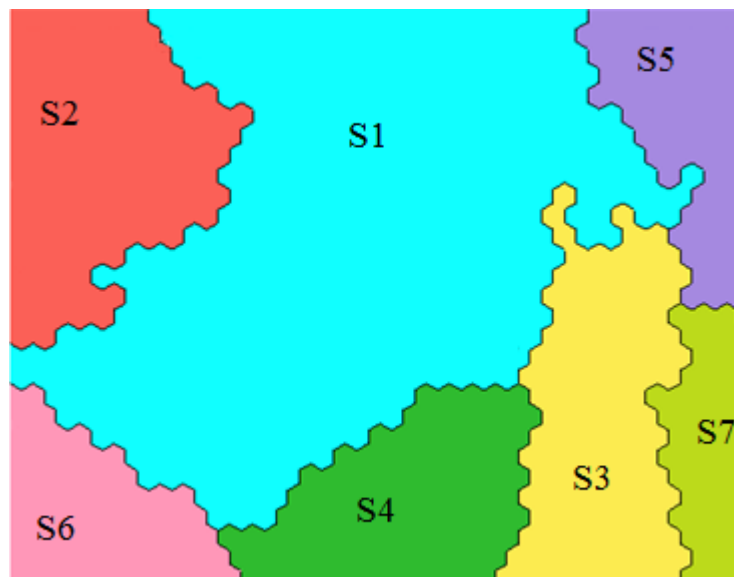


Рисунок 3.8 – Загальна карта Кохонена

Динаміка переміщення досліджуваних підприємств представлено у таблиці 3.9.

Таблиця 3.9 – Динаміка зміни патернів підприємств України за період 2013-2017 рр.

Підприємство	2013	2014	2015	2016	2017
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-фармацевтичний 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	S2	S4	S1	S4
ПАТ Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»	S4	S1	S1	S1	S3
ПАТ «Запоріжтрансформатор»	S1	S4	S3	S7	S3
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат»	S1	S1	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 «Ласосі»	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

Продовження табл. 3.9

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

Для проведення аналізу в розрізі кожного кластера скористаємось шкалою для оцінки функції бажаності Харрінгтона (таблиця 3.10).

Таблиця 3.10 – Розподіл балів у межах кластерів

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 3.11.

Таблиця 3.11 – Формування рангів кластерів

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

Таким чином, на основі отриманих результатів, можемо скласти рейтинг кластерів (табл. 3.12).

Таблиця 3.12 – Рейтинг кластерів

Місце у рейтингу	Кластер
1	S ₂
2	S ₁
3	S ₆
4	S ₄
5	S ₅
6	S ₃
7	S ₇

З метою проведення оцінки рівня ФБП кожного досліджуваного підприємства, яке було віднесено до певного кластеру варто розподілити отримані кластери за групами (табл. 3.12).

Таким чином, можемо зробити висновок, що серед 55 досліджуваних підприємств України кризове становище та незадовільний рівень ФБП (підприємства, що були віднесені до кластеру S₇) за останні роки мали:

Таблиця 3.13 – Оцінка рівня ФБП за групами у межах кластерів

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

- у 2009 році – ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго»;
- у 2010 році – ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго», ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2011 році – ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2012 році – ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2013 році – ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат», ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2014 році – ПАТ «Азот», ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»;
- у 2015 році – ПрАТ «Ласоці», ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання»;
- у 2016 році – ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», ПАТ «Запоріжтрансформатор», ПрАТ «Ласоці», ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат», ПАТ «Сумихімпром»;
- у 2017 році – ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний 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 S₃ слід відмітити: ПрАТ «Кодитерська фабрика «АВК» (2008, 2010 рік), ПАТ «Азот» (2013, 2015-2017 рр.), ПАТ «Вінницяобленерго» (2008 рік), ПАТ «Вінтер» (2016-2017 рр.), ПрАТ «Геркулес» (2008, 2017 рік), ПрАТ «Фармацевтична фірма

«Дарниця» (2008 рік), ПАТ «Дніпроазот» (2012 рік), ПАТ «Дніпровагонмаш» (2016 рік), ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» (2008 рік), ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» (2008-2011, 2017 рік) ПАТ «Запоріжжяобленерго» (2008 рік), ПАТ Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь» (2017 рік), ПАТ «Запоріжтрансформатор» (2015, 2017 рік), ПрАТ «Інгулецький гірничозбагачувальний комбінат» (2016 рік), ПрАТ «Київобленерго» (2008, 2010 рік), ПрАТ «Київстар» (2010 рік), ПрАТ «ВО «Конті» (2008 рік), ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» (2016 рік), ПрАТ «Львівобленерго» (2008 рік), ПрАТ «Монделіс Україна» (2010 рік), ПрАТ «МТС Україна» (2010 рік), ПрАТ «Одесакондитер» (2010 рік), ПАТ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання» (2016-2017 рр.), ПАТ «Суміхімпром» (2009, 2014-2015, 2017 рік), ПАТ «Тернопільобленерго» (2008 рік), АК «Харківобленерго» (2008 рік), ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» (2010 рік), ПрАТ «Чернівціобленерго» (2008 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 2008-2017 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 гірничозбагачувальний комбінат».

V етап. 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. 3.9).

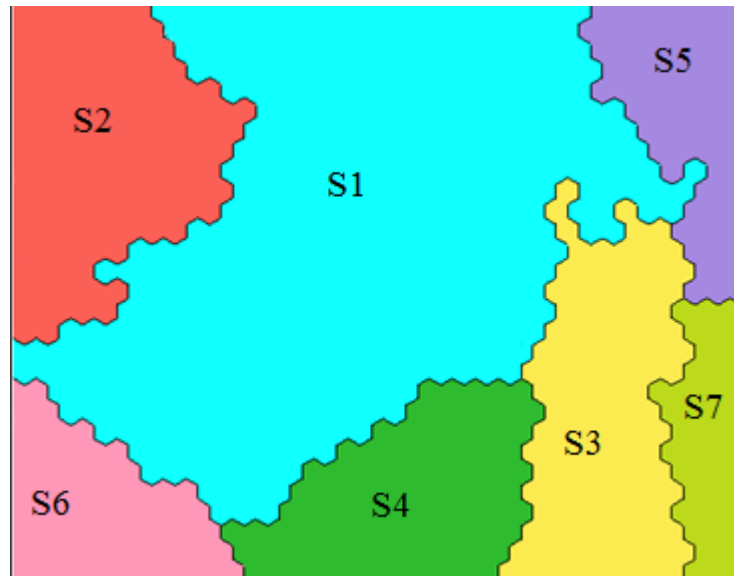


Рисунок 3.9 – Загальна карта Кохонена з умовними підприємствами

У результаті додання до сукупності умовних підприємств було отримано карту Кохонена, що складається з 7 кластерів. Структура за групами показників представлена на рисунку 3.10.

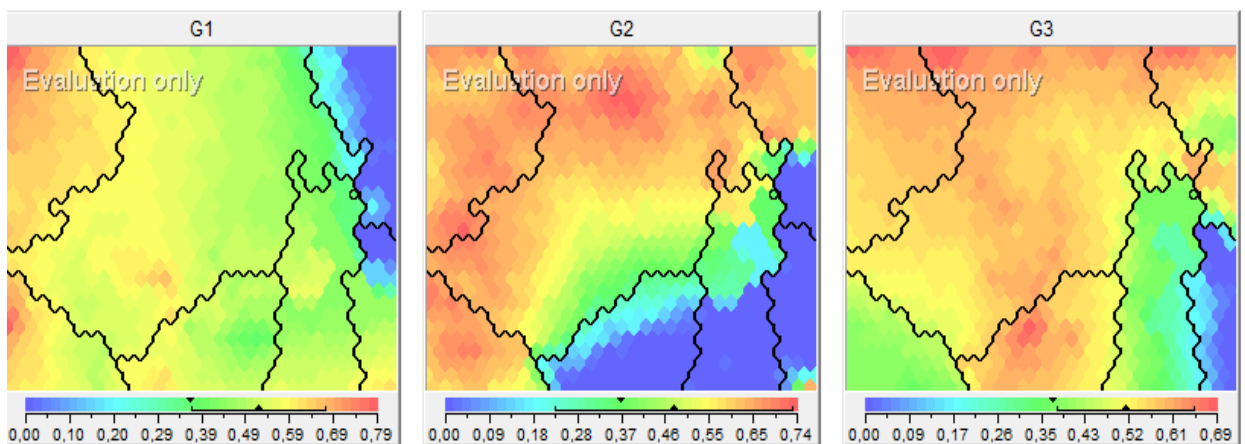


Рисунок 3.10 – Карти Кохонена за групами показників

Формування рангів кластерів досліджуваних підприємства представлено у таблиці 3.14.

Таблиця 3.14 – Формування рангів кластерів

Кластер	Питома вага кластеру	Синтезуюча функція			Розподіл балів			Ранг
		H ₁	H ₂	H ₃	H ₁	H ₂	H ₃	
S ₁	41,12%	0,5368	0,5955	0,5686	3	3	3	2
S ₂	18,84%	0,6462	0,6448	0,5889	4	4	3	1
S ₃	9,06%	0,4756	0,1583	0,363	3	1	2	6
S ₄	10,87%	0,5193	0,0574	0,5691	3	1	3	4
S ₅	6,16%	0,0411	0,5068	0,5454	1	3	3	5
S ₆	9,60%	0,5968	0,6284	0,404	3	3	3	3
S ₇	4,35%	0,4515	0,0313	0,0388	3	1	1	7

Отже, можемо скласти новий рейтинг кластерів (табл. 3.15).

Таблиця 3.15 – Рейтинг кластерів

Місце у рейтингу	Кластер
1	S ₂
2	S ₁
3	S ₆
4	S ₄
5	S ₅
6	S ₃
7	S ₇

З метою проведення оцінки ефективності діяльності підприємства, кластери було поділено за групами (табл. 3.16).

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 (рис. 3.11).

Таблиця 3.16 – Поділ кластерів за групами

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

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 2006-2017 рр., 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 2017-2019 рр.

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 2008-2017 рр., що представлено на рисунку 3.12.

Attribute 1	G1	G2	G3
Київмедпрепарат 2016	0,6374	0,6588	0,5749
Київський ВЗ 2010	0,6295	0,6559	0,5902
Київський ВЗ 2011	0,653	0,6792	0,591
Вінницяобленерго 2009	0,6244	0,6265	0,5921
Запоріжжяобленерго 2012	0,6182	0,6374	0,5818
Запоріжжяобленерго 2013	0,6404	0,5923	0,5793
Львівобленерго 2011	0,649	0,5913	0,626
Полтаваобленерго 2016	0,615	0,594	0,5361
Харківобленерго 2010	0,646	0,5932	0,5466
Харківобленерго 2013	0,6312	0,6153	0,557
Сумиобленерго 2009	0,6446	0,5838	0,5674
Сумиобленерго 2010	0,6014	0,6349	0,5882
Сумиобленерго 2011	0,6076	0,6481	0,5863
Київобленерго 2011	0,6475	0,6002	0,6079
Київобленерго 2013	0,6176	0,5862	0,5538
Умовно найкраще підприємство	0,7902	0,7557	0,7092

Рисунок 3.11 – Підприємства, що увійшли до кластеру S₂

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 2011 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 2008 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 2015 році. Так, добувна промисловість втратила максимальні 7 пунктів, інші ВЕД зазнали структурних змін у межах 1-3 пунктів.

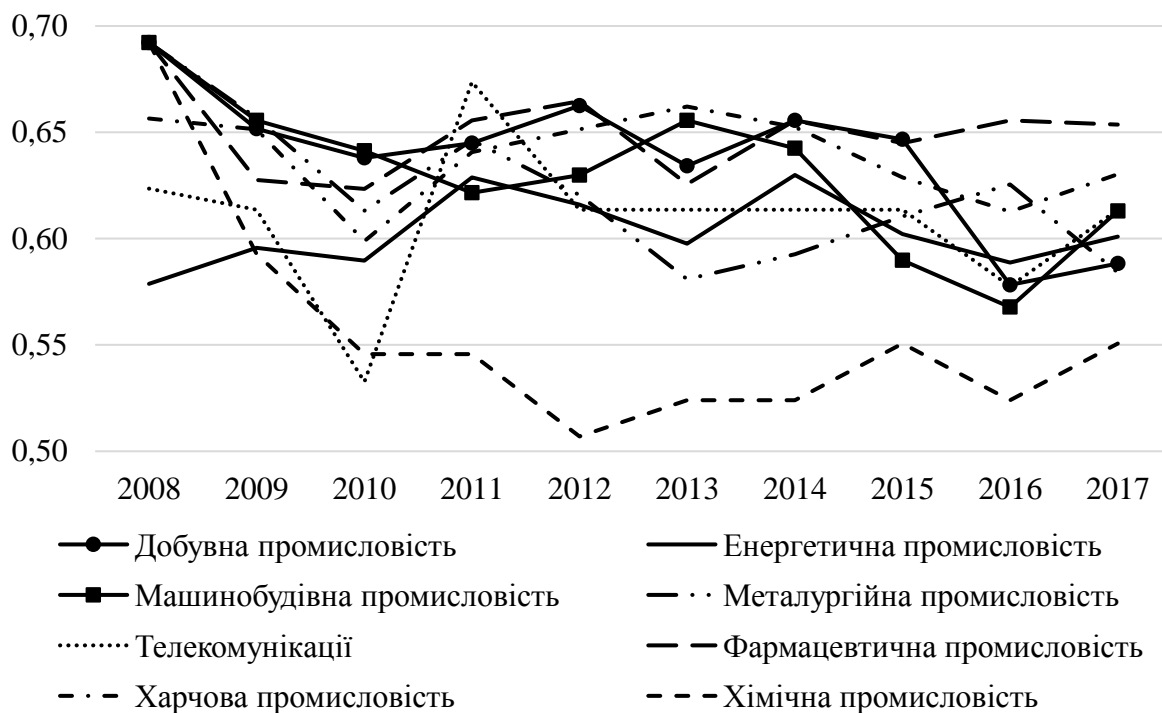


Рисунок 3.12 – Динаміка інтегрального показника фінансової безпеки за ВЕД

Станом на 2017 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 2008-2017 рр. з урахуванням питомої ваги ВЕД.

Питома вага ВЕД України за 2008-2017 рр. представлена у табл. 3.17.

Таблиця 3.17 – Питома вага ВЕД України за 2008-2017 рр.

ВЕД	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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

Продовження табл. 3.17

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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

На основі даних таблиці 3.17 було присвоєно ранг кожному ВЕД та розраховано їх вагові коефіцієнти (табл. 3.18).

Таблиця 3.18 – Вагові коефіцієнти ВЕД у структурі економіки України за період 2008-2017 рр.

ВЕД	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Добувна промисловість	0,11	0,11	0,11	0,14	0,14	0,11	0,14	0,14	0,14	0,14
Енергетична промисловість	0,19	0,17	0,22	0,19	0,19	0,22	0,22	0,22	0,19	0,19
Машинобудівна промисловість	0,14	0,14	0,14	0,11	0,11	0,14	0,11	0,11	0,11	0,11
Металургійна промисловість	0,22	0,22	0,17	0,22	0,22	0,19	0,17	0,17	0,17	0,17
Телекомунікації	0,17	0,19	0,08	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Фармацевтична промисловість	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Харчова промисловість	0,06	0,08	0,19	0,17	0,17	0,17	0,19	0,19	0,22	0,22
Хімічна промисловість	0,08	0,06	0,06	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08

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 рисунку 3.13.

Отже, можемо зробити наступні висновки. Протягом всього досліджуваного періоду 2008-2017 рр. інтегральна оцінка фінансового стану економіки України перебувала на задовільному рівні у відповідності до шкали оцінки значень функції бажаності Харрінгтона (табл. 3.1).

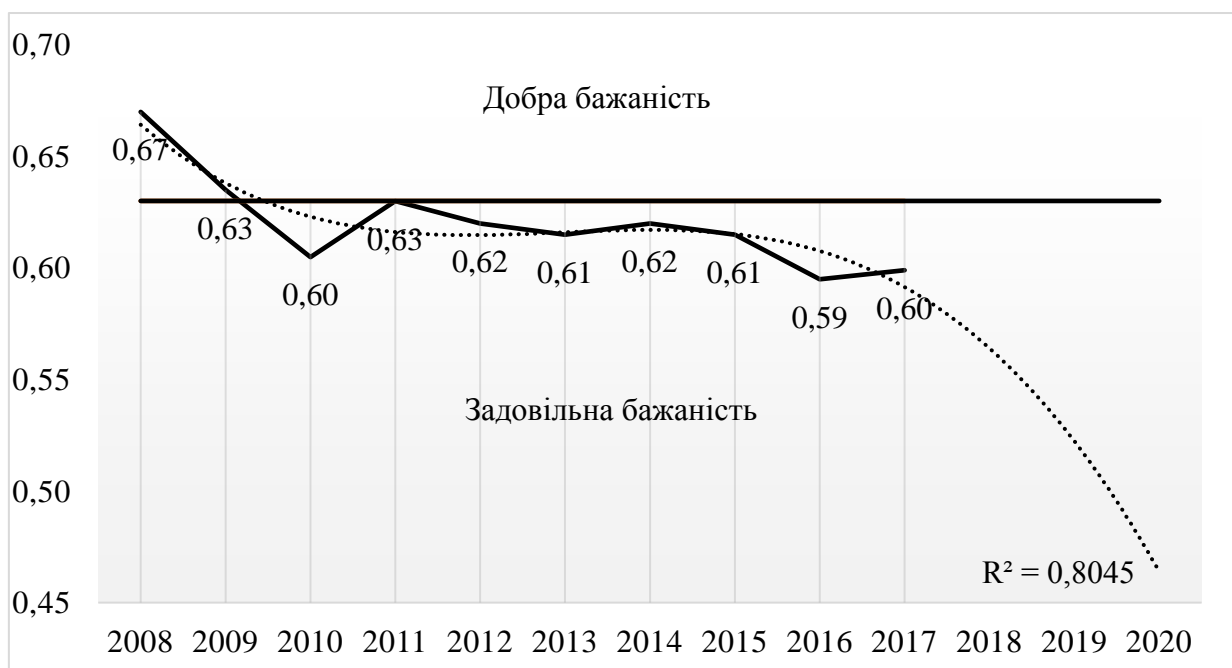


Рисунок 3.13 – Інтегральна оцінка фінансового стану економіки України

Так, протягом 2008-2009 рр., значення загальної функції Харрінгтона суттєво зменшилося з 0,66 до 0,60 пунктів. Не зважаючи на те, що протягом 2010-2011 рр. спостерігалася незначне покращення ситуації до рівня 0,63, що відповідає добрій бажаності, вже починаючи з 2012 р. фінансовий стан реального сектору української економіки має стабільно негативну тенденцію розвитку.

Свого рекордного мінімуму фінансовий стан реального сектору економіки України досяг у 2016 році з 0,59 пунктами на шкалі бажаності.

Станом на 01.01.2018 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.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано автором в роботах [85, 86, 91, 97].

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 2017 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 дисертації 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), структуру 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 2014 до 3 % у 2015 та 1% у 2017 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 2016 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 «Сумхімпром», 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 протидія 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.nauka.com.ua/?op=1&z=4845>
7. Барановський О. На шляху до нової фінансової архітектури. Вісник НБУ. 2010. № 11. С. 8 – 15.
8. Белозеров И.А., Кокорева М.С. Моделирование оптимального диапазона структуры капитала фирмы на развивающихся финансовых рынках. Корпоративные Финансы. 2014. № 8, № 2. С. 20 – 33.
9. Бельская Е.В., Дронов М.А. Особенности управления финансовой безопасностью на предприятии. URL: <http://elibrary.ru/download/17356393.pdf>
10. Белянская Н.М., Чудайкина Т.Н., Мошкова Е.В. Повышение платежеспособности и ликвидности предприятий в условиях кризиса. Образование и наука в современном мире. Инновации. 2017. С. 141–149
11. Бердар М. М. Фінанси підприємств. К. ЦУЛ, 2010. 352 с.

12. Білик М.Д. Роль стабільної діяльності підприємств у їх фінансовій безпеці. Формування ринкових відносин в Україні: Зб. наук. праць. 2008. № 4 (83). С. 129 – 133
13. Біломістна І.І., Хоречко В.Є. Механізм забезпечення фінансової безпеки промислових підприємств. Інноваційна економіка. 2012. № 6 (32). С. 305 – 307
14. Благун І. Аналіз гіпотези ефективності фінансових ринків з позиції поведінки інвесторів. Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. 2017. (I-II) (65-66). С. 393-402.
15. Благун І.І. Особливості формування раціональної поведінки учасників фінансового ринку. Наукові записки національного університету “Острозька академія”. 2017. 5 (33). С. 52-56.
16. Благун І. Форми ефективності фінансових ринків :концептуальні засади. Вісник Волинського інституту економіки та менеджменту. 2017. 18. С. 32-40.
17. Блажевич О.Г. Влияние уровня ликвидности на финансовую безопасность предприятия. URL: <http://elibrary.ru/download/34506051.pdf>.
18. Бланк И.А. Управление финансовой безопасностью предприятия. К.: Эльга, Ника–Центр, 2004. 776 с.
19. Боди З., Мертон Р.К. Финансы. М., Вильямс. 2007. 592 с.
20. Бородулина К.Б. Анализ методов оценки финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия. Системное управление. 2016. № 1 (30). URL: http://elibrary.ru/download/elibrary_25815295_48361184.pdf
21. 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.
22. Бурханова А.А. Обзор современных исследований динамической компромиссной теории структуры капитала. Корпоративные Финансы. Том 6, № 3. С. 70 – 86
23. Вагина Н.Д. Финансовая безопасность предприятия: практические аспекты. Экономика и социум. 2016. № 12. (31) С. 1 – 19.

24. Васильчик С.В., Сельвестр Л.Б. Рейдерство – хвороба економіки, яка прогресує. Науковий вісник НЛТУ України. 2009. 19.13. С. 111 – 115
25. Васькова Ю.І. Фінансова безпека підприємства – провідна складова економічної безпеки та засіб попередження кризи підприємств. Наука і економіка, 2014. № 1 (33). С. 230–234
26. Виговська Н.Г. Оцінка кредитоспроможності позичальника комерційними банками як фактор кредитного ризику / Колективна монографія. Information aspects of socio-economic systems development/ Monography/ Wydawnictwo Wyzszej Szkoły Technicznej w Katowicach. – 2016. – 448 с. – С. 283-290
27. Виговська Н.Г., Саух І.В. Стратегічний розвиток туристичної галузі в Житомирській області. Вісник Житомирського державного технологічного університету. Сер.: Економічні науки. 2018. № 2.
28. Вожжов А.П., Гринько О.Л. Теоретичні аспекти формування архітектури фінансового стимулювання економічного зростання. Фінанси України. 2012. № 10. С. 20 – 33.
29. 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
30. Воробйова О.І. Фінансова безпека на мікро- та макрорівнях. Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції. 2012. № 2. С. 6 – 10
31. Воронцов Д.А., Зубков Н.А. Оценка оптимальной структуры капитала компаний MD Medical Group и X5 Retail Group. Корпоративные Финансы. 2014. Том 8. № 1. С. 100 – 108
32. Всесвітнє дослідження економічних злочинів та шахрайства 2018 року: результати опитування українських організацій. PricewaterhouseCoopers. 2018. Режим доступу: <https://www.pwc.com/ua/uk/survey/2018/pwc-gecs-2018-ukr.pdf>
33. Герасимова С.М. Эмпирические исследования структуры капитала компаний на развивающихся рынках: специфика и методология. Корпоративные Финансы. Том 6. № 1. С. 97 – 109.

34. Григорьев Л.Ю., Кудрявцев Д.В., Горелик С.Л. Корпоративная архитектура и ее составляющие. URL: http://bigc.ru/theory/innovations/corp_arch.php
35. Гудзь О. Є. Методологічна платформа побудови стратегії забезпечення фінансової безпеки підприємства. Вісник Сумського національного аграрного університету. Фінанси і кредит. 2013. № 1. С. 7–12.
36. Гудзь Т.П. Напрями впливу фінансового сектору економіки України на діяльність підприємств. Вісник соціально-економічних досліджень. 2013. В. 2 (49). С. 19 – 26
37. Гулюгина Т.И. Критический анализ методов оптимизации структуры капитала предприятия. Экономические науки. 2012. № 2 (87). С. 284 – 287
38. Дзюблюк О.В., Прийдун Л.М. Проблеми та перспективи активізації банківського кредитування реального сектору економіки України. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/3712/1/ПРОБЛЕМИ%20ТА%20ПЕРСПЕКТИВИ%20АКТИВІЗАЦІЇ%20БАНКІВСЬКОГО%20КРЕДИТУВАННЯ%20РЕАЛЬНОГО%20СЕКТОРУ%20ЕКОНОМІКИ%20УКРАЇНИ.pdf>
39. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности, ноябрь 2010 года. URL: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/sumr.pdf>
40. Драга А.А. Обеспечение безопасности предпринимательской деятельности. М., 2008. 304 с.
41. Дрогобыцкая К.С. Бизнес-архитектура как модель деловой активности организации. Корпоративное управление. 2014. № 3. С. 16 – 23
42. Ефременко И.Н. Мировая финансовая архитектура в условиях глобализации: теория и методология автореф. дис. докт. экон. наук. Ростов на Дону, 2011. 53 с.
43. Єрмошенко М.М., К.С. Горячева Фінансова складова економічної безпеки: держава і підприємство: К.: НАУ, 2010. 232 с.
44. Жукевич С.М. Діагностика основних фінансових детермінант оптимальної структури капіталу. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/>

- 1/%D0%96%D1%83%D0%BA%D0%B5%D0%B2%D0%B8%D1%87_%D1%81%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%82%D1%8F2.PDF
45. Забарина Д.А. Сущность управления финансово-экономической гибкостью субъектов реального сектора экономики. Економічний часопис XXI. 2013. 1 – 2(2). С. 7 – 10
46. Загородній А. Г. Фінансово– економічний словник / А. Г. Загородній. К. Знання, 2007. 1072 с.
47. Зайцева І.Ю. Рейдерство в Україні та дослідження його впливу на фінансову безпеку підприємства. Вісник економіки транспорту і промисловості. 2012. 39. С. 229 – 232
48. Заліско О. Методологічні аспекти дослідження структури капіталу ТНК. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. 2015. № 1 (43). С. 48 – 54.
49. Заліско О.І. Ретроспективний аналіз наукових концепцій структури капіталу ТНК. Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2015. 124 (1). С. 141 – 155
50. Захаров О.І., Пригунов П.Я. Організація та управління економічною безпекою суб'єктів господарської діяльності. К.: КНТ, 2008. 257 с.
51. Зятковський І.В. Фінанси підприємств: навч. посіб. 2–ге вид. перероб. та доп. К. 2003. 364 с.
52. Иванова В.В. Современные проблемы обеспечения финансовой устойчивости предприятия. Проблемы современной экономики. URL: http://elibrary.ru/download/elibrary_28163889_88847176.pdf
53. Ивашковская И.В., Степанова А.Н., Кокорева М.С. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: монография. М. ИНФРА-М, 2013. 238 с. DOI 10.12737/2898
54. Ивашковская И.В., Степанова А.Н., Елисеева Н. Does Corporate Financial Architecture Contribute To Sustainable Corporate Growth? The Evidence From Russian Companies. Корпоративные Финансы. 2014. Том 8, № 4. С. 11 – 33

55. Кальченко О.М., Андросенко Я.С. Методичні підходи до оцінювання фінансової безпеки підприємства. Проблеми і перспективи економіки та управління. 2015. № 2 (2). С. 244 – 250
56. Калянов Г.Н. Построение архитектуры предприятия. Корпоративные системы. 2005. № 3 URL: <http://www.management.com.ua/ims/ims110.html>.
57. 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
58. Картузов Є.П. Визначення фінансової безпеки підприємства: поняття, зміст, значення і функціональні аспекти. Актуальні проблеми економіки. 2012. №8 (134). С. 172 – 181
59. Кириченко О.А. Вдосконалення управління фінансовою безпекою підприємств в умовах фінансової кризи. Інвестиції: практика та досвід. 2009. № 10. С. 22–26
60. 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/klasf/st_kls/op_kise_2016.htm
61. Коваленко О.Г. Платежеспособность предприятий. Вестник НГИЭИ. 2016. № 12 (67). С. 153 – 157
62. Коваленко Ю. Финансовый сектор в финансовой системе экономики: теоретический аспект. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. 2015. № 6 (171). С. 35 – 42
63. Ковальчук Н.О., Корбутяк А.Г. Підходи щодо оцінювання фінансово-економічної безпеки вітчизняних підприємств. Бізнес-Інформ. 2014. № 10. С. 249 – 255
64. Ковальчук С. В., Форкун І. В. Фінанси. навч. посібник. Львів: "Новий Світ – 2000". 2005. 568 с.

65. Кокорева М.С., Никифоров М.С. Выбор структуры капитала компаниями на развивающихся рынках с учетом бизнес-циклов экономики. Корпоративные Финансы. 2015. том 9, № 4. С. 72 – 87.
66. Коллас Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции, методы / Т.О. Терентьева (пер. с фр.); Я.В. Соколов (ред.пер.). М. Финансы, ЮНИТИ, 1997. 576 с.
67. Колодка К.В., Терещенко Ю. Аналіз факторів, що зумовлюють вибір структури капіталу акціонерного товариства. URL: <http://jvestnik-sss.donnu.edu.ua/article/download/1301/1328>
68. 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/doccatalog/document?id=43352266>
69. Корнеєв 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.
70. Коробов В.В. Финансовая безопасность в системе государственного финансового контроля: Дис. канд. экон. наук /Ивановский государственный химико– технологический университет. Иваново, 2010. 133 с.
71. Кравчук О.М., Лещук В.П. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва. К. Центр учбової літератури, 2010. 504 с.
72. Кракос Ю.Б. Управління фінансовою безпекою підприємства. Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. 2008. № 1 (1). С. 86–97
73. Кудрицька Ж.В. Система управління фінансовою безпекою підприємства. Ефективна економіка. 2012. № 1. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=897>

74. Кузенко Т.Б. Економічні основи формування фінансової складової економічної безпеки. Актуальні проблеми економіки: наук. екон. журнал. 2009. № 1. (91). С. 98 – 103
75. Кузенко Т.Б., Усенко К.А. Управление финансовой безопасностью предприятия в соответствии с принципами ее обеспечения. Бізнес-Інформ. 2011. № 2 (1). С. 136 – 138
76. Лаврова Ю. В. Механизм обеспечения финансовой безопасности предприятия. Вестник экономики и промышленности. 2010. №29. С. 127–130.
77. Ласкина Л.Ю. Финансовый левэридж и его детерминанты. URL: <http://economics.open-mechanics.com/articles/622.pdf>
78. Левицька С.О., Панчук І.П. Організація фінансової діяльності підприємства як об'єкта бухгалтерського обліку. Наукові записки. Серія економіка. 2013. Випуск 23. С. 339 – 343
79. Левченко Н.М. Фінансовий потенціал підприємства: сутність та підходи до діагностики. Інвестиції: практика та досвід. 2012. 2. С. 114 – 117
80. Лиса О.В. Фінансова безпека суб'єктів господарювання в сучасних умовах. Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет. Тернопіль: «Економічна думка», 2016. Том 26. № 1. С. 58 – 64
81. Ляшенко О.М. Класифікація загроз фінансовій безпеці машинобудівного підприємства. Причорноморські економічні студії. 2016. Випуск 2. С. 44 – 48
82. Ляшенко О.М. Специфічні властивості фінансової безпеки підприємства. Управління проектами та розвиток виробництва: Зб.наук.пр. Луганськ: вид-во СНУ ім. В.Даля, 2012. № 4(44). С. 27–32.
83. Мак–Мак В.П. Служба безопасности предприятия. Организационно–управленческие и правовые аспекты деятельности. М.: Мир безопасности, 2008. 160 с.
84. Малиш Д.О. Вплив стану фінансового ринку на фінансову безпеку вітчизняних підприємств. Актуальні питання функціонування фінансового

ринку в умовах кризових явищ світової економіки: матеріали II Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції (м. Одеса, 20-21 квітня 2017 р.). Одеса: ОНЕУ, 2017. С. 72-76

85. Малиш Д.О. Детермінанти фінансового левериджу підприємства. Глобальні та регіональні аспекти інноваційного розвитку економіки: збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (м. Одеса, 23 березня 2018 р.). Одеса: ОНЕУ. 2018. С. 34-36

86. Малиш Д.О. Огляд методичних підходів до оцінювання фінансової безпеки підприємства. Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України: зб. матеріалів I Всеукраїнської наук.-практ. конф. (м. Суми 23-24 листопада 2016 р). Суми: СумДУ, 2016. С. 61-65

87. Малиш Д.О. Роль фінансового сектору у фінансуванні підприємств реального сектора економіки. Економічний аналіз: зб. наук. праць. Т. 28. № 2. 2018. С. 79-84

88. Малиш Д.О. Сутнісні характеристики суб'єктів фінансової безпеки підприємства. Національні особливості та світові тенденції управління та адміністрування на макро-, мезо-, і мікрорівнях економіки: матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 17-18 березня 2017 р.). У 2-х частинах. Дніпро: ПДАБА, 2017. Ч. 2. С. 52-55

89. Малиш Д.О. Теоретичні аспекти впливу фінансового сектору на фінансову безпеку підприємства. Фінансування, інвестування та кредитування в Україні: проблеми та перспективи розвитку в кризовій економіці: Збірник наукових праць за матеріалами Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції, (м. Дніпро, 20 травня 2018 р). Частина 2. Дніпро: ДДАЕУ. 2018. С. 70-72

90. Малиш Д.О. Теоретичні засади фінансової безпеки підприємства. Збірник наукових праць Донецького державного університету управління. Серія економіка. Том XVIII. Випуск 301. Маріуполь. 2017. С. 122-131

91. Малиш Д.О. Фінансова архітектура підприємства як основа його фінансової безпеки. Науковий вісник міжнародного гуманітарного університету. Серія: «Економіка і менеджмент». Випуск 28. 2017. С. 200-203
92. Малиш Д.О. Фінансова архітектура підприємства: базові елементи Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України: зб. матеріалів II Всеукраїнської наук.-практ. конф. (м. Суми, 23 листопада 2017 р.) Суми, СумДУ, 2017. С. 108-112
93. Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємства: структурно-декомпозиційний аналіз. Вісник Одеського національного університету. Серія «Економіка». 2017. Т. 22. Випуск 8 (61). С. 112-116
94. Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємства: теоретичні аспекти . Розвиток фінансового ринку в Україні: проблеми та перспективи: матеріали IV Всеукр. наук.-практ. Інтернет-конф. (м. Полтава, 10 листопада 2016). Полтава: ПолтНТУ, 2016. С. 128-131
95. 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
96. Малиш Д.О. Щодо сутності фінансового сектору в Україні. Модернізація фінансово-кредитної системи : тези доп. Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 27 березня 2018 р.) / відп. Ред. Н.П. Шульга. Київ: КНТЕУ, 2018. С. 60-62
97. Малиш Д.О., Душак М.І. Фінансова архітектура підприємства як основа протидії фінансовому рейдерству. Причорноморські економічні студії. 2018. – Вип. 36. – С. 138-148
98. Матвійчук Л.О. Концептуальні аспекти фінансової безпеки підприємства. Економічний вісник Донбасу. 2009. № 4 (18). С. 133 – 136
99. Матвійчук Л.О. Методика визначення рівня фінансової безпеки машинобудівних підприємств. Актуальні проблеми економіки. 2011. № 5 (119). С. 109 – 114

100. Матвійчук Л.О. Структура системи фінансової безпеки в управлінні підприємством. Вісник Хмельницького національного університету. 2010. № 6, Т.3. С. 194 – 197
101. Молодецький С.С. Виникнення та сучасний стан рейдерства в Україні. Вчені записки Університету «КРОК». 2014. 35. С. 11 – 18
102. Мулик Я.І. Сутність поняття «фінансова безпека підприємства»: систематизація наукових поглядів. Збірник наукових праць Вінницького національного аграрного університету. 2013. № 3 (80). С. 195 – 206
103. Нагайчук В.В. Сусіденко О.В. Складові елементи системи забезпечення фінансової безпеки підприємства та ефективність їх використання. Вісник Одеського національного університету: Серія : Економіка. Одеса, 2016. Випуск 2, Том 21. С. 96–100.
104. Нагайчук В.В., Сусіденко О.В. Політика формування цілей і завдань фінансової стратегії підприємства. Глобальні та національні проблеми економіки. 2016. Випуск № 10. URL: <http://www.global-national.in.ua>
105. Налукова Н. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва: сутнісно-аналітичний аспект. Галицький економічний вісник. 2011. №1(30). С.166 – 174
106. Науменкова С. Формування нової фінансової архітектури: основні питання та можливі виклики для України. Вісник НБУ. 2010. № 1. С. 8 – 13.
107. Нескородєва І.І., Коцегуб Ю.О. Дослідження сутності економічної категорії "Фінансова діяльність підприємства. Вісник економіки транспорту і промисловості. 2013. № 41. С. 200 – 204
108. Опарін В.М. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти) / монографія. К. КНЕУ, 2005. 240 с.
109. Паєнтко Т.В. Роль фінансового посередництва у регулюванні фінансових потоків. Економіка та держава. 2014. № 11. С. 6 – 10
110. Перекрестова Л.В., Папехин Р.С. Внешние и внутренние угрозы финансовой безопасности предприятия. Финансы и кредит. 2009. № 16. С 68–75

111. Петренко Л. М. Аналіз підходів формування інтегрального показника фінансової безпеки підприємства. Моделювання та інформаційні системи в економіці: міжвід. наук. зб.; [відп. ред. В.К.Галіцин]. Київ. КНЕУ, 2008. Вип. 77. С. 142 – 152
112. Петренко Л. М. Аналіз рівня впливу загроз на фінансову безпеку підприємства з використанням методів нечіткої логіки. Моделювання та інформаційні системи в економіці : зб. наук. пр. / М-во освіти і науки України, ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана" / відп. ред. В. К. Галіцин. Київ. КНЕУ. 2013. № 88. С. 63–80.
113. Петренко Л. М. Взаємозв'язок фінансової безпеки та фінансової стійкості підприємства. Економіка та підприємництво : зб. наук. пр. молодих учених та аспірантів / М-во освіти і науки України, ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана" ; відп. ред. І. В. Луняк. Київ : КНЕУ, 2010. Вип. 24. С. 232–243.
114. Петренко Л.М. Аналіз підходів формування інтегрального показника фінансової безпеки підприємства. URL: http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/7003/1/%D0%9F%D0%B5%D1%82%D1%80_%D0%90%D0%BD%D0%B0%D0%BB%D1%96%D0%B7.pdf
115. Петренко Л.М. Моделювання процесів управління фінансовою безпекою підприємства : автореф. дис. канд. екон. наук: спец. 08.00.11 – Математичні методи, моделі та інформаційні технології в економіці. Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана. К. 2010.
116. Підхомний О.М. Фінансова безпека України: методологія аналізу та стратегічні орієнтири : дис. докт. екон. наук : спец. 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. Львівський національний університет імені Івана Франка. Львів, 2015. 455 с.
117. Підхомний О.М., Микитюк Н.О., Вознюк І.П. Типологізація загроз фінансовій безпеці суб'єктів підприємницької діяльності. URL: http://vlp.com.ua/files/20_29.pdf

118. Повжик К.В. Фінансовий сектор України: детермінанти розвитку в умовах турбулентності. Науковий вісник Полісся. 2016. № 1 (5). С. 94 – 104
119. Пойда-Носик Н.Н. Використання системного підходу в управлінні фінансовою безпекою підприємства. Науковий вісник Ужгородського університету. Серія Економіка. Спецвипуск 33. Частина 3. С. 158 – 163
120. Пономаренко О.Е. Використання нечітких множин при оцінці рівня фінансової безпеки суб'єктів господарювання промисловості. Бізнес-Інформ. 2012. № 9. С. 109 – 113
121. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17>
122. 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/laws/show/2210-19>
123. 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/laws/show/z0336-13>
124. 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/laws/show/z2082-12>
125. Про основи національної безпеки: Закон України від 19 червня 2003 № 964-IV. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/964-15>
126. Прудников А.О. Финансовая архитектура интегрированной корпоративной структуры: сущность, особенности формирования. Экономика и управление: теория и практика. 2016. Т. 2, № 2. С. 52 – 60
127. Романенко О.Р. Фінанси. Підручник. К. Центр навчальної літератури, 2009. 312с.

128. Рубанов П.М., Шишова Ю.Г. Екологічний чинник трансформації ринкових механізмів: аналіз структури капіталу підприємства. Вісник СумДУ. Серія «Економіка». 2012. № 3. С. 110 – 120
129. Сабецька Т.І. Механізми протидії рейдерству як складова формування стратегії економічної безпеки підприємства. Економіка і суспільство. 2017. 8. С. 341 – 348
130. Савицкая Г. В. Комплексный анализ хозяйственной деятельности предприятия : Учебник. М. : НИЦ ИНФРА–М, 2013. 607 с.
131. Саух І. Фінансовий потенціал підприємства як об'єкт стратегічного аналізу. Економічний часопис Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки. 2017. 1. С. 132 – 141
132. 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.
133. Серебрякова Т.Ю., Тимофеева Н.Ю. Экономическая безопасность и угрозы: сущность и подходы к определению. Вестник НГУЭУ. 2013. № 3. С. 237 – 246
134. Сибагатова Е.Р. Финансовая архитектура корпоративного сектора как часть мировой финансовой системы. Поколение будущего: Взгляд молодых ученых. 2016. Т.1. С. 358 – 363
135. Сініцин О.О. Фінансовий леверидж в управлінні структурою капіталу. Ефективна економіка: електронне наукове фахове видання. 2014. № 9. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3334>
136. Собкевич О.В. Проблеми реального сектору економіки України у контексті економічної безпеки держави. Глобальні та національні проблеми економіки. 2015. Вип. 15. С. 136 – 141

137. Соляник Л.Г. Фінансова стабілізація підприємств реального сектора економіки: стан, проблеми та механізми забезпечення. Економічний вісник. 2016. № 1. С. 92 – 102
138. Сорокина О.Н. Сущностные характеристики финансовой безопасности предприятия. Грамота. 2011. № 6 (49). С. 224 – 225.
139. Стахно Н. Д. Финансовый потенциал как механизм трансформации ресурсов деятельности организаций рекреационного комплекса : URL: http://www.nbuv.gov.ua/PORTAL/Soc_Gum/Nvfb/2010_3/06st.pdf.
140. Степанова А.Н., Балкина Е.А. Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний. Корпоративные Финансы. 2013. Том 7. № 3. С. 4 – 20
141. Столяров В.Ф., Островецкий В.І. Основні фактори формування структури фінансового капіталу підприємств. Економічний вісник Донбасу. 2016. № 2 (44). С. 87 – 94
142. Сурикова Е.А. Синхронизация денежных потоков в оценка платежеспособности организации. Актуальные вопросы экономических наук. 2016. № 54. С. 221–226
143. Сусіденко О.В. Фінансова безпека підприємств: Теорія, методи, практика: монографія. К. Центр учбової літератури, 2015. 128 с.
144. Сусіденко О.В. Методи оцінки забезпечення рівня фінансової безпеки суб'єктів господарювання. URL: <http://www.pu.if.ua/depart/Finances/resource/file/Збірник//2015-1/11.pdf>
145. Терещенко Е.Ю. Економічна сутність фінансового потенціалу підприємства. URL: http://www.confcontact.com/2008dec/7_tereschenko.
146. Турхан Х.О. Методичне забезпечення фінансової безпеки машинобудівних підприємств. Наукові записки. 2013. № 4 (45). С. 85 – 92
147. Філіна Г.І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / 2–ге вид., перероб. та допов.. К. Центр учбової літератури, 2009. 320 с.
148. Фінанси підприємств: / за ред. проф. А. М. Поддєрьогіна. [3–тє вид.]. К. КНЕУ, 2000. 395 с.

149. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / За заг. ред. О. О. Терещенка. К. КНЕУ, 2006. 312 с
150. Фінансовий менеджмент / За заг. ред. І.О Школьник, В.М. Кремень. К. Центр учбової літератури, 2014. 488 с.
151. Фінансовий менеджмент: / за ред. І.О. Школьник. Суми : Університетська книга, 2009. 301 с.
152. Фомкина С.А. «Эффект размера» и затраты на собственный капитал. Корпоративные финансы. 2016. № 3 (39). С. 23 – 38
153. Хоменко О.А. Методичні засади управління фінансовою безпекою підприємств агропромислового комплексу. Економіка АПК. 2017. № 2. С. 79 – 82
154. Чеберяко О.В., Кривовяз М.А. Економіко-теоретична сутність системи забезпечення фінансової безпеки підприємства. Економіка та держава. 2015. № 1. С. 94 – 97
155. Чобіток В.І., Астапова О.В. Розробка стратегії управління фінансовим потенціалом підприємств економіки транспорту і промисловості. 2015. 49. С. 160 – 165
156. Шарикова О.В. Определение оптимальной структуры капитала российских организаций. Корпоративные Финансы. 2013. 7 (1). С. 34 – 46.
157. Швець В.О. Рейдерство та силове підприємництво: схожість та відмінність. Вісник Одеського національного університету. Правознавство. 2011. 16. 19. С. 135 – 143
158. Шелест В.В. Управління фінансовою безпекою довірчого товариства. Актуальні проблеми економіки. 2009. № 3. С. 181–184
159. Школьник І. До питання про термінологічне розрізнення базових категорій фінансової науки. Економіка України. 2010. № 7 (584). С. 59 – 69
160. Школьник І.О., Малиш Д.О., Козьменко Є.С. Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства. Бізнес-Інформ. 2018. №3. С. 315-322.

161. Школьник І.О., Семенов А.Ю. Фінансовий сектор України: теоретичний аналіз економічної дефініції. Вісник Української академії банківської справи. 2013. № 1 (34). С. 31 – 36
162. Штангрет А.М. Методичні аспекти управління фінансовою безпекою підприємств. Науковий вісник НЛТУ України. 2013. Вип. 23.2. С. 328 – 335
163. Шуба О.А. Світова фінансова архітектура: Основні напрямки реформування. Вісник Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна. 2011. № 943. С. 223 – 229
164. Юрків Н. Реальний сектор економіки як об'єкт дослідження в системі економічної безпеки держави. Економічний аналіз. 2012. Випуск 10 Частина 2. С. 161 – 165
165. Юрків Н. Я. Економічна безпека реального сектора економіки України: стратегічні пріоритети і теоретико-методологічні засади забезпечення : монографія. Львів. ПАІС. 2012. – 400 с.
166. Юрків Н. Я. Загрози економічної безпеки реального сектора економіки. Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. 2014. № 1. С. 202 – 215.
167. Юрків Н.Я. Економічна безпека підприємства реального сектора на посттрансформаційному етапі розвитку економіки. URL : <https://cyberleninka.ru/article/v/ekonomichna-bezpeka-pidpriemstv-realnogo-sektora-na-posttransformatsiynomu-etapi-rozvitku-ekonomiki-ukrayini>
168. Юрків Н.Я. Економічні та інституційні передумови економічної безпеки в реальному секторі економіки. Управління проектами та Розвиток виробництва: Зб.наук.пр. Луганськ: вид-во СНУ ім. В.Даля, 2012. № 1 (41). С. 44 – 50.
169. Юрків Н.Я. Просторово-секторальний аналіз реалізації потенціалу розвитку реального сектору економіки. Фінансовий простір. 2014. № 2 (14). С. 166 – 172
170. Юрків Н.Я. Фінансування підприємств реального сектору економіки: шляхи вдосконалення. Фінанси України. 2012. № 7. С. 118 – 127

171. Юхименко П. І., Федосов В. М., Лазебник Л. Л. та ін. Теорія фінансів. К. Центр учбової літератури, 2010. 576 с.
172. 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/2017/12/19/yakim-tchinom-priynuyatiy-verhovnoyu-radoyu-zakon-shtodo-sproshtennya-vedennya-bznesu-ta-zalutchennya-nvestitsy-ementami-tsnnih-paperv-v2210-viii-vpli>
173. Яструбецька Л.С. Особливості організації рейдерських захоплень підприємств в Україні. Економіка і суспільство. 2017. 9. С. 1107 – 1112
174. Afrasiabishani J., Ahmadinia H., Hesami E., A Comprehensive Review on Capital Structure Theories. School of Doctoral Studies (European Union) Journal. 2012. Pp. 35 – 45
175. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure. Journal of Finance. 2002. 57. pp. 1-32.
176. Bauer P. Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from the Czech Republic. Czech Journal of Economics and Finance. 2004. 54. V. 1-2
177. 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
178. 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.
179. Blum D., Federmaier K., Fink G., Haiss P. The Financial-Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence. IEF Working Paper. 43. 2002. 72 p.
180. Boyes W., Melvin M. Economics, Ninth Edition. South-Western, Cengage Learning, 2013. P. 371.
181. Bradlow D. Reforming the Global Financial Architecture: Is Real Change Coming? URL:http://digitalcommons.wcl.american.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1018&context=fac_works_papers

182. Chemmanur T.J., Cheng Y., Zhang T. Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analyses. *Journal of Financial Economics*. 110 (2013) P. 478–502 URL: www.elsevier.com/locate/jfec
183. Clark C. *Conditions of Economic Progress*. London : Macmillan, 1940.
184. Demirgüec-Kunt A., Levine R. (1999). *Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons*. Washington D.C. World Bank
185. Dittmar A., Thakor A. Why do firms issue equity? *Journal of finance*. 2007. Vol. 62. № 1.
186. 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.
187. Ergungor E. (2004) Market-vs. Bank-Based Financial systems: Do Rights and regulations really matter? *Journal of banking and finance*. N 28. Pp. 2869-2887
188. 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.
189. *Financial System Architecture and the Co-Evolution of Banks and Capital Markets*. 2009. SSRN Electronic Journal. DOI 10.2139/ssrn.879288
190. Fischer E. O, Heinkel R., Zechner J. The Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *Journal of Finance*. 1989. 44 (1). pp. 19-40. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x
191. Fisher A.G.B. Production, primary, secondary and tertiary. *Economic Record* 15.1. 1939. C. 24 – 38.
192. Frank M., Goyal V.K. Capital structure decisions: Which factors are reliably important. *Financial Management*. 2009. vol. 38, no. 1, pp. 1–37.
193. Freeman R.E. *Strategic management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press. 2010. 267 p.
194. *Global Economic Crime Survey*. PricewaterhouseCoopers. 2016. Available at: https://www.pwc.by/be/publications/pdf/Global_Economic_Crime_Survey_%202016_Global_Report.pdf

195. Grossman S. J., Hart O., Corporate financial structure and managerial incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago: University of Chicago Press, 1982.
196. Harris M., Raviv A. The theory of capital. *The journal of finance*. 1991. 46 (1). P. 297-355.
197. 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.
198. Ilyukhin E. The impact of financial leverage on firm performance: evidence from Russia. *Корпоративные Финансы*. 2015. Том 9, № 2. С. 24 – 36
199. 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.
200. Jensen M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*. 1986. 76. pp. 323 – 339.
201. Kahle K.M., Stulz M.R. Access to capital, investment, and the financial crisis. Dice center WP 2012-2 Fisher College of Business WP 2011-03-002 URL:<http://www.ssrn.com/abstract=1984181>
202. Leary M., Roberts M. R. Do firms rebalance their capital structure. *Journal of Finance*. 2005. 60. pp. 2575 – 2619.
203. Lipson M. L., Mortal S. Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*. №12. 2009. pp. 611-644.
204. Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 1965. 73 (2). pp. 110 – 120
205. 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.
206. Modigliani F., Miller M.N. The cost of capital, Corporation Finance, and the theory of investment. *American economic review*. 1963. № 53. pp. 433-443
207. Modigliani, F. and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*. 1958. 261–297.

208. Myers S. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. 1977. 5, 147–175.
209. Myers S.C. Financial architecture. *European Financial Management*. 1999. Vol. 5, № 2. P. 133 – 141.
210. Myers S.C. Financing of corporations. *Handbook of the Economics of Finance*. July. 2002. 41 p.
211. 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.
212. Rajsingh, P.V. The global financial crisis and neo-liberal financialization *Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability*. 2016. 11, pp. 57-73.
213. Ross L. Finance and Growth: Theory and Evidence. *Handbook of Economic Growth*. 2005. 1
214. Ross L. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 1997. 35 (2)., pp. 688-726
215. Ross L., Norman L., Torsten B. Financial Intermediation and growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*. 2000. 46 (1). pp. 31-77
216. Ross S. The determination of financial structure: The incentive signalling approach. *Bell Journal of Economics*. 1977 8, 23–40.
217. Schinasi G.J. Defining Financial Stability. IMF Working Paper. 2004. October. 19 p.
218. Schinasi G.J., Truman E.M. Reform of the global financial architecture. 2010. № 5. – 52 p. URL: http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/wp_2010_10_reform.pdf
219. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values. *Journal of Business*. 1955. 28, № 2. P. 213-221.
220. Van Horne J. C., Wachowicz J. M. *Fundamentals of Financial Management, Jr. [13th Edition]*. Harlow (England). London. New York: Prentice Hall Inc. Financial Times. 2008. 719 p.

221. 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
222. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions. *Southern Economic Journal*. 1963. 30 (1). P. 105-112.

ДОДАТКИ ДОДАТОК А

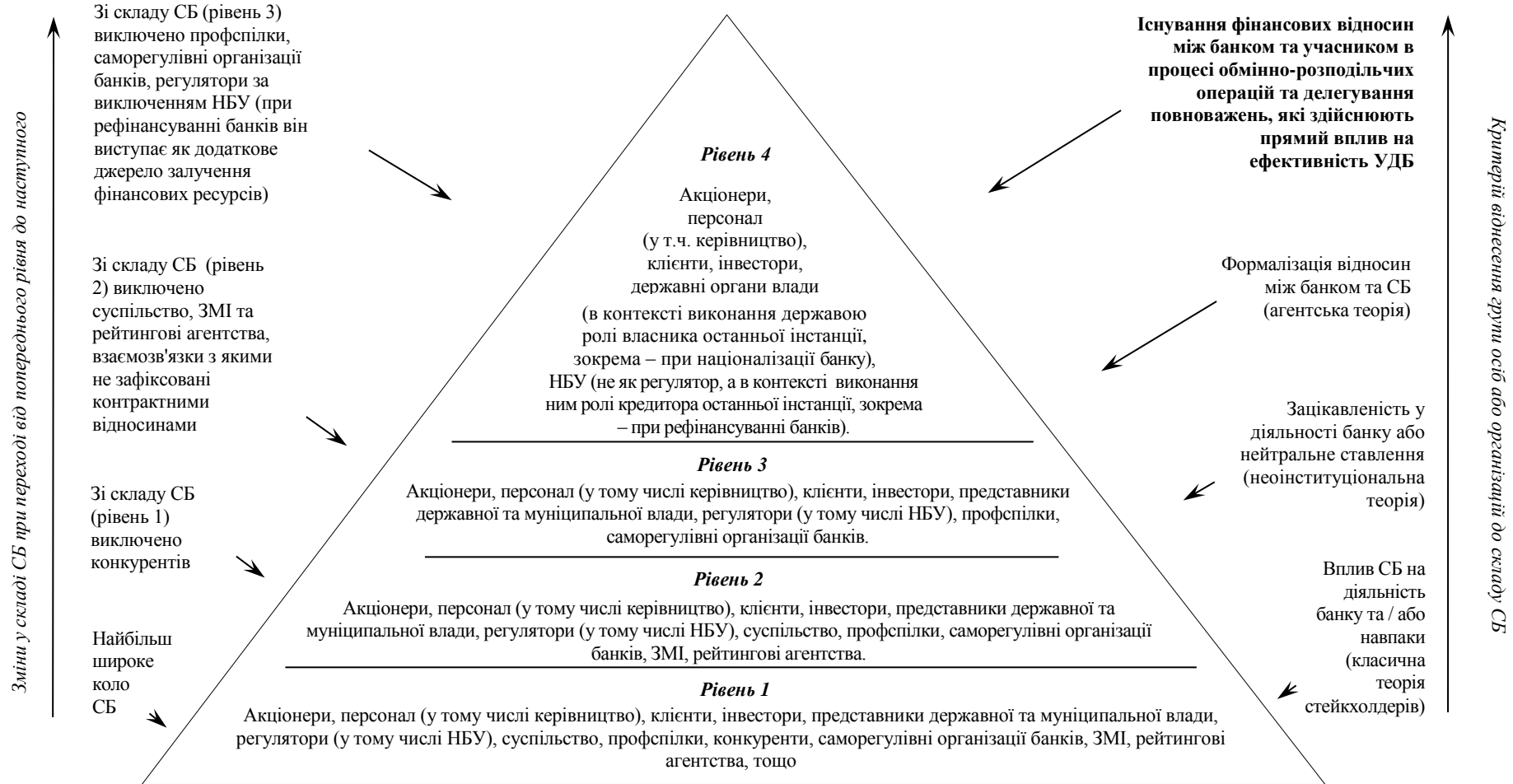


Рис.1. Ієрархія критеріїв визначення стейкхолдерів банку, [22]

ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1 – Мінімальні вимоги щодо перебування облігацій підприємств в лістингу фондової біржі

Вимога	1 рівень лістингу	2 рівень лістингу
Термін функціонування	Не менше 5 років	Не менше 2 років
Вартість чистих активів емітента*	Не менше 1 млрд. грн.	Не менше 0,4 млрд. грн.
Номінальна вартість серії випуску	Не менше 0,4 млрд. грн.	Не менше 0,1 млрд. грн.
Річний чистий дохід за останній фінансовий рік (крім банків)	Не менше 0,5 млрд. грн.	Не менше 0,4 млрд. грн.
Збитки в емітента та/або особи (осіб), яка (які) надає(ють) забезпечення виконання зобов'язань за випуском	Відсутні за підсумками двох фінансових років з останніх трьох фінансових років	Відсутні за підсумками останнього фінансового року
Розмір забезпечення виконання зобов'язань	Не менше суми номінальної вартості випуску облігацій і суми сукупної виплати доходу за ними, крім випадків, якщо емітент та/або особа, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, має рівень рейтингу не нижче ВВ за класифікацією міжнародного рейтингового агентства, яке включене до переліку міжнародних рейтингових агентств	
Відсутність дефолту	Не менше 3 років	-
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)	-
Розкриття фінансової звітності	+ українською та англійською мовами	-
Дотримання принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності	+	-

ДОДАТОК В

Таблиця В.1 – Найбільші емітенти акцій за період з 2007 по 2014 роки, млрд. грн.

2007		2008		2009		2010	
ЗАТ БАНК НРБ	2,020	ЗАТ КБ "Приватбанк"	1,457	ПАТ НАК "Нафтогаз"	30,600	ПАТ НАК "Нафтогаз"	7,400
ВАТ ВТБ Банк	1,515	ВАТ "БТА Банк"	1,350	ПАТ "Державний ощадний банк України"	11,770	ПАТ "ВТБ банк"	2,487
ЗАТ КБ ПриватБанк	1,515	ЗАТ "Телесистеми України"	1,311	ПАТ "Родовід Банк"	5,600	ПАТ "Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча"	2,255
ВАТ "Алчевський металургійний комбінат"	1,500	ЗАТ АБ "ІНГ Банк Україна"	1,209	ПАТ "Сведбанк"	5,000	ПАТ АКБ "Форум"	2,175
ЗАТ "Перший український міжнародний банк"	1,011	ЗАТ "АК Промислово- інвестиційний банк"	1,100			ПАТ "Державний експортно-імпортний банк"	1,800
2011		2012		2013		2014	
ПАТ НАК "Нафтогаз"	12,500	ПАТ "Трест "Київміськбуд-1"	2,150	ПАТ "Брокбізнесбанк"	14,476	ПАТ НАК "Нафтогаз"	104,610
ПАТ КБ "Приватбанк"	4,685	ПАТ КБ "Приватбанк"	1,352	ПАТ "Укртрансгаз"	6,495	ПАТ "Державний ощадний банк України"	12,672
ПАТ "Державний експортно-імпортний банк"	4,590	ПАТ "Укргідроенерго"	1,000	ПАТ НАК "Нафтогаз"	6,000	ПАТ КБ "Надра"	5,500
ПАТ АБ "Укргазбанк"	4,300	ПрАТ "Фарлеп-Інвест"	0,679	ПАТ "Аграрний фонд"	5,000	ПАТ "АК Промислово- інвестиційний банк"	4,700
ПАТ "Родовід банк"	3,950	ПАТ "Державний ощадний банк України"	0,604	ПАТ "Укргазвидобування"	3,854	ПАТ КБ "Приватбанк"	3,317

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

ДОДАТОК Г

Кореляційна матриця залежності плеча фінансового важелю від інших змінних

Україна

	Чистий дохід	Ставка відсотку за кредитами	Рентабельність операційної діяльності	Номінальний ВВП, млн \$	Індекс інфляції	Плече
Чистий дохід	1,00000	0,4577	-0,0619	-0,4274	0,1817	0,6336
Ставка % за кредитами	0,4577	1,0000	-0,2122	-0,6244	0,7458	0,4209
Рентабельність операційної діяльності	-0,0619	-0,2122	1,0000	0,5597	-0,5199	-0,7613
ВВП Номінальний, млн \$	-0,4274	-0,6244	0,5597	1,0000	-0,5457	-0,6494
Індекс інфляції	0,1817	0,7458	-0,5199	-0,5457	1,0000	0,4729
Плече	0,6336	0,4209	-0,7613	-0,6495	0,4729	1,0000

Добувна промисловість

	Чистий дохід	Ставка відсотку за кредитами	Рентабельність операційної діяльності	Номінальний ВВП, млн \$	Індекс інфляції	Плече
Чистий дохід	1,000000	0,289997	0,090426	-0,410124	0,041692	0,819108
Ставка % за кредитами	0,289997	1,000000	-0,272868	-0,624410	0,745779	0,447989
Рентабельність операційної діяльності	0,090426	-0,272868	1,000000	0,370428	-0,118616	-0,117859
ВВП Номінальний, млн \$	-0,410124	-0,624410	0,370428	1,000000	-0,545676	-0,610278
Індекс інфляції	0,041692	0,745779	-0,118616	-0,545676	1,000000	0,301839
Плече	0,819108	0,447989	-0,117859	-0,610278	0,301839	1,000000

Харчова промисловість

	Чистий дохід	Ставка відсотку за кредитами	Рентабельність операційної діяльності	Номінальний ВВП, млн \$	Індекс інфляції	Плече
Чистий дохід	1,000000	0,502130	-0,054305	-0,635856	0,179259	0,802178
Ставка % за кредитами	0,502130	1,000000	-0,331225	-0,624410	0,745779	0,820002
Рентабельність операційної діяльності	-0,054305	-0,331225	1,000000	-0,110738	-0,501967	-0,408986
ВВП Номінальний, млн \$	-0,635856	-0,624410	-0,110738	1,000000	-0,545676	-0,560762
Індекс інфляції	0,179259	0,745779	-0,501967	-0,545676	1,000000	0,620369
Плече	0,802178	0,820002	-0,408986	-0,560762	0,620369	1,000000

Продовження додатку Г

Хімічна промисловість

	Чистий дохід	Ставка відсотку за кредитами	Рентабельність операційної діяльності	Номінальний ВВП, млн \$	Індекс інфляції	Плече
Чистий дохід	1,000000	0,235086	-0,748532	-0,244462	0,158126	-0,157964
Ставка % за кредитами	0,235086	1,000000	-0,391190	-0,624410	0,745779	0,382595
Рентабельність операційної діяльності	-0,748532	-0,391190	1,000000	0,611292	-0,345728	0,099157
ВВП Номінальний, млн \$	-0,244462	-0,624410	0,611292	1,000000	-0,545676	0,042520
Індекс інфляції	0,158126	0,745779	-0,345728	-0,545676	1,000000	0,364440
Плече	-0,157964	0,382595	0,099157	0,042520	0,364440	1,000000

Машинобудування

	Чистий дохід	Ставка відсотку за кредитами	Рентабельність операційної діяльності	Номінальний ВВП, млн \$	Індекс інфляції	Плече
Чистий дохід	1,000000	-0,172002	0,657284	0,358211	-0,366016	0,237964
Ставка % за кредитами	-0,172002	1,000000	-0,353125	-0,624410	0,745779	0,817320
Рентабельність операційної діяльності	0,657284	-0,353125	1,000000	0,531797	-0,685723	-0,151778
ВВП Номінальний, млн \$	0,358211	-0,624410	0,531797	1,000000	-0,545676	-0,674483
Індекс інфляції	-0,366016	0,745779	-0,685723	-0,545676	1,000000	0,594711
Плече	0,237964	0,817320	-0,151778	-0,674483	0,594711	1,000000

Енергетика

	Чистий дохід	Ставка відсотку за кредитами	Рентабельність операційної діяльності	Номінальний ВВП, млн \$	Індекс інфляції	Плече
Чистий дохід	1,000000	0,513698	0,007587	-0,553423	0,231657	0,751366
Ставка % за кредитами	0,513698	1,000000	-0,477452	-0,624410	0,745779	0,830637
Рентабельність операційної діяльності	0,007587	-0,477452	1,000000	0,474906	-0,712090	-0,101350
ВВП Номінальний, млн \$	-0,553423	-0,624410	0,474906	1,000000	-0,545676	-0,584713
Індекс інфляції	0,231657	0,745779	-0,712090	-0,545676	1,000000	0,617142
Плече	0,751366	0,830637	-0,101350	-0,584713	0,617142	1,000000

Продовження додатку Г

Телекомунікації

	Чистий дохід	Ставка відсотку за кредитами	Рентабельність операційної діяльності	Номінальний ВВП, млн \$	Індекс інфляції	Плече
Чистий дохід	1,000000	0,016203	0,427369	0,464603	0,240321	-0,293525
Ставка % за кредитами	0,016203	1,000000	-0,514714	-0,624410	0,745779	0,753837
Рентабельність операційної діяльності	0,427369	-0,514714	1,000000	0,640162	-0,525732	-0,656299
ВВП Номінальний, млн \$	0,464603	-0,624410	0,640162	1,000000	-0,545676	-0,764714
Індекс інфляції	0,240321	0,745779	-0,525732	-0,545676	1,000000	0,618720
Плече	-0,293525	0,753837	-0,656299	-0,764714	0,618720	1,000000

Додаток Д
Значення коефіцієнта зносу основних засобів

Підприємство	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Запоріжтрансформатор	0,4915	0,3887	0,3817	0,3821	0,3987	0,0618	0,1217	0,0088	0,0704	0,1320
Гідросила МЗТГ	0,1538	0,1512	0,1683	0,2666	0,1809	0,2847	0,2874	0,3258	0,3680	0,3056
Мотор Січ	0,5687	0,5682	0,5653	0,5256	0,4506	0,2367	0,2715	0,3010	0,3303	0,3753
Дніпровагонмаш	0,6393	0,6556	0,6892	0,7117	0,6649	0,5014	0,5081	0,5608	0,6300	0,6995
Азовмаш	0,6927	0,7737	0,8439	0,9052	0,9558	0,7002	0,7560	0,9361	0,9926	0,9996
Крюківський вагонобудівний завод	0,3856	0,3609	0,3987	0,4233	0,3834	0,3155	0,3399	0,3838	0,4382	0,4897
Кременчуцький колісний завод	0,5545	0,5418	0,5565	0,5771	0,5894	0,6515	0,6473	0,6182	0,5654	0,5446
Насосенергомаш	0,6604	0,6208	0,5052	0,4390	0,2035	0,1867	0,1875	0,2271	0,2684	0,3079
Сумське МНВО	0,5644	0,5758	0,6220	0,6562	0,5519	0,0656	0,0659	0,1125	0,1797	0,2367
Дніпроазот	0,5721	0,5736	0,5845	0,7233	0,7591	0,7635	0,7632	0,7430	0,7422	0,7578
Азот	0,9006	0,8951	0,8984	0,8932	0,8923	0,8831	0,8856	0,5094	0,5464	0,5641
Сумихімпром	0,4673	0,4794	0,4854	0,5500	0,5400	0,5395	0,5422	0,5581	0,5624	0,5708
Азовсталь	0,5982	0,5073	0,0015	0,0797	0,1605	0,0016	0,0960	0,0012	0,0477	0,0009
Запоріжсталь	0,4877	0,5369	0,5640	0,6025	0,5893	0,0000	0,1069	0,0058	0,0020	0,0900
ММК ім. Ілліча	0,5181	0,5350	0,5766	0,0872	0,1335	0,2466	0,0872	0,0503	0,1024	0,0016
Арселорміттал Кривий Ріг	0,8426	0,8148	0,8082	0,7755	0,7675	0,3018	0,3504	0,4044	0,4438	0,4828
Євраз Дніпровський меткомбінат	0,7448	0,7325	0,7945	0,8183	0,8385	0,5693	0,5422	0,5735	0,5922	0,6284
Північний ГЗК	0,5573	0,5218	0,0063	0,1251	0,2125	0,0069	0,1630	0,0005	0,0983	0,0005
Південний ГЗК	0,5782	0,5618	0,5800	0,1728	0,3003	0,3894	0,4475	0,1048	0,1844	0,2825
Центральний ГЗК	0,5457	0,5550	0,0081	0,1315	0,2230	0,3148	0,0066	0,6904	0,6879	0,0001
Полтавський ГЗК	0,4650	0,3862	0,3692	0,3886	0,3646	0,2596	0,2849	0,3061	0,3371	0,3880
Інгулецький ГЗК	0,5398	0,5450	0,0238	0,1246	0,1825	0,0164	0,1377	0,0139	0,0816	0,0031
Євраз Суха балка	0,6132	0,6102	0,5931	0,6114	0,6435	0,6433	0,6737	0,6914	0,6826	0,7124

Продовження додатку Д

Підприємство	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Світоч	0,3677	0,0410	0,4309	0,4826	0,4737	0,4078	0,4488	0,4827	0,5527	0,4788
Полтавакондитер	0,3424	0,3925	0,4227	0,4289	0,4802	0,5070	0,5207	0,5335	0,5848	0,5609
Харківська бісквітна фабрика	0,4138	0,4715	н/д	0,5529	0,5503	0,6895	0,7261	0,7110	0,7172	0,7259
Одесакондитер	0,5403	0,5840	н/д	0,6676	0,7096	0,7630	0,8174	0,8627	0,8968	0,9171
АВК	0,3828	0,4790	н/д	0,6141	0,6187	0,6452	0,0965	0,1319	0,1918	0,2576
Ласощі	0,5829	0,6054	0,6586	0,4885	0,4685	0,4868	0,5324	0,5734	0,5293	-0,5226
Житомирський маслозавод	0,3471	0,3674	0,3644	0,3821	0,3758	0,2911	0,3341	0,3973	0,4145	0,4290
Вінтер	0,3895	0,4381	0,5009	0,5448	0,5665	0,5886	0,6023	0,6549	0,7057	0,7379
Геркулес	0,4239	0,4438	н/д	0,5017	0,4917	0,4624	0,5074	0,5195	0,5163	0,4880
Монделіс Україна	0,2705	0,2849	н/д	0,2884	0,2268	0,2140	0,2215	0,2378	0,2549	0,2591
ВО "Конті"	0,0973	0,0990	0,1322	0,1601	0,2062	0,2618	0,3118	0,3586	0,3806	0,3854
Укртелеком	0,4754	0,4958	0,5346	0,5983	0,6090	0,7230	0,7480	0,1140	н/д	н/д
Київстар	0,2450	0,3160	н/д	0,4250	0,4540	0,4790	0,5110	0,5660	0,5550	0,6850
МТС Україна	0,3210	0,3780	н/д	0,5940	0,7000	0,7630	0,7800	0,7810	0,7150	0,6850
Борщагівський хіміко-фармацевтичний завод	0,5140	0,3710	0,3680	0,3910	0,3930	0,4240	0,4230	0,4170	0,3800	0,4040
Фармак	0,3850	0,3750	0,4190	0,3640	0,2670	0,2750	0,3160	0,3660	0,3960	0,3620
Дарниця	0,2710	0,3200	н/д	0,3860	0,3900	0,4120	0,4760	0,4490	0,4750	0,5230
Галичфарм	0,4040	0,3730	0,4130	0,4580	0,4800	0,3860	0,3820	0,3160	0,4110	0,4330
Київмедпрепарат	0,4080	0,4530	0,4660	0,4900	0,5210	0,5470	0,5370	0,5290	0,5250	0,5410
Київський вітамінний завод	0,5120	0,5630	0,5940	0,5390	0,5360	0,4430	0,5640	0,5350	0,4830	0,2150
Центрэнерго	0,5380	0,5580	0,5780	0,5870	0,6020	0,6180	0,6290	0,6310	0,5620	н/д
Вінницяобленерго	0,5460	0,5460	0,5440	0,4900	0,4840	0,4850	0,4800	0,4810	0,4860	0,4810
Тернопільобленерго	0,7470	0,4260	0,4500	0,4720	0,4830	0,4970	0,5970	0,5960	0,6140	0,6190
Чернівціобленерго	0,6350	0,5880	0,5600	0,5640	0,5680	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Запоріжжяобленерго	0,5870	0,5920	0,7170	0,7250	0,7440	0,7340	0,7420	0,7550	0,7420	0,7580

Продовження додатку Д

Підприємство	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Донецькобленерго	0,6030	0,5510	0,5210	0,5140	0,4910	0,2560	-0,3750	0,4290	0,7130	0,6670
Дніпрообленерго	0,6040	0,5890	0,6140	0,5930	0,9810	0,2600	-0,3280	-0,4110	0,1820	0,2480
Львівобленерго	0,7880	0,7580	0,7410	0,7280	0,6780	0,6350	0,0910	0,1670	0,2380	0,2970
Полтаваобленерго	0,7780	0,7570	0,6960	0,6990	0,7240	0,7260	0,6660	0,6890	0,6980	0,7060
Харківобленерго	0,7450	0,7480	0,7460	0,7390	0,7470	0,1470	0,2150	0,2530	0,2320	0,3130
Сумиобленерго	0,8760	0,8640	0,8570	0,8500	0,8520	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Київобленерго	0,5970	0,5730	н/д	0,5660	0,5610	0,5040	0,4800	0,5120	0,5300	0,5370

ДОДАТОК Е

Рік	Вартість власного капіталу, %	Питома вага власного капіталу	Вартість позикового капіталу з податковим коректором, %	Питома вага позикового капіталу	Середньозважена вартість капіталу, %	Валова рентабельність продаж	Операційна рентабельність продаж	Рентабельність активів, ROA
1	2	3	4	5	6	7	8	9
ПАТ "Запоріжтрансформатор"								
2008	16,749	0,24882	3,19165	0,43764	5,56434	36%	29%	17%
2009	29,2504	0,22018	12,7664	0,25247	9,66356	47%	45%	17%
2010	5,78182	0,41173	3,98026	0,17765	3,08762	44%	40%	25%
2011	154,91	0,13944	37,4362	0,28349	32,2141	35%	26%	9%
2012	87,6077	0,2826	3,40324	0,36323	25,9937	43%	37%	25%
2013	116,76	0,25159	5,02255	0,35601	31,1635	40%	36%	25%
2014	187,787	0,10353	6,73637	0,52027	22,9469	34%	25%	9%
2015	0,01864	0,46944	25,4913	0,94682	24,1446	32%	12%	-64%
2016	0	0	39,2477	1,50852	59,206	24%	1%	-73%
2017	0	0	18,2928	1,95941	35,8431	49%	36%	-24%
ПАТ "Мотор Січ"								
2008	0,04919	0,61507	8,25295	0,12234	1,03991	44%	17%	7%
2009	0,03275	0,50987	8,96971	0,18007	1,63187	36%	13%	0%
2010	0,03688	0,60472	15,7113	0,15079	2,39134	43%	30%	19%
2011	0,30009	0,61628	10,3079	0,08227	1,03299	47%	32%	24%
2012	0,24509	0,62437	6,06391	0,04453	0,42304	49%	36%	19%
2013	0,31886	0,66992	8,37395	0,04243	0,56888	41%	31%	18%
2014	0,17376	0,7004	7,06244	0,03648	0,37933	42%	26%	11%
2015	0,11749	0,64914	13,3764	0,03123	0,49405	49%	34%	10%
2016	0	0	16,9509	0,02984	0,50578	65%	43%	18%
2017	0	0	33,154	0,04909	1,62743	60%	33%	9%
ПАТ "Крюківський вагонобудівний завод"								
2008	0,21042	0,80584	0,5232	0,05027	0,19587	18%	14%	20%
2009	0,94481	0,78421	1,54541	0,22679	1,09141	23%	17%	32%
2010	0,08358	0,76783	7,25664	0,03065	0,28658	11%	8%	5%
2011	3,48465	0,72718	7,38143	0,02882	2,74671	17%	12%	16%
2012	3,26669	0,71212	0,43797	0,01994	2,335	21%	15%	27%
2013	4,65606	0,72369	2,19305	0,06749	3,51755	17%	14%	23%
2014	8,84851	0,63675	9,33106	0,07178	6,30403	15%	9%	8%

Продовження додатку Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9
2015	2,09222	0,72853	4,78028	0,04435	1,73624	5%	-12%	-9%
2016	0	0	16,277	0,01663	0,27071	0%	-28%	-13%
2017	0	0	97,7538	0	0	6%	-4%	-4%
ПАТ "Кременчуцький колісний завод"								
2008	2,584	0,71193	5,40946	0,13801	2,58621	21%	12%	7%
2009	3,70575	0,6763	10,4201	0,22605	4,8616	27%	17%	7%
2010	3,90689	0,78447	10,9853	0,13261	4,5216	16%	6%	0%
2011	3,72637	0,79605	11,7547	0,13402	4,54175	23%	14%	9%
2012	3,56718	0,74031	9,33369	0,18672	4,3836	19%	9%	5%
2013	4,67566	0,72264	11,0995	0,19292	5,52016	16%	6%	2%
2014	3,44419	0,64432	12,0981	0,24497	5,18286	17%	6%	2%
2015	2,26699	0,65855	42,5229	0,23864	11,6404	22%	14%	7%
2016	0	0	19,2885	0,265	5,11151	20%	11%	4%
2017	0	0	13,4355	0,26648	3,58026	21%	13%	6%
ПАТ "Азот"								
2008	6,07059	0,69203	0,57696	0,11592	4,26793	28%	18%	16%
2009	16,2237	0,56176	14,8944	0,22913	12,5266	37%	34%	25%
2010	0,00354	0,55068	2,53809	0,24372	0,62052	3%	-5%	-7%
2011	0,00269	0,3687	2,79421	0,32584	0,91146	8%	-3%	-6%
2012	0,03127	0,26335	2,85131	0,19745	0,57122	8%	0%	-5%
2013	0,1831	0,03594	-2,5878	0,16896	-0,4306	-8%	-17%	-23%
2014	0	-0,1969	-2,2729	0,14013	-0,3185	-13%	-27%	-25%
2015	0	-2,7767	271,242	0,33776	91,6137	6%	-120%	-166%
2016	0	0	87,6603	0,35534	31,1488	30%	-53%	-135%
2017	0	0	29,1579	0,4424	12,8994	16%	-18%	-45%
Прат "Азовсталь"								
2008	0	0,72939	11,0453	0,0203	0,2242	22%	17%	17%
2009	0,00038	0,52171	179,205	0,07031	12,5995	15%	12%	12%
2010	1,2398	0,48744	20,7718	0,04548	1,54906	3%	0%	-1%
2011	0,10213	0,42217	211,068	0,03708	7,87053	0%	-3%	-1%
2012	1,97194	0,52799	17,8452	0	1,04117	-3%	-6%	-2%
2013	0,02033	0,52623	68,5796	0,03062	2,11054	-8%	-11%	-10%
2014	0,0041	0,48913	623341	0	0,00201	-4%	-8%	-10%
2015	0,00038	0,52963	2,04513	0,4691	0,95958	6%	6%	3%
2016	0	0	0,61278	0,48264	0,29575	-4%	-8%	-4%
2017	0	0	0,51264	0,51012	0,26151	6%	2%	1%
ПАТ "Арселорміттал Кривий Ріг"								
2008	0	0,84144	2,15308	0,14548	0,31322	36%	26%	25%
2009	50,5478	0,78537	13,5919	0,06743	40,6153	34%	28%	32%
2010	0	0,77239	3,60946	0,05193	0,18744	12%	1%	-1%
2011	0	0,64428	9,86544	0,13915	1,37279	19%	10%	8%
2012	0	0,65924	63,5158	0,11221	7,12706	22%	12%	11%

Продовження додатку Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013	0	0,77604	168,038	0,12713	21,3632	-5%	-9%	-9%
2014	0	0,76827	315,427	0,12237	38,5983	0%	-3%	-4%
2015	0	0,7553	2,02966	0,10665	0,21647	8%	5%	-2%
2016	0	0	3,99285	0,09818	0,39201	2%	4%	2%
2017	0	0	6,96118	0,08565	0,59624	10%	7%	3%
Північний гірничозбагачувальний комбінат								
2008	16,091	0,58919	24,9964	0,12096	12,5043	36%	34%	35%
2009	6,04419	0,66524	5,85233	0,01489	4,108	43%	44%	48%
2010	0,9202	0,62878	6,35914	0,04692	0,87697	43%	34%	9%
2011	23,8519	0,45962	195,589	0,00694	12,3207	56%	49%	14%
2012	32,2507	0,62955	33,2336	0,01638	20,8476	64%	58%	31%
2013	40,8567	0,53371	107,963	0,01586	23,5175	52%	45%	17%
2014	30,5226	0,73486	104,703	0,02015	24,5395	50%	45%	20%
2015	0,024	0,72262	616,029	0,09993	61,5758	41%	38%	6%
2016	0	0	99,3256	1,38618	137,683	23%	13%	-7%
2017	0	0	4,44407	0,46305	2,05784	36%	30%	17%
Південний гірничозбагачувальний комбінат								
2008	0	0,54766	0,80468	0,08828	0,07104	40%	32%	21%
2009	0	0,69886	0,70295	0,02876	0,02021	59%	62%	55%
2010	0	0,65167	22,2608	0,03418	0,76089	27%	-3%	-1%
2011	0	1,03613	2,46844	0	0	63%	50%	27%
2012	0	0,86926	0,66483	0,07164	0,04763	68%	59%	39%
2013	0	0,9185	227,08	0,04946	11,231	53%	37%	15%
2014	0	0,94503	53,4419	0,03021	1,61463	57%	46%	19%
2015	0	0,9239	9,64773	0,03029	0,29224	57%	99%	29%
2016	0	0	20,514	0,03998	0,82008	46%	43%	12%
2017	0	0	18,417	0,02179	0,40124	59%	50%	17%
ПрАТ "Центральний гірничо-збагачувальний комбінат"								
2008	10,4581	0,56667	25,1658	0,18642	10,6176	35%	30%	27%
2009	2,47834	0,70786	6,02041	0,07583	2,21084	44%	51%	60%
2010	2,4943	0,769	9,18611	0,14962	3,29251	36%	26%	5%
2011	16,4977	0,57811	51,5263	0,0723	13,2631	53%	44%	20%
2012	18,9723	0,5926	12,3709	0,02116	11,5048	5%	54%	33%
2013	51,2658	0,46317	69,9475	0,0434	26,7809	41%	27%	9%
2014	46,2411	0,85757	6,91166	0,07586	40,1791	48%	37%	21%
2015	0	0,84331	9,59071	0,06233	0,5978	15%	9%	11%
2016	0	0	114,894	0,05517	6,33882	36%	22%	10%
2017	0	0	21,3745	0,06003	1,28321	55%	40%	22%
ПрАТ "Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат"								
2008	0,85156	0,62339	4,50513	0,00444	0,55086	41%	21%	12%
2009	0,4395	0,66818	4,51657	0,04078	0,47786	50%	34%	16%
2010	0,04551	0,67894	6,05763	0,00179	0,04177	34%	9%	4%

Продовження додатку Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011	0,00839	0,62564	7,08632	0,01539	0,11432	39%	20%	13%
2012	1,45971	0,66686	3,85864	0	0,97342	49%	35%	28%
2013	1,35763	0,5817	601,236	0	0,78974	32%	15%	4%
2014	0,00011	0,49113	127,4	0,01415	1,80258	33%	14%	3%
2015	0,0001	0,27645	502,702	0,01243	6,24843	44%	24%	-11%
2016	0	0	479,996	0,01274	6,11584	40%	-6%	-32%
2017	0	0	302,28	0,0088	2,65989	47%	24%	0%
ПрАТ "Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат"								
2008	1,80864	0,72113	0,79858	0,00768	1,3104	37%	31%	24%
2009	0,72259	0,73947	0	0,01165	0,53433	69%	89%	82%
2010	22,1869	0,70994	21,444	0,16013	19,1853	52%	38%	10%
2011	22,9561	0,55393	2,21341	0,15625	13,0619	64%	50%	29%
2012	35,3429	0,47029	260,23	0,02397	22,859	75%	72%	40%
2013	31,3118	0,54653	5,05398	0,12866	17,763	62%	58%	22%
2014	12,6295	0,70559	27,1141	0,07399	10,9176	59%	55%	20%
2015	20,8881	0,37633	130,168	0,11178	22,4106	55%	54%	4%
2016	0	0	912438	0,02331	21272,7	31%	23%	-10%
2017	0	0	368,316	0,03398	12,5171	36%	27%	0%
ПАТ "Житомирський маслозавод" 00182863								
2008	0	0,6374	1,82058	0,1047	0,19061	26%	9%	11%
2009	0	0,63753	7,74722	0,16913	1,31026	28%	10%	12%
2010	0	0,69263	17,3483	0,15664	2,71747	28%	14%	15%
2011	0	0,55218	11,2635	0,13825	1,55713	23%	7%	10%
2012	0	0,65442	3,48532	0,06595	0,22986	22%	7%	9%
2013	0	0,72079	5,31902	0,02746	0,14605	18%	5%	5%
2014	0	0,81721	3,70338	0,06413	0,23748	26%	8%	10%
2015	0	0,78532	2,34282	0,12155	0,28478	24%	8%	13%
2016	0	0	21,173	0,07034	1,48926	24%	9%	15%
2017	0	0	18,8075	0,14175	2,66596	25%	10%	17%
ПрАТ "ВО "Конті"								
2008	0	0,18911	1,69449	0,38389	0,65049	31%	7%	3%
2009	0	0,19142	1,364	0,57746	0,78766	32%	11%	-11%
2010	0	0,30527	1,90191	0,51055	0,97103	28%	16%	14%
2011	0	0,37668	15,1317	0,47171	7,13777	26%	7%	4%
2012	0	0,37321	8,04105	0,44181	3,55263	25%	6%	2%
2013	4,53064	0,41789	58,5661	0,38306	24,3278	30%	13%	9%
2014	45,1594	0,35797	36,3593	0,27766	26,2612	32%	21%	17%
2015	40,3296	0,35616	1420,06	0,27252	401,356	34%	21%	20%
2016	0	0	67,0573	0,31546	21,1542	28%	11%	2%
2017	0	0	31,3311	0,37105	11,6255	24%	-32%	-16%

Продовження додатку Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9
ПАТ "Фармак"								
2008	0,27346	0,63929	4,8081	0,23871	1,32256	47%	22%	5%
2009	0,19652	0,42819	4,7982	0,45017	2,24415	47%	20%	-8%
2010	0	0,51257	6,56581	0,3493	2,29342	56%	27%	13%
2011	0,16778	0,60642	9,31375	0,26287	2,5501	60%	25%	18%
2012	1,57639	0,64568	15,5563	0,21124	4,30389	57%	24%	18%
2013	1,2004	0,63115	18,0186	0,2191	4,70544	57%	22%	17%
2014	0,76179	0,70919	13,4006	0,17398	2,87166	56%	22%	16%
2015	0,68479	0,63684	22,7815	0,19193	4,80847	60%	22%	10%
2016	0	0	5,37248	0,20458	1,09909	59%	23%	13%
2017	0	0	9,7619	0,47266	4,61409	53%	19%	17%
ПАТ "Київський вітамінний завод"								
2008	0	0,57306	5,31549	0,23148	1,23041	40%	4%	1%
2009	0	5,66003	25,9803	2,52813	65,6816	41%	-6%	-16%
2010	0	0,4799	54,8733	0,07891	4,32986	56%	17%	41%
2011	0	0,33779	639,79	0,0723	46,258	50%	14%	1%
2012	0	0,27497	321,519	0,05043	16,2143	50%	17%	0%
2013	0	0,51881	49,9025	0,13443	6,7085	50%	17%	1%
2014	0	0,30502	50,1522	0,00523	0,26245	53%	14%	6%
2015	0	0,31835	33,8015	0,12282	4,15155	56%	13%	9%
2016	0	0	35,0265	0,02619	0,91751	51%	20%	29%
2017	0	0	6,00577	0,01598	0,09595	42%	13%	17%
ПАТ "Тернопільобленерго"								
2008	0	0,5111	7,5636	0,05768	0,43627	9%	2%	0%
2009	0	0,68621	4,09019	0,02812	0,11502	7%	0%	-1%
2010	0	0,68198	8,39414	0,02586	0,21711	6%	-1%	-1%
2011	0	0,67235	6,54528	0,02515	0,16461	4%	0%	-2%
2012	0	0,8278	3,39356	0,02924	0,09921	8%	3%	2%
2013	0,43117	0,832	4,49987	0,02385	0,46604	9%	2%	1%
2014	0,21875	0,82906	4,77124	0,03522	0,34939	9%	3%	2%
2015	0,34913	0,74754	8,2968	0,03903	0,58481	4%	-2%	-2%
2016	0	0	27,2088	0,04901	1,33342	8%	3%	2%
2017	0	0	33,2239	0,03157	1,04897	6%	1%	1%
ПрАТ "Чернівціобленерго"								
2008	0,65879	0,10515	4,6125	0,0065	0,09927	6%	3%	1%
2009	0,42416	0,16504	2,04783	0,00579	0,08185	17%	13%	9%
2010	4,85411	0,2082	3,32143	0,65668	3,19175	11%	7%	6%
2011	9,61949	0,19023	11,4313	0,6334	9,07042	4%	3%	1%
2012	1,64266	0,21926	12,8175	0,55183	7,43321	5%	4%	4%
2013	2,36671	0,44686	22,9325	0,372	9,58859	3%	6%	3%
2014	8,53142	0,43953	1,32884	0,34022	4,2019	5%	4%	5%
2015	11,0159	0,42543	25,3129	0,30776	12,4767	2%	5%	6%

Продовження додатку Е

1	2	3	4	5	6	7	8	9
2016	0	0	61,8444	0,23603	14,5969	5%	7%	13%
2017	0	0	30,3587	0,03936	1,19477	1%	3%	7%
ПрАТ "Львівобленерго"								
2008	0	0,56653	1,88694	0,10465	0,19747	6%	3%	2%
2009	0	0,59942	1,14587	0,10256	0,11752	11%	9%	14%
2010	0	0,66864	0,86659	0,10399	0,09011	9%	8%	11%
2011	0	0,72824	0,8342	0,07505	0,06261	8%	7%	10%
2012	0,34875	0,80848	1,36818	0,06423	0,36983	14%	15%	28%
2013	0,00024	0,82885	1,25571	0,06393	0,08048	8%	6%	11%
2014	0	0,82601	1,04555	0,01197	0,01252	-4%	-5%	-6%
2015	0	0,79752	0,82168	0,00977	0,00803	-5%	-5%	-4%
2016	0	0	23,0164	0,01543	0,35521	-2%	-1%	-1%
2017	0	0	3,64624	0,05944	0,21673	-3%	-1%	-3%

Додаток Ж

Результати кластерного аналізу підприємств на основі карт Кохонена

Підприємство	H ₁	H ₂	H ₃
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2008	0,7373	0,6631	0,4301
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2009	0,4726	0,5433	0,6519
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2010	0,5681	0,6268	0,6518
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2011	0,5884	0,2017	0,5688
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2012	0,3602	0,4469	0,6550
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2013	0,5250	0,3798	0,6549
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2014	0,4198	0,0000	0,5994
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2015	0,4697	0,0000	0,1157
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2016	0,5132	0,0000	0,1188
ПАТ «Запоріжтрансформатор» 2017	0,4819	0,0000	0,4369
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2008	0,5712	0,6248	0,3936
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2009	0,5622	0,5938	0,5712
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2010	0,5541	0,6146	0,5615
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2011	0,0694	0,6411	0,5697
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2012	0,5497	0,6445	0,5641
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2013	0,5678	0,6112	0,5347
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2014	0,4856	0,5328	0,5321
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2015	0,4808	0,5456	0,5423
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2016	0,4934	0,5502	0,5545
ПАТ «Гідросила МЗТГ» 2017	0,5514	0,6087	0,5544
ПАТ «Мотор Січ» 2008	0,6256	0,6105	0,4001
ПАТ «Мотор Січ» 2009	0,5946	0,5990	0,5437
ПАТ «Мотор Січ» 2010	0,6834	0,6340	0,6013
ПАТ «Мотор Січ» 2011	0,6958	0,6326	0,5982
ПАТ «Мотор Січ» 2012	0,6651	0,6249	0,6016
ПАТ «Мотор Січ» 2013	0,6382	0,6249	0,6027
ПАТ «Мотор Січ» 2014	0,6627	0,6248	0,5815
ПАТ «Мотор Січ» 2015	0,6965	0,6275	0,5864
ПАТ «Мотор Січ» 2016	0,6568	0,6205	0,5901
ПАТ «Мотор Січ» 2017	0,6976	0,6278	0,5505
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2008	0,6325	0,6951	0,3858
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2009	0,5722	0,6865	0,6285
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2010	0,0118	0,6457	0,4441
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2011	0,2005	0,6736	0,6290
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2012	0,1723	0,6641	0,6791
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2013	0,7022	0,6633	0,5691
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2014	0,6135	0,6972	0,5860
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2015	0,6884	0,6977	0,5039
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2016	0,5799	0,0000	0,2261
ПАТ «Дніпровагонмаш» 2017	0,7151	0,7044	0,4517
ПАТ «Азовмаш» 2008	0,5512	0,6217	0,3754
ПАТ «Азовмаш» 2009	0,5042	0,6105	0,4331

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПАТ «Азовмаш» 2010	0,5094	0,6290	0,4409
ПАТ «Азовмаш» 2011	0,0000	0,6214	0,5427
ПАТ «Азовмаш» 2012	0,0000	0,6148	0,4212
ПАТ «Азовмаш» 2013	0,5163	0,6333	0,4417
ПАТ «Азовмаш» 2014	0,5199	0,6354	0,5031
ПАТ «Азовмаш» 2015	0,5333	0,5795	0,4592
ПАТ «Азовмаш» 2016	0,5133	0,6220	0,4329
ПАТ «Азовмаш» 2017	0,4972	0,5498	0,3865
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2008	0,6401	0,6734	0,3923
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2009	0,6609	0,6919	0,6174
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2010	0,6364	0,6706	0,5414
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2011	0,0002	0,6606	0,5943
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2012	0,4660	0,6592	0,6318
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2013	0,5914	0,6731	0,6197
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2014	0,7148	0,6369	0,5624
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2015	0,0268	0,6376	0,4959
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2016	0,4349	0,6552	0,4337
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» 2017	0,4215	0,6659	0,5119
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2008	0,7186	0,6310	0,3904
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2009	0,5835	0,6404	0,5880
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2010	0,5446	0,6430	0,5401
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2011	0,6223	0,6508	0,5821
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2012	0,6207	0,6536	0,5682
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2013	0,6112	0,6556	0,5647
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2014	0,5369	0,6505	0,5651
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2015	0,5428	0,6599	0,5808
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2016	0,4887	0,6346	0,5761
ПАТ «Кременчуцький колісний завод» 2017	0,5157	0,6347	0,5748
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2008	0,6451	0,6470	0,3923
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2009	0,6706	0,6463	0,5748
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2010	0,0000	0,5039	0,6270
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2011	0,6111	0,5342	0,5288
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2012	0,5790	0,4967	0,5723
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2013	0,5548	0,5296	0,5644
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2014	0,5770	0,5538	0,5880
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2015	0,5878	0,0000	0,5684
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2016	0,0000	0,6214	0,5905
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» 2017	0,3937	0,6371	0,5742
ПАТ «СМНВО» 2008	0,6238	0,6065	0,3920
ПАТ «СМНВО» 2009	0,4855	0,5968	0,5370
ПАТ «СМНВО» 2010	0,5825	0,6874	0,6078
ПАТ «СМНВО» 2011	0,5890	0,7424	0,5513
ПАТ «СМНВО» 2012	0,4903	0,7042	0,5663
ПАТ «СМНВО» 2013	0,5169	0,6842	0,5890

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПАТ «СМНВО» 2014	0,5508	0,6593	0,5121
ПАТ «СМНВО» 2015	0,5382	0,0000	0,0249
ПАТ «СМНВО» 2016	0,5303	0,0004	0,2643
ПАТ «СМНВО» 2017	0,4924	0,0005	0,3323
ПАТ «Дніпроазот» 2008	0,5946	0,6946	0,3844
ПАТ «Дніпроазот» 2009	0,5309	0,7055	0,5687
ПАТ «Дніпроазот» 2010	0,5558	0,5541	0,3504
ПАТ «Дніпроазот» 2011	0,3679	0,0001	0,5181
ПАТ «Дніпроазот» 2012	0,4526	0,5772	0,3679
ПАТ «Дніпроазот» 2013	0,5087	0,6364	0,5339
ПАТ «Дніпроазот» 2014	0,5742	0,6363	0,5519
ПАТ «Дніпроазот» 2015	0,3874	0,5486	0,5440
ПАТ «Дніпроазот» 2016	0,5086	0,5879	0,5674
ПАТ «Дніпроазот» 2017	0,5415	0,6016	0,5681
ПАТ «Азот» 2008	0,6209	0,6583	0,4066
ПАТ «Азот» 2009	0,5355	0,6656	0,6322
ПАТ «Азот» 2010	0,4750	0,0511	0,5144
ПАТ «Азот» 2011	0,4887	0,5615	0,5367
ПАТ «Азот» 2012	0,4908	0,2286	0,5463
ПАТ «Азот» 2013	0,5510	0,0000	0,3285
ПАТ «Азот» 2014	0,5343	0,0000	0,0000
ПАТ «Азот» 2015	0,4508	0,0000	0,1459
ПАТ «Азот» 2016	0,4450	0,0000	0,2779
ПАТ «Азот» 2017	0,4445	0,0000	0,4062
ПАТ «Сумихімпром» 2008	0,5538	0,5512	0,3751
ПАТ «Сумихімпром» 2009	0,5294	0,3178	0,4721
ПАТ «Сумихімпром» 2010	0,4567	0,0000	0,0000
ПАТ «Сумихімпром» 2011	0,0000	0,0000	0,0005
ПАТ «Сумихімпром» 2012	0,5216	0,0000	0,0000
ПАТ «Сумихімпром» 2013	0,4685	0,0001	0,0000
ПАТ «Сумихімпром» 2014	0,4531	0,0000	0,1565
ПАТ «Сумихімпром» 2015	0,4615	0,0001	0,1151
ПАТ «Сумихімпром» 2016	0,4612	0,0000	0,0380
ПАТ «Сумихімпром» 2017	0,4515	0,0000	0,1797
ПрАТ «Азовсталь» 2008	0,6401	0,6728	0,4032
ПрАТ «Азовсталь» 2009	0,5907	0,6721	0,5877
ПрАТ «Азовсталь» 2010	0,5428	0,6560	0,5028
ПрАТ «Азовсталь» 2011	0,5491	0,6436	0,5051
ПрАТ «Азовсталь» 2012	0,5927	0,6545	0,5198
ПрАТ «Азовсталь» 2013	0,5536	0,6274	0,4887
ПрАТ «Азовсталь» 2014	0,5490	0,5546	0,4906
ПрАТ «Азовсталь» 2015	0,5295	0,5940	0,5278
ПрАТ «Азовсталь» 2016	0,5340	0,5833	0,4887
ПрАТ «Азовсталь» 2017	0,5368	0,6021	0,5113

Продовження додатку Ж

Підприємство	H ₁	H ₂	H ₃
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2008	0,7902	0,6199	0,3850
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2009	0,6382	0,6302	0,5566
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2010	0,5152	0,0000	0,5294
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2011	0,6357	0,5804	0,5606
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2012	0,5237	0,5032	0,5588
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2013	0,5033	0,2379	0,5190
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2014	0,5171	0,4016	0,5457
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2015	0,5222	0,4707	0,5826
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2016	0,5864	0,5522	0,5882
ПАТ Запорізький МК «Запоріжсталь» 2017	0,3679	0,3679	0,3679
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2008	0,5757	0,6352	0,3936
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2009	0,5815	0,6421	0,5871
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2010	0,5626	0,6540	0,5326
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2011	0,5955	0,6422	0,5541
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2012	0,4240	0,6068	0,5024
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2013	0,5537	0,5264	0,5018
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2014	0,5188	0,5139	0,4981
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2015	0,5321	0,5897	0,5611
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2016	0,5406	0,5764	0,5158
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат» 2017	0,5458	0,5972	0,5206
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2008	0,6962	0,6947	0,4203
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2009	0,5730	0,6671	0,6360
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2010	0,5770	0,6657	0,5367
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2011	0,6148	0,6523	0,5813
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2012	0,6141	0,6363	0,5948
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2013	0,5786	0,6235	0,5040
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2014	0,5683	0,6252	0,5073
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2015	0,4246	0,6199	0,5175
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2016	0,5512	0,6296	0,5208
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг» 2017	0,5744	0,6390	0,5329
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2008	0,5682	0,6379	0,3739
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2009	0,1826	0,0000	0,4223
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2010	0,5120	0,0031	0,4605
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2011	0,5230	0,0092	0,4630
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2012	0,5120	0,0453	0,3799
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2013	0,5463	0,0000	0,0000
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2014	0,5107	0,0000	0,0094
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2015	0,5047	0,0000	0,1984
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2016	0,0103	0,0000	0,3030
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат» 2017	0,5288	0,0000	0,2794
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2008	0,6107	0,6787	0,4371
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2009	0,5466	0,6827	0,6770
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2010	0,5379	0,6502	0,5296
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2011	0,4837	0,6168	0,5531

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2012	0,5643	0,6428	0,6088
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2013	0,5203	0,6137	0,5616
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2014	0,5959	0,6642	0,5804
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2015	0,4959	0,6722	0,5353
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2016	0,5042	0,4249	0,4979
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат» 2017	0,5018	0,6988	0,5482
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2008	0,5409	0,6725	0,4252
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2009	0,4905	0,1359	0,6865
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2010	0,6058	0,6939	0,4710
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2011	0,5550	0,0000	0,6163
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2012	0,0000	0,6826	0,6605
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2013	0,2221	0,6840	0,5787
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2014	0,5162	0,6855	0,5810
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2015	0,5604	0,6463	0,6118
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2016	0,5677	0,6542	0,5500
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат» 2017	0,6464	0,6634	0,5690
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2008	0,5815	0,6531	0,4286
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2009	0,6109	0,6976	0,6970
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2010	0,5620	0,6694	0,5266
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2011	0,4867	0,6434	0,5880
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2012	0,4960	0,6449	0,5873
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2013	0,4784	0,0735	0,5368
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2014	0,5975	0,6532	0,5913
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2015	0,6404	0,6926	0,5523
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2016	0,5979	0,6919	0,5644
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат» 2017	0,5115	0,6036	0,5799
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2008	0,6171	0,6251	0,4072
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2009	0,4251	0,0000	0,6214
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2010	0,5615	0,6069	0,5595
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2011	0,5170	0,6386	0,5999
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2012	0,7134	0,6562	0,6420
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2013	0,6730	0,6458	0,5570
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2014	0,6128	0,6434	0,5549
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2015	0,6512	0,6547	0,5313
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2016	0,5116	0,0000	0,0676
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» 2017	0,5146	0,0000	0,0000
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2008	0,6027	0,6552	0,4243
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2009	0,5525	0,6954	0,7092
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2010	0,5649	0,6844	0,5299
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2011	0,5739	0,6739	0,6151
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2012	0,5529	0,6167	0,6364
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2013	0,5422	0,6541	0,5550
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2014	0,5747	0,6903	0,5444
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2015	0,5207	0,6160	0,5059

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2016	0,5103	0,3351	0,4141
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» 2017	0,4498	0,0000	0,4655
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2008	0,6123	0,6666	0,4101
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2009	0,6968	0,6762	0,6687
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2010	0,6285	0,6463	0,4676
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2011	0,6369	0,6551	0,5575
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2012	0,7144	0,6643	0,6206
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2013	0,6111	0,6792	0,5785
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2014	0,4433	0,6875	0,5622
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2015	0,5574	0,6933	0,5985
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2016	0,4375	0,6218	0,5461
ПрАТ «Євраз Суха балка» 2017	0,5452	0,0373	0,5007
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2008	0,5855	0,6191	0,3822
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2009	0,5681	0,6621	0,5531
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2010	0,6379	0,6319	0,5701
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2011	0,6577	0,6548	0,5828
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2012	0,5842	0,6287	0,5964
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2013	0,6158	0,6034	0,5866
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2014	0,5762	0,6225	0,5775
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2015	0,6774	0,6055	0,5719
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2016	0,6507	0,6879	0,6438
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч» 2017	0,6249	0,6631	0,6124
ПАТ «Полтавакондитер» 2008	0,5968	0,6411	0,3839
ПАТ «Полтавакондитер» 2009	0,6291	0,6649	0,5977
ПАТ «Полтавакондитер» 2010	0,6392	0,6593	0,5914
ПАТ «Полтавакондитер» 2011	0,6186	0,6552	0,5702
ПАТ «Полтавакондитер» 2012	0,6199	0,6680	0,5762
ПАТ «Полтавакондитер» 2013	0,6349	0,6707	0,5680
ПАТ «Полтавакондитер» 2014	0,6478	0,6686	0,5577
ПАТ «Полтавакондитер» 2015	0,6034	0,6616	0,5895
ПАТ «Полтавакондитер» 2016	0,4727	0,4183	0,6169
ПАТ «Полтавакондитер» 2017	0,5736	0,6783	0,6044
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2008	0,6234	0,6515	0,3858
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2009	0,5624	0,6721	0,5910
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2011	0,6581	0,6738	0,6277
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2012	0,6622	0,4247	0,5986
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2013	0,6567	0,6681	0,5926
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2014	0,6321	0,6783	0,5677
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2015	0,6305	0,6847	0,5984
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2016	0,6081	0,6883	0,6005
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» 2017	0,6277	0,6860	0,5857
ПрАТ «Одесакондитер» 2008	0,6078	0,6446	0,3838
ПрАТ «Одесакондитер» 2009	0,6362	0,6576	0,5790

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПрАТ «Одесакондитер» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПрАТ «Одесакондитер» 2011	0,5529	0,6596	0,5536
ПрАТ «Одесакондитер» 2012	0,5653	0,6573	0,5657
ПрАТ «Одесакондитер» 2013	0,5331	0,6576	0,5375
ПрАТ «Одесакондитер» 2014	0,6225	0,6379	0,5197
ПрАТ «Одесакондитер» 2015	0,6042	0,6307	0,5271
ПрАТ «Одесакондитер» 2016	0,5446	0,6111	0,4844
ПрАТ «Одесакондитер» 2017	0,5202	0,5372	0,4043
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2008	0,5472	0,3013	0,3773
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2009	0,5427	0,4910	0,5916
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2011	0,5376	0,2431	0,5657
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2012	0,5391	0,0078	0,5574
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2013	0,5553	0,4520	0,5670
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2014	0,5266	0,4034	0,5580
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2015	0,4696	0,6079	0,5395
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2016	0,6070	0,5624	0,5380
ПРАТ «Кодитерська фабрика «АВК» 2017	0,5973	0,5506	0,5603
ПрАТ «Ласоці» 2008	0,0320	0,4158	0,4007
ПрАТ «Ласоці» 2009	0,5952	0,6755	0,6191
ПрАТ «Ласоці» 2010	0,5953	0,6766	0,5961
ПрАТ «Ласоці» 2011	0,5246	0,6281	0,5775
ПрАТ «Ласоці» 2012	0,5690	0,6419	0,5656
ПрАТ «Ласоці» 2013	0,4921	0,5971	0,5659
ПрАТ «Ласоці» 2014	0,5558	0,4424	0,4329
ПрАТ «Ласоці» 2015	0,5397	0,0000	0,0000
ПрАТ «Ласоці» 2016	0,1412	0,0000	0,0000
ПрАТ «Ласоці» 2017	0,0000	0,4453	0,6502
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2008	0,5410	0,5951	0,3941
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2009	0,3722	0,5853	0,6077
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2010	0,5659	0,6194	0,6083
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2011	0,4045	0,6510	0,6014
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2012	0,6339	0,6455	0,6013
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2013	0,5709	0,6209	0,5869
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2014	0,5914	0,6244	0,5980
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2015	0,6097	0,6399	0,6032
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2016	0,6217	0,6392	0,6076
ПАТ «Житомирський маслозавод» 2017	0,6247	0,6434	0,6112
ПАТ «Вінтер» 2008	0,5613	0,6074	0,3773
ПАТ «Вінтер» 2009	0,4509	0,5828	0,5848
ПАТ «Вінтер» 2010	0,5874	0,5392	0,5687
ПАТ «Вінтер» 2011	0,4942	0,6037	0,5796
ПАТ «Вінтер» 2012	0,5801	0,6126	0,5719
ПАТ «Вінтер» 2013	0,5780	0,6044	0,5767

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПАТ «Вінтер» 2014	0,5132	0,6205	0,5745
ПАТ «Вінтер» 2015	0,5849	0,6246	0,5346
ПАТ «Вінтер» 2016	0,5147	0,0000	0,4129
ПАТ «Вінтер» 2017	0,4376	0,1740	0,2691
ПрАТ «Геркулес» 2008	0,6800	0,6179	0,3950
ПрАТ «Геркулес» 2009	0,5393	0,0000	0,5680
ПрАТ «Геркулес» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПрАТ «Геркулес» 2011	0,4937	0,0000	0,5447
ПрАТ «Геркулес» 2012	0,5777	0,6071	0,5224
ПрАТ «Геркулес» 2013	0,5710	0,5766	0,5619
ПрАТ «Геркулес» 2014	0,5695	0,4183	0,5521
ПрАТ «Геркулес» 2015	0,5587	0,0000	0,4710
ПрАТ «Геркулес» 2016	0,4738	0,5248	0,4805
ПрАТ «Геркулес» 2017	0,4507	0,5669	0,3757
ПрАТ «Монделіс Україна» 2008	0,5946	0,5936	0,4026
ПрАТ «Монделіс Україна» 2009	0,6280	0,6156	0,6317
ПрАТ «Монделіс Україна» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПрАТ «Монделіс Україна» 2011	0,6827	0,6141	0,6701
ПрАТ «Монделіс Україна» 2012	0,6051	0,5705	0,6279
ПрАТ «Монделіс Україна» 2013	0,6421	0,5970	0,6329
ПрАТ «Монделіс Україна» 2014	0,6655	0,6033	0,6309
ПрАТ «Монделіс Україна» 2015	0,6596	0,5854	0,5985
ПрАТ «Монделіс Україна» 2016	0,6218	0,0000	0,5810
ПрАТ «Монделіс Україна» 2017	0,6393	0,5840	0,5690
ПрАТ «ВО «Конті» 2008	0,5109	0,3898	0,3900
ПрАТ «ВО «Конті» 2009	0,4716	0,5472	0,5137
ПрАТ «ВО «Конті» 2010	0,5563	0,6680	0,6192
ПрАТ «ВО «Конті» 2011	0,5528	0,6695	0,5830
ПрАТ «ВО «Конті» 2012	0,5999	0,6846	0,5768
ПрАТ «ВО «Конті» 2013	0,6066	0,6901	0,5962
ПрАТ «ВО «Конті» 2014	0,5676	0,5538	0,6171
ПрАТ «ВО «Конті» 2015	0,4955	0,0066	0,6027
ПрАТ «ВО «Конті» 2016	0,4792	0,5762	0,5245
ПрАТ «ВО «Конті» 2017	0,5335	0,6292	0,4306
ПАТ «Укртелеком» 2008	0,0034	0,6344	0,3850
ПАТ «Укртелеком» 2009	0,0000	0,6217	0,4872
ПАТ «Укртелеком» 2010	0,0000	0,6183	0,5156
ПАТ «Укртелеком» 2011	0,4953	0,5998	0,5279
ПАТ «Укртелеком» 2012	0,6484	0,5980	0,5356
ПАТ «Укртелеком» 2013	0,0000	0,0000	0,5544
ПАТ «Укртелеком» 2014	0,0000	0,0000	0,5602
ПАТ «Укртелеком» 2015	0,4774	0,0000	0,5728
ПАТ «Укртелеком» 2016	0,0000	0,0000	0,5643
ПАТ «Укртелеком» 2017	0,3613	0,0000	0,5484

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПрАТ «Київстар» 2008	0,1344	0,6671	0,4434
ПрАТ «Київстар» 2009	0,7738	0,6223	0,6347
ПрАТ «Київстар» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПрАТ «Київстар» 2011	0,7841	0,6179	0,6835
ПрАТ «Київстар» 2012	0,0000	0,6383	0,6205
ПрАТ «Київстар» 2013	0,7809	0,6388	0,6231
ПрАТ «Київстар» 2014	0,0000	0,6044	0,6277
ПрАТ «Київстар» 2015	0,6283	0,0000	0,6051
ПрАТ «Київстар» 2016	0,6313	0,0000	0,6073
ПрАТ «Київстар» 2017	0,6897	0,6038	0,6046
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2008	0,5168	0,0000	0,4209
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2009	0,5145	0,0000	0,5947
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2011	0,7242	0,6047	0,5796
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2012	0,1869	0,6175	0,5763
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2013	0,0003	0,6255	0,6190
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2014	0,5751	0,6417	0,6311
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2015	0,7031	0,5932	0,6130
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2016	0,6284	0,0000	0,5890
ПРАТ «МТС УКРАЇНА» 2017	0,5981	0,0000	0,5658
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2008	0,6250	0,6515	0,3931
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2009	0,4929	0,6090	0,5488
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2010	0,5592	0,6154	0,5555
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2011	0,5718	0,6107	0,5664
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2012	0,5667	0,6164	0,5553
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2013	0,5797	0,6279	0,5605
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2014	0,5735	0,6144	0,5644
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2015	0,0000	0,6052	0,5499
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2016	0,5364	0,3418	0,5687
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ» 2017	0,5028	0,6179	0,5788
ПАТ «Фармак» 2008	0,5388	0,6080	0,4017
ПАТ «Фармак» 2009	0,4686	0,5606	0,5283
ПАТ «Фармак» 2010	0,4976	0,6023	0,6136
ПАТ «Фармак» 2011	0,4965	0,6062	0,6236
ПАТ «Фармак» 2012	0,5600	0,6141	0,6192
ПАТ «Фармак» 2013	0,5449	0,5987	0,6142
ПАТ «Фармак» 2014	0,6036	0,6387	0,6112
ПАТ «Фармак» 2015	0,5799	0,6330	0,6011
ПАТ «Фармак» 2016	0,5608	0,6321	0,6117
ПАТ «Фармак» 2017	0,5793	0,1806	0,6374
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2008	0,4871	0,6079	0,3902
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2009	0,4548	0,6203	0,5557
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2011	0,6813	0,6158	0,5963

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2012	0,6486	0,5995	0,5361
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2013	0,0000	0,6214	0,5615
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2014	0,6481	0,6366	0,5912
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2015	0,6671	0,6463	0,5900
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2016	0,6708	0,6420	0,5954
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» 2017	0,6543	0,6519	0,5785
ПАТ «Галичфарм» 2008	0,5417	0,5161	0,3928
ПАТ «Галичфарм» 2009	0,5060	0,5288	0,5874
ПАТ «Галичфарм» 2010	0,5574	0,7110	0,5793
ПАТ «Галичфарм» 2011	0,5097	0,6566	0,5626
ПАТ «Галичфарм» 2012	0,5821	0,6730	0,5503
ПАТ «Галичфарм» 2013	0,4877	0,3163	0,5652
ПАТ «Галичфарм» 2014	0,5216	0,7557	0,5826
ПАТ «Галичфарм» 2015	0,5294	0,6954	0,6008
ПАТ «Галичфарм» 2016	0,4980	0,5263	0,5974
ПАТ «Галичфарм» 2017	0,5109	0,6698	0,5933
ПАТ «Київмедпрепарат» 2008	0,5795	0,6634	0,4038
ПАТ «Київмедпрепарат» 2009	0,5355	0,1653	0,5683
ПАТ «Київмедпрепарат» 2010	0,5041	0,6037	0,5422
ПАТ «Київмедпрепарат» 2011	0,5984	0,6692	0,5464
ПАТ «Київмедпрепарат» 2012	0,5943	0,6668	0,5299
ПАТ «Київмедпрепарат» 2013	0,5483	0,4248	0,5315
ПАТ «Київмедпрепарат» 2014	0,6348	0,7016	0,5434
ПАТ «Київмедпрепарат» 2015	0,6170	0,6964	0,5851
ПАТ «Київмедпрепарат» 2016	0,5776	0,6215	0,5702
ПАТ «Київмедпрепарат» 2017	0,6374	0,6588	0,5749
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2008	0,5629	0,7043	0,3844
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2009	0,5638	0,4369	0,5500
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2010	0,5833	0,6716	0,6697
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2011	0,6295	0,6559	0,5902
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2012	0,6530	0,6792	0,5910
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2013	0,5811	0,6601	0,5914
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2014	0,5094	0,5936	0,6081
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2015	0,5879	0,5919	0,6115
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2016	0,5045	0,6172	0,6558
ПАТ «Київський вітамінний завод» 2017	0,5669	0,6136	0,6145
ПАТ «Центрэнерго» 2008	0,5560	0,6261	0,3764
ПАТ «Центрэнерго» 2009	0,4908	0,4977	0,5366
ПАТ «Центрэнерго» 2010	0,5481	0,4583	0,5264
ПАТ «Центрэнерго» 2011	0,5486	0,4917	0,5571
ПАТ «Центрэнерго» 2012	0,5571	0,5110	0,5692
ПАТ «Центрэнерго» 2013	0,5155	0,5629	0,5981
ПАТ «Центрэнерго» 2014	0,5150	0,5486	0,5804
ПАТ «Центрэнерго» 2015	0,5337	0,4307	0,5624

Продовження додатку Ж

Підприємство	H ₁	H ₂	H ₃
ПАТ «Центренерго» 2016	0,5127	0,4514	0,5502
ПАТ «Центренерго» 2017	0,5027	0,5279	0,5798
ПАТ «Вінницяобленерго» 2008	0,5117	0,0000	0,3932
ПАТ «Вінницяобленерго» 2009	0,5649	0,6369	0,6245
ПАТ «Вінницяобленерго» 2010	0,6244	0,6265	0,5921
ПАТ «Вінницяобленерго» 2011	0,5517	0,0000	0,6207
ПАТ «Вінницяобленерго» 2012	0,5389	0,0000	0,6324
ПАТ «Вінницяобленерго» 2013	0,5291	0,0001	0,5917
ПАТ «Вінницяобленерго» 2014	0,2052	0,3478	0,6063
ПАТ «Вінницяобленерго» 2015	0,5510	0,0000	0,5829
ПАТ «Вінницяобленерго» 2016	0,5558	0,5294	0,6078
ПАТ «Вінницяобленерго» 2017	0,5609	0,4294	0,5929
ПАТ «Тернопільобленерго» 2008	0,5216	0,0000	0,3720
ПАТ «Тернопільобленерго» 2009	0,4364	0,0002	0,5336
ПАТ «Тернопільобленерго» 2010	0,4715	0,0051	0,5192
ПАТ «Тернопільобленерго» 2011	0,4560	0,0000	0,5302
ПАТ «Тернопільобленерго» 2012	0,4628	0,0011	0,5474
ПАТ «Тернопільобленерго» 2013	0,4645	0,1384	0,5415
ПАТ «Тернопільобленерго» 2014	0,5218	0,2607	0,5460
ПАТ «Тернопільобленерго» 2015	0,4967	0,0002	0,5341
ПАТ «Тернопільобленерго» 2016	0,5073	0,2338	0,5577
ПАТ «Тернопільобленерго» 2017	0,4952	0,0000	0,5635
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2008	0,4928	0,0000	0,3743
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2009	0,5705	0,6670	0,5976
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2010	0,5562	0,7299	0,5798
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2011	0,5393	0,7247	0,5604
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2012	0,5340	0,7183	0,5787
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2013	0,4772	0,2892	0,5773
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2014	0,5572	0,0211	0,5809
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2015	0,5733	0,0907	0,5815
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2016	0,5043	0,0307	0,6047
ПрАТ «Чернівціобленерго» 2017	0,5274	0,0000	0,5884
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2008	0,5332	0,0000	0,3761
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2009	0,5212	0,0000	0,4727
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2010	0,5695	0,5874	0,5990
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2011	0,5903	0,6365	0,5684
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2012	0,5673	0,5772	0,5838
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2013	0,6182	0,6374	0,5818
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2014	0,6404	0,5923	0,5793
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2015	0,6203	0,2878	0,5714
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2016	0,5646	0,5025	0,5787
ПАТ «Запоріжжяобленерго» 2017	0,4977	0,0000	0,5724
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2008	0,5337	0,0000	0,3614
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2009	0,4414	0,0000	0,2712

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2010	0,5282	0,0000	0,2559
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2011	0,5270	0,0000	0,1896
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2012	0,5869	0,1128	0,0986
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2013	0,4630	0,0000	0,0000
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2014	0,5128	0,6311	0,5891
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2015	0,5358	0,0000	0,5179
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2016	0,5177	0,0000	0,0000
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» 2017	0,4628	0,0000	0,2138
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2008	0,5533	0,0000	0,3651
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2009	0,5720	0,0000	0,0000
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2010	0,6218	0,6386	0,0000
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2011	0,5635	0,6243	0,5923
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2012	0,5271	0,5111	0,5812
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2013	0,5639	0,0000	0,5889
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2014	0,0000	0,0000	0,5805
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2015	0,4842	0,0000	0,5788
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2016	0,5433	0,0000	0,5369
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» 2017	0,6036	0,0000	0,5961
ПрАТ «Львівобленерго» 2008	0,5514	0,2791	0,3736
ПрАТ «Львівобленерго» 2009	0,5619	0,3278	0,6046
ПрАТ «Львівобленерго» 2010	0,5539	0,1832	0,5943
ПрАТ «Львівобленерго» 2011	0,5672	0,4932	0,5922
ПрАТ «Львівобленерго» 2012	0,6490	0,5913	0,6260
ПрАТ «Львівобленерго» 2013	0,5635	0,3735	0,5894
ПрАТ «Львівобленерго» 2014	0,5385	0,5026	0,5124
ПрАТ «Львівобленерго» 2015	0,4843	0,0000	0,4988
ПрАТ «Львівобленерго» 2016	0,5037	0,0000	0,5216
ПрАТ «Львівобленерго» 2017	0,5067	0,0000	0,5318
ПАТ «Полтаваобленерго» 2008	0,6530	0,5611	0,3766
ПАТ «Полтаваобленерго» 2009	0,5685	0,1213	0,5725
ПАТ «Полтаваобленерго» 2010	0,6086	0,5269	0,5814
ПАТ «Полтаваобленерго» 2011	0,5617	0,5653	0,5827
ПАТ «Полтаваобленерго» 2012	0,5823	0,5700	0,5950
ПАТ «Полтаваобленерго» 2013	0,5182	0,1820	0,5990
ПАТ «Полтаваобленерго» 2014	0,5248	0,0000	0,5783
ПАТ «Полтаваобленерго» 2015	0,5489	0,4199	0,5795
ПАТ «Полтаваобленерго» 2016	0,5737	0,5098	0,5737
ПАТ «Полтаваобленерго» 2017	0,6150	0,5940	0,5361
ПАТ «Харківобленерго» 2008	0,5161	0,0000	0,3740
ПАТ «Харківобленерго» 2009	0,3674	0,5978	0,5421
ПАТ «Харківобленерго» 2010	0,1445	0,6001	0,5439
ПАТ «Харківобленерго» 2011	0,6460	0,5932	0,5466
ПАТ «Харківобленерго» 2012	0,0000	0,6110	0,5519
ПАТ «Харківобленерго» 2013	0,5444	0,6266	0,5567

Продовження додатку Ж

Підприємство	Н ₁	Н ₂	Н ₃
ПАТ «Харківобленерго» 2014	0,6312	0,6153	0,5570
ПАТ «Харківобленерго» 2015	0,4950	0,6390	0,5547
ПАТ «Харківобленерго» 2016	0,5011	0,6424	0,5594
ПАТ «Харківобленерго» 2017	0,5018	0,6729	0,5535
ПАТ «Сумиобленерго» 2008	0,6043	0,5569	0,3740
ПАТ «Сумиобленерго» 2009	0,5443	0,5561	0,5728
ПАТ «Сумиобленерго» 2010	0,6446	0,5838	0,5674
ПАТ «Сумиобленерго» 2011	0,6014	0,6349	0,5882
ПАТ «Сумиобленерго» 2012	0,6076	0,6481	0,5863
ПАТ «Сумиобленерго» 2013	0,5725	0,6320	0,5885
ПАТ «Сумиобленерго» 2014	0,5488	0,6328	0,5837
ПАТ «Сумиобленерго» 2015	0,5590	0,6447	0,5661
ПАТ «Сумиобленерго» 2016	0,0000	0,6337	0,5790
ПАТ «Сумиобленерго» 2017	0,5864	0,5759	0,5777
ПрАТ «Київобленерго» 2008	0,3716	0,5446	0,3925
ПрАТ «Київобленерго» 2009	0,0000	0,6208	0,6027
ПрАТ «Київобленерго» 2010	0,3679	0,3679	0,3679
ПрАТ «Київобленерго» 2011	0,5663	0,6170	0,6131
ПрАТ «Київобленерго» 2012	0,6475	0,6002	0,6079
ПрАТ «Київобленерго» 2013	0,5294	0,5949	0,6188
ПрАТ «Київобленерго» 2014	0,6176	0,5862	0,5538
ПрАТ «Київобленерго» 2015	0,5856	0,5390	0,5401
ПрАТ «Київобленерго» 2016	0,5832	0,0348	0,5559
ПрАТ «Київобленерго» 2017	0,5306	0,6135	0,5619

Додаток И

Динаміка патернів підприємств України за період 2008-2017 рр.

Підприємство	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ПрАТ «Кодитерська фабрика «АВК»	S3	S1	S3	S4	S4	S1	S1	S1	S1	S1
ПАТ «Азовмаш»	S6	S6	S6	S1	S5	S6	S1	S1	S6	S6
ПрАТ «Азовсталь»	S6	S2	S1	S1	S1	S1	S1	S1	S1	S1
ПАТ «Азот»	S6	S1	S4	S1	S4	S3	S7	S3	S3	S3
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»	S6	S2	S1	S2	S2	S1	S1	S1	S1	S1
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ»	S6	S1	S1	S1	S1	S1	S1	S5	S1	S1
ПАТ «Вінницяобленерго»	S3	S2	S2	S4	S4	S4	S1	S4	S1	S1
ПАТ «Вінтер»	S6	S1	S1	S1	S1	S1	S1	S1	S3	S3
ПАТ «Галичфарм»	S6	S1	S1	S1	S1	S4	S1	S1	S1	S1
ПрАТ «Геркулес»	S6	S4	S3	S4	S1	S1	S1	S4	S1	S3
ПАТ «Гідросила МЗТГ»	S6	S1	S1	S5	S1	S1	S1	S1	S1	S1
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	S6	S1	S3	S2	S2	S5	S2	S2	S2	S2
ПАТ «Дніпроазот»	S6	S1	S6	S4	S3	S1	S1	S1	S1	S1
ПАТ «Дніпровагонмаш»	S6	S2	S5	S5	S5	S2	S1	S6	S3	S6
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго»	S3	S7	S7	S1	S1	S4	S5	S4	S4	S4
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	S3	S3	S3	S3	S7	S7	S1	S4	S7	S3
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»	S6	S5	S4	S4	S3	S7	S7	S3	S5	S3
ПрАТ «Євраз Суха балка»	S6	S2	S6	S2	S2	S2	S1	S1	S1	S4
ПАТ «Житомирський маслозавод»	S6	S1	S2	S1	S2	S1	S1	S2	S2	S2
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	S6	S2	S1	S5	S1	S2	S2	S5	S3	S1
ПрАТ «Ласощі»	S5	S2	S2	S1	S1	S1	S6	S7	S7	S5
ПрАТ «Львівобленерго»	S3	S1	S4	S1	S2	S1	S1	S4	S4	S4

Додаток К

Динаміка оцінки ефективності діяльності підприємств України за групами у межах кластерів

Підприємство	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ПрАТ «Кодитерська фабрика «АВК»	2	4	2	3	3	4	4	4	4	4
ПАТ «Азовмаш»	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4
ПрАТ «Азовсталь»	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4
ПАТ «Азот»	4	4	3	4	3	2	1	2	2	2
ПАТ «Арселорміттал Кривий Ріг»	4	5	4	5	5	4	4	4	4	4
ПрАТ «НВЦ Борщагівський ХФЗ»	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4
ПАТ «Вінницяобленерго»	2	5	5	3	3	3	4	3	4	4
ПАТ «Вінтер»	4	4	4	4	4	4	4	4	2	2
ПАТ «Галичфарм»	4	4	4	4	4	3	4	4	4	4
ПрАТ «Геркулес»	4	3	2	3	4	4	4	3	4	2
ПАТ «Гідросила МЗТГ»	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	4	4	2	5	5	3	5	5	5	5
ПАТ «Дніпроазот»	4	4	4	3	2	4	4	4	4	4
ПАТ «Дніпровагонмаш»	4	5	3	3	3	5	4	4	2	4
ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго»	2	1	1	4	4	3	3	3	3	3
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	2	2	2	2	1	1	4	3	1	2
ПрАТ «Євраз Дніпровський металургійний комбінат»	4	3	3	3	2	1	1	2	3	2
ПрАТ «Євраз Суха балка»	4	5	4	5	5	5	4	4	4	3
ПАТ «Житомирський маслозавод»	4	4	5	4	5	4	4	5	5	5
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	2	3	4	4	4	5	5	3	4	3
ПрАТ «Ласощі»	4	5	3	5	4	3	4	4	4	2
ПрАТ «Львівобленерго»	4	4	5	3	4	4	3	2	1	2
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат»	4	5	4	5	5	4	4	4	2	3
ПрАТ «Монделіс Україна»	4	3	4	4	4	4	4	5	4	5

Продовження додатку К

Підприємство	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ПАТ «Мотор Січ»	2	3	2	5	5	4	5	4	3	4
ПрАТ «МТС Україна»	3	5	2	5	3	5	3	3	3	5
ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш»	3	3	2	5	3	3	5	5	3	3
ПрАТ «Одесакондитер»	4	5	3	4	4	4	4	3	3	4
ПАТ «Південний гірничозбагачувальний комбінат»	4	5	2	4	4	4	4	4	4	4
ПрАТ «Північний гірничозбагачувальний комбінат»	4	3	4	3	3	3	4	5	4	5
ПАТ «Полтавакондитер»	4	5	4	4	5	4	5	4	4	4
ПАТ «Полтаваобленерго»	4	5	5	4	5	5	5	5	4	5
ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	4	3	4	4	4	3	3	4	4	4
ПАТ «Львівська кондитерська фабрика «Світоч»	4	3	4	4	5	5	4	4	1	1
ПАТ «СМНВО»	4	4	5	5	4	5	4	5	5	5
ПАТ «Сумиобленерго»	4	4	5	4	4	4	4	1	2	2
ПАТ «Сумихімпром»	4	4	5	5	5	4	4	4	3	4
ПАТ «Тернопільобленерго»	4	2	1	1	1	1	2	2	1	2
ПАТ «Укртелеком»	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3
ПАТ «Фармак»	3	3	3	4	5	3	3	3	3	3
ПАТ «Харківобленерго»	4	4	4	4	5	5	5	4	5	3
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	2	4	3	5	3	4	5	4	4	4
ПрАТ «Центральний гірничо-збагачувальний комбінат»	4	4	2	5	4	5	5	5	5	5
ПАТ «Центренерго»	4	5	4	4	4	3	5	4	4	4
ПрАТ «Чернівціобленерго»	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	2	5	4	4	4	3	3	3	3	3
ПрАТ «Ласоці»	3	3	2	5	3	3	5	5	3	3
ПрАТ «Львівобленерго»	4	5	3	4	4	4	4	3	3	4
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат»	4	5	2	4	4	4	4	4	4	4
ПрАТ «Монделіс Україна»	4	3	4	3	3	3	4	5	4	5
ПАТ «Мотор Січ»	4	5	4	4	5	4	5	4	4	4

Додаток М

Список публікацій здобувача

Список публікацій здобувача в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Малиш Д.О. Теоретичні засади фінансової безпеки підприємства. Збірник наукових праць Донецького державного університету управління. Серія економіка. Том XVIII. Випуск 301. Маріуполь. 2017. С. 122 – 131 (0,55 друк. арк.).

2. Малиш Д.О. Фінансова архітектура підприємства як основа його фінансової безпеки. Науковий вісник міжнародного гуманітарного університету. Серія: «Економіка і менеджмент». Випуск 28. 2017. С. 200-203 (Index Copernicus) (0,48 друк. арк.).

3. Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємства: структурно-декомпозиційний аналіз. Вісник Одеського національного університету. Серія «Економіка». 2017. Т. 22. Випуск 8 (61). С. 112 – 116 (Index Copernicus та ін.) (0,48 друк. арк.).

4. Школьник І. О., Малиш Д. О., Козьменко Є. С. Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства. Бізнес Інформ. 2018. 3. С. 315–322. (Index Copernicus та ін.) (0,58 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизовано фактори, що впливають на структуру капіталу підприємства, запропоновано теоретичну базу формування фінансової архітектури підприємства (0,3 друк. арк.).*

5. Малиш Д.О. Роль фінансового сектору у фінансуванні підприємств реального сектора економіки. Економічний аналіз: зб. наук. праць. Т. 28. (2). 2018. С. 79 – 84 (Index Copernicus та ін.) (0,62 друк. арк.).

6. Малиш Д.О., Душак М.І. Фінансова архітектура підприємства як основа протидії фінансовому рейдерству. Причорноморські економічні студії. 2018. Вип. 36. – С. 138 – 148 (Index Copernicus) (0,5 друк. арк.) *Особистий внесок: визначено методи захисту фінансової безпеки підприємства від фінансового*

Продовження додатку М
рейдерства, в контексті фінансової архітектури підприємства, проведено аналіз стану власності на провідних вітчизняних підприємствах різних ВЕД реального сектору (0,3 друк. арк.).

Список публікацій, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

7. Малиш Д.О. Фінансова безпека підприємства: теоретичні аспекти. Розвиток фінансового ринку в Україні: проблеми та перспективи: матеріали IV Всеукр. наук.-практ. Інтернет-конф. 10 листопада 2016. Полтава: ПолтНТУ, 2016. С. 128 – 131 (0,25 друк. арк.)

8. Малиш Д.О. Огляд методичних підходів до оцінювання фінансової безпеки підприємства. Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України: зб. матеріалів I Всеукраїнської наук.-практ. конф. 23-24 листопада 2016 р. – Суми: СумДУ, 2016. – С. 61 – 65 (0,19 друк. арк.)

9. Малиш Д.О. Сутнісні характеристики суб'єктів фінансової безпеки підприємства. Національні особливості та світові тенденції управління та адміністрування на макро-, мезо-, і мікрорівнях економіки: матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 17-18 березня 2017 р.). У 2-х частинах. Дніпро: ПДАБА, 2017. Ч. 2. С. 52 – 55 (0,24 друк. арк.)

10. Малиш Д.О. Вплив стану фінансового ринку на фінансову безпеку вітчизняних підприємств. Актуальні питання функціонування фінансового ринку в умовах кризових явищ світової економіки: матеріали II Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції (м. Одеса, 20-21 квітня 2017 р.). Одеса: ОНЕУ, 2017. С. 72 – 76 (0,24 друк. арк.)

11. Малиш Д.О. Фінансова архітектура підприємства: базові елементи. Проблеми і перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України: зб. матеріалів II Всеукраїнської наук.-практ. конф. 23 листопада 2017 р. Суми: СумДУ, 2017. С. 108 – 112 (0,21 друк. арк.)

Продовження додатку М

12. Малиш Д.О. Детермінанти фінансового левериджу підприємства. Глобальні та регіональні аспекти інноваційного розвитку економіки: збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (Одеса, 23 березня 2018 р.). Одеса: ОНЕУ, 2018. С. 34 – 36 (0,1 друк. арк.)
13. Малиш Д.О. Щодо сутності фінансового сектору в Україні. Модернізація фінансово-кредитної системи : тези доп. Всеукр. наук.-практ. конф. (Київ, 27 березня 2018 р.) / відп. Ред. Н.П. Шульга. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2018. С. 60 – 62 (0,14 друк. арк.)
14. Малиш Д.О. Теоретичні аспекти впливу фінансового сектору на фінансову безпеку підприємства. Фінансування, інвестування та кредитування в Україні: проблеми та перспективи розвитку в кризовій економіці: Збірник наукових праць за матеріалами Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції, 20 травня 2018 р. Частина 2. ДДАЕУ, 2018. С. 70 – 72 (0,24 друк. арк.)
15. 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. 22-23 листопада 2018 р. Суми: СумДУ, 2018. С. 125 – 128 (0,13 друк. арк.)



СУМСЬКИЙ МАШИНОБУДІВНИЙ ЗАВОД

ПРОЕКТУВАННЯ, ВИРОБНИЦТВО ТА ПРОДАЖ НАСОСНОГО ОБЛАДНАННЯ

ТОВ «Сумський Машинобудівний Завод»
ЄДРПОУ : 34933255
ІПН: 349332518190 Св. № 100021824
40020, м.Суми, вул. Машинобудівників, 4

Тел./факс: +380 542 700520
Факс: +380 542 700522
e-mail: smz@ds-soyuz.com.ua

До спеціалізованої вченої ради Д 55.051.06
Сумського державного університету

№: 12/48.-10.18

big 16.10.18

Довідка

про впровадження результатів дисертаційної роботи

Малиша Дмитра Олексійовича

«Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового сектору
України»

В сучасних економічних умовах, що сформувались в Україні фінансова діяльність підприємств значною мірою визначається станом фінансового сектору, який останнім часом перебуває в стані постійної фінансової нестабільності. У таких умовах підприємству вкрай важливо реально оцінювати як поточний так і перспективний стан його фінансової безпеки, оскільки він є основою захисту інтересів і власників і працівників.

Даною довідкою підтверджується, що в практичній діяльності ТОВ «Сумський машинобудівний завод» враховуються наукові рекомендації, викладені в дисертаційній роботі Малиша Д.О. на тему «Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового сектору України», подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. Зокрема представляє практичний інтерес запропонований автором методичний підхід щодо визначення як інтегрального показника стану фінансової безпеки так і її стратегічного вектору.

Директор

М.Я. Діденко



ТОВ «СБТК»

юридична адреса: м. Суми, вул. СКД 44/54, ЄДРПОУ 35171559

поштова адреса: м. Суми, вул. СКД 44/54

№ 99 від 21.11.2017 р.

Довідка

**про впровадження в практичне використання
в діяльності товариства з обмеженою відповідальністю «СБТК»
результатів дисертаційної роботи Малиша Дмитра Олексійовича на тему:
«Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового
сектору України»**

Науково-методичні та практичні результати дослідження Малиша Дмитра Олексійовича були використанні в діяльності ТОВ «СБТК» в частині вдосконалення аналізу та прогнозування рівня фінансової безпеки підприємства шляхом використання групи показників та залежностей між ними: коефіцієнта внутрішнього (власного) забезпечення, групи показників, що характеризують стан фінансової архітектури підприємства. Крім того, в діяльності підприємства взято до уваги пропозиції автора дослідження щодо методів захисту від фінансового рейдерства шляхом управління структурою капіталу та структурою власності.

Директор ТОВ «СБТК» Варава Х.В.



ЗАТВЕРДЖУЮ
Перший проректор
Сумського державного
університету
В. Д. Карпуша
2018 р.



АКТ

про впровадження результатів дисертаційної роботи
асистента кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Малиша Дмитра Олексійовича
присвяченого науково-методичним засадам забезпечення
фінансової безпеки підприємств під впливом нестабільності
фінансового сектору України
у навчальний процес
навчально-наукового інституту бізнес-технологій "УАБС"

28 листопада 2018 р.

м. Суми

Акт складено комісією у складі:

- Голова:** заступник директор навчально-наукового інституту бізнес-технологій "УАБС", доктор економічних наук, професор
Белова І.В.
- Члени комісії:** професор кафедри фінансів, банківської справи та страхування,
доктор економічних наук, професор Рекуненко І.І.
заступник начальника навчально-методичного відділу,
кандидат економічних наук, доцент Криклій О.А.
заступник директора інституту з методичної роботи, практико-орієнтованої підготовки студентів та інтеграційних зв'язків із замовниками кадрів Крухмаль О.В.

В період з 24 по 28 грудня 2018 р. комісія вивчила стан фактичного впровадження результатів дисертаційної роботи Малиша Дмитра Олексійовича

на тему “Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового сектору України” в навчальний процес навчально-наукового інституту бізнес-технологій “УАБС” Сумського державного університету.

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Малиша Дмитра Олексійовича на тему “Фінансова безпека підприємств під впливом нестабільності фінансового сектору України”.
2. Робочі програми курсів зі спеціальностей: 072 “Фінанси, банківська справа та страхування” (освітнього ступеня “Бакалавр”, “Магістр”).

За результатами проведеної роботи комісією встановлено, що:

1. Розроблені у дисертаційній роботі Малиша Д.О. науково-методичні та практичні положення впроваджені в навчальний процес з наступних дисциплін:
 - 2.1. “Фінансова діяльність суб’єктів господарювання” (викладається для студентів денної форми навчання освітнього ступеня “бакалавр” спеціальності 072 “Фінанси, банківська справа та страхування”);
 - 2.2. “Корпоративні фінанси” (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітнього ступеня “бакалавр” спеціальності 072 “Фінанси, банківська справа та страхування”);
 - 2.3. “Управління фінансами акціонерних товариств” (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітнього ступеня “бакалавр” напряму підготовки 6.030508 “Фінанси і кредит”);
 - 2.4. “Управління фінансовою безпекою підприємств” (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітнього ступеня “магістр” спеціальності 072 “Фінанси, банківська справа та страхування”);
 - 2.5. “Фінансовий ринок” (викладається для студентів денної та заочної форми навчання освітнього ступеня “бакалавр” спеціальності 072 “Фінанси, банківська справа та страхування”).
2. Застосування результатів дисертаційної роботи Малиша Дмитра Олексійовича в навчальному процесі навчально-наукового інституту бізнес-технологій

“УАБС” Сумського державного університету дало змогу адаптувати вказані дисципліни до умов сучасних трансформаційних процесів в освіті; поглибити їх теоретико-методичні основи та підвищити якість підготовки фахівців з економічних спеціальностей.

Голова комісії:



І.В. Белова

Члени комісії:



І.І. Рекуненко



О.А. Криклич



О.В. Крухмаль

