

СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

ДЗЮБА ВІКТОРІЯ ВІТАЛІЇВНА

УДК: 336.76:658.114.25(477)(043.5)

ДИСЕРТАЦІЯ
ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ
В УМОВАХ РОЗБАЛАНСОВАНОСТІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

072 – Фінанси, банківська справа та страхування
(07 Управління та адміністрування)

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень.

Використання ідей, результатів і текстів інших

авторів мають посилання на відповідне джерело _____ В. В. Дзюба

Науковий керівник:
Доктор економічних наук, професор
Школьник Інна Олександрівна

СУМИ – 2023

АНОТАЦІЯ

Дзюба В. В. Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 – Фінанси, банківська справа та страхування (07 Управління та адміністрування). – Сумський державний університет Міністерства освіти і науки України, Суми, 2023.

Дисертація присвячена вирішенню актуальної наукової задачі щодо удосконалення теоретико-методичних та практичних засад формування структури капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку.

Формування капіталу корпоративних підприємств (нефінансових корпорацій) є основою їх фінансової політики в якій перетинаються інтереси головних стейкхолдерів – акціонерів, менеджменту, інвесторів, кредиторів. Враховуючи широкий склад стейкхолдерів нефінансових корпорацій (далі – НФК) та різний рівень впливу на прийняття фінансових рішень, зокрема щодо формування капіталу, визначено п'ять рівнів критеріїв та уточнено їх перелік за рівнями: 1) реальні та потенційні стейкхолдери, що мають вплив на економіко-фінансовий стан НФК; 2) зацікавлені у функціонуванні НФК або мають нейтральне ставлення; 3) з формалізованими відносинами між основними стейкхолдерами; 4) стейкхолдери з якими сформовані фінансові відносини; 5) внутрішні топ-стейкхолдери НФК.

Для НФК формування капіталу є базовою складовою фінансової політики, яка розглядається як визначена власниками та узгоджена з менеджментом мета фінансового менеджменту, що передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, вибір форм та методів її досягнення в короткостроковому і в довгостроковому

періоді та відповідає таким ключовим принципам: справедливості; узгодження із чинним законодавством; реалістичності, досяжності, рівня ризикованості, що відповідає рівню апетиту до ризику як власників так і менеджменту компанії.

Обґрунтовано, що при формуванні фінансової політики НФК може визначатись три види структури капіталу: фактична структура капіталу – як співвідношення між наявними у розпорядженні НФК в певний період часу різних елементів капіталу, які фіксуються у фінансовій звітності НФК з визначеними зобов'язаннями по їх обслуговуванню; цільова структура капіталу, представлена як прогнозований коридор значень набору таргетів фінансової політики в межах яких, в залежності від зміни системного (недиверсифікованого) ризику НФК може визначатись оптимальна структура; оптимальна структура капіталу – як співвідношення між різними елементами капіталу НФК, яке забезпечує досягнення визначених в межах коридорів стратегічних таргетів фінансової політики, при узгодженому між ключовими стейкхолдерами – власниками та менеджерами апетиту до ризику.

На основі упорядкування факторів впливу на формування оптимальної структури капіталу за критеріями: 1) середовища в якому вони формуються – зовнішньому (відносяться до системних ризиків, на які у НФК практично відсутні важелі впливу) та внутрішньому (формуються безпосередньо в межах самого підприємства можуть бути врегульовані та контрольовані менеджментом підприємства); 2) за рівнем реалізації фінансової політики – стратегічного та оперативно-тактичного, побудовано матрицю факторів, яка дозволяє максимально узгоджувати позиції власників та топ-менеджерів НФК при формуванні фінансової політики та контролювати досягнення визначених ключових таргетів.

Формування капіталу НФК відбувається під впливом стану кредитного та фондового ринку України, оскільки їх кон'юнктура формує ціни на позиковий капітал, а також можливі обсяги цього капіталу для потреб конкретного корпоративного підприємства. З точки зору світових фондових

ринків розмір вітчизняного фондового ринку є незначним, він не входить до переліку країн, фондові ринки яких є мінімально значимі. Фондовий ринок в Україні є ринком державних облигацій: з 2015 по 2022 р. їх частка в структурі торгів зросла з 90 % до 98 % та витісняє найбільш значимі цінні папери для розвитку підприємств не лише реального, а і фінансового сектору економіки. В Україні торги повноцінно відбуваються на трьох фондових біржах – АТ «Фондова біржа ПФТС», АТ «Українська біржа» та ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива». Остання здійснює виключне обслуговування операцій з облигаціями внутрішньої державної позики. Певна частка операцій з корпоративними цінними паперами здійснюється на фондовій біржі ПФТС. Максимально диверсифікованими є операції, що здійснюються на Українській фондовій біржі. Аналіз операцій, які відбуваються на фондовому ринку засвідчує, що він повноцінно не виконує своїх функцій і не є джерелом формування капіталу для НФК.

Україна має банкоцентричну фінансову систему, тому серед зовнішніх джерел фінансування НФК переважає банківське кредитування. Його стан в довоєнному періоді мав позитивну динаміку щодо надання нових кредитів НФК, їх розмір поступово зростає, що свідчило і про адаптацію бізнесу до впливу пандемії Covid-19. Домінуюча частка кредитів припадає на строк до 1 року, яка коливається в межах від 72,3 % до 88,5 %. НФК використовують кредити лише під фінансування своєї поточної діяльності, що суттєво звужує їх можливості створення нових виробничих потужностей, чи модернізації існуючих. Структура наданих нових кредитів НФК за ВЕД демонструє суттєву розбалансованість між структурою кредитних ресурсів та структурою ВВП України. Структура ж залишків кредитів, що обслуговують НФК є більш наближеною до структури ВВП України.

Аналіз динаміки процентної ставки за кредитами засвідчив, що з 2019 р. по січень 2022 р. відбувалось їх поступове зниження внаслідок реалізації політики очищення банківського сектору, проведеної НБУ. Динаміку процентних ставок визначає два чинники: процентні ставки за кредитами для

інших НФК, і процентні ставки по кредитах термінами до 1 року та термінами від 1 до 5 років. По кредитах НФК переважають гривневі кредити, їх частка за період 2019 – 2022 рр. поступово зростає з 49 %, до майже 70 %. Використання кредитів в національній валюті, та їх поступове зростання в структурі свідчить про більш вигідні умови їх використання для підприємств, а також зменшення ризиків, пов'язаних з коливанням курсів іноземної валюти.

Рівень узгодженості між структурою активів та структурою капіталу НФК є кардинально різним в залежності від ВЕД, при цьому структура капіталу за базовими виробничими ВЕД (сільське, лісове та рибне господарство і промисловість) є неузгодженою зі структурою активів, в першу чергу за термінами. Кожен ВЕД має певні особливості у формуванні фінансового ризику, це обумовлено значним колом чинників, серед яких вагомими є особливості здійснення виробничого процесу та, відповідно формування грошових потоків, здійснення зовнішньоекономічних операцій, переважання в структурі залучених кредитів, в залежності від валюти кредиту – в національній чи в іноземній. З-поміж аналізованих ВЕД максимальний рівень фінансового ризику притаманний НФК сільського, лісового та рибного господарства. Найнижчий рівень фінансового левериджу демонструє діяльність НФК в сфері транспорту, складського господарства – значення левериджу є мінімальним і становить менше 1, незначний рівень левериджу сформований підприємствами промисловості (в межах від 1,871 до 3,4).

НФК в основному не налаштовані на залучення позикового капіталу враховуючи низький рівень операційної рентабельності діяльності, що не дозволяє залучати банківські кредити, вартість яких перевищує рівень рентабельності; низький рівень кредитоспроможності в силу низьких показників рентабельності діяльності та окупності вкладеного капіталу, відсутності формальних підстав для виходу на фондовий ринок з метою проведення IPO.

Транспарентність фінансової діяльності НФК є одним із ключових чинників, що створює суттєві розриви в асиметрії інформації, значною мірою

впливає на прийняття інвестором рішення щодо розміщення капіталу, є додатковим позитивним чинником, що впливає на прийняття рішення банком чи небанківською фінансовою установою щодо виділення кредитів.

В роботі проаналізовано стан транспарентності НФК на основі вибірки, яка сформована із списку Топ-100 українських підприємств за величиною доходу. Сформовано перелік із 46 НФК, які представляють шість ВЕД: сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство; промисловість; будівництво; оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність; інформація та телекомунікації.

Враховуючи наявність інформації, виходячи із проведеного аналізу вебсайтів НФК визначено групи індикаторів, кожна з яких оцінена за критеріями: група «Загальна інформація про НФК» (наявність та доступність); «Звіт виконавчого органу щодо розгляду та аналізу фінансового стану компанії і результатів її діяльності» (наявність); групи «Основні показники операційної та фінансової діяльності» та «Фінансові звіти» (наявність, актуальність, регулярність та використованість); «Аудиторський звіт та висновки аудиторів» (наявність, актуальність та регулярність).

Побудовано рейтинг транспарентності фінансової діяльності НФК, який засвідчив, що стан транспарентності їх фінансової діяльності є вкрай низьким. Менеджмент вітчизняних підприємств не вбачає потреби і не усвідомлює зв'язку між транспарентністю своєї фінансової діяльності та можливості формування оптимальної структури капіталу. Результати рейтингу продемонстрували такий рівень транспарентності: абсолютна (3 НФК/6 %); високий рівень (3/6 %); вище середнього рівня (0); середній рівень (6 /13 %); нижче середнього (13/29 %); низький (10/22 %); неприйнятний рівень транспарентності (11/24 %).

Орієнтуючись на показники, які обраховуються Європейським комітетом центральних офісів балансових даних, створений групою центральних банків європейських країн для дослідження фінансового стану

НФК, враховуючи можливість їх обрахунку за національними стандартами фінансової звітності запропоновано науково-методичний підхід, який передбачає оцінювання стану ефективності формування структури капіталу НФК на основі використання функції бажаності Харрінгтона. Сформовано 4 групи, які сумарно включають 19 показників: структурні показники балансу; показники процентного навантаження; показники рентабельності діяльності; показники обслуговування та ефективності використання капіталу. Визначено інтегральний показник відповідності критеріям оптимальності структури капіталу підприємств. Відповідність отриманого значення інтегрального показника якості бажаності оптимальної структури капіталу визначаються на основі вербально-числової шкали Харрінгтона. В результаті за всіма НФК інтегральні показники в розрізі кожного року знаходяться в інтервалі, який характеризується як задовільний [0,37-0,63].

Отримані результати відформатовано за спадінням, опираючись на визначене середнє значення отриманого інтегрального показника за кожним НФК. Це дозволило виокремити 4 групи: 1) які мають значення, що наближаються до інтервалу, де бажаність є високою та демонструють стале зростання; 2) з рівномірною динамікою; 3) з тенденцією до подальшого зниження; 4) стійкою тенденцією до слабкої бажаності та наближене значення до низького інтервалу.

Ключові слова: банківське кредитування, власний капітал, економічна додана вартість, зобов'язання, корпоративне управління, процентна ставка, транспарентність, фінансова стійкість, фінансове забезпечення, фінансовий менеджмент, фінансовий стан підприємства, фінансові ресурси, фондовий ринок.

ABSTRACT

Dzyuba V. V. Capital formation of corporate enterprises in conditions of financial market imbalance. – Manuscript.

Dissertation for obtaining the scientific degree of Doctor of Philosophy in specialty 072 – Finance , banking and insurance (07 Management and Administration). - Sumy State University of the Ministry of Education and Science of Ukraine, Sumy, 2023.

The dissertation is devoted to solving the topical scientific problem of improving the theoretical, methodological and practical foundations for the formation of capital structure of corporate enterprises in conditions of financial market imbalance.

Capital formation of corporate enterprises (non-financial corporations) is the basis of their financial policy, in which the interests of the main stakeholders – shareholders, management, investors and creditors – intersect. Taking into account the broad membership of stakeholders in non-financial corporations (hereinafter referred to as "NFCs") and different levels of influence on financial decision-making, in particular, regarding the formation of capital, five levels of criteria have been determined and their list by level has been clarified: 1) real and potential stakeholders that have an impact on the economic and financial condition of NFC 2) those ones that have an interested in the functioning of NFC or have a neutral attitude; 3) with formalized relations between the main stakeholders; 4) stakeholders with whom financial relations are established; 5) internal top stakeholders of NFC.

For NFCs capital formation is a basic component of financial policy, which is considered as a goal of financial management defined by the owners and agreed with the management, which involves the development of an algorithm of actions aimed at forming an optimal capital structure, the choice of forms and methods of its achievement in the short-term and in the long-term and corresponds to the following key principles: justice; compliance with the current legislation; realism, attainability, level of riskiness, which corresponds to the level of risk appetite of both the owners and the management of the company.

It is substantiated that three types of capital structure can be determined when forming the financial policy of NFCs: actual capital structure – as a ratio between various elements of capital available at the disposal of NFCs in a certain period of

time, which are recorded in the financial statements of NFCs with defined obligations for their servicing; the target capital structure presented as a projected corridor of values in a set of financial policy targets within which the optimal structure can be determined depending on the change in the systemic (non-diversified) risk of NFC; optimal capital structure – as a ratio between various elements of the NFC's capital, which ensures the achievement of the financial policy strategic targets defined within the corridors, with an agreed appetite for risk between the key stakeholders – owners and managers.

Based on the arrangement of influencing factors on the formation of the optimal capital structure according to the following criteria: 1) the environment in which they are formed – external (related to systemic risks, on which NFCs have practically no leverage) and internal (formed directly within the enterprise itself, can be regulated and controlled by the management of the enterprise); 2) according to the level of implementation of the financial policy – strategic and operational-tactical, a matrix of factors was built, which makes it possible to maximally coordinate the positions of the owners and top managers of NFCs in the formation of the financial policy and to monitor the achievement of the defined key targets.

The formation of capital of NFCs takes place under the influence of the state of the credit and stock market in Ukraine, since their condition shapes the prices of loan capital, as well as the possible volumes of this capital for the needs of a specific corporate enterprise. From the point of view of world stock markets, the size of the domestic stock market is insignificant, it is not included in the list of countries whose stock markets are minimally significant. The stock market in Ukraine is a market of government bonds: from 2015 to 2022 their share in the structure of trading increased from 90% to 98% and is displacing the most significant securities for the development of enterprises not only in the real, but also in the financial sector of the economy. In Ukraine, trading takes place on three stock exchanges – JSC "PFTS Stock Exchange", JSC "Ukrainian Exchange" and private joint-stock company "Perspektiva Stock Exchange". The latter provides exclusive servicing of operations with domestic state loan bonds. A certain share of operations with corporate

securities is carried out on the PFTS stock exchange. Operations carried out on the Ukrainian Stock Exchange are the most diversified. The analysis of transactions taking place on the stock market proves that it does not fully fulfill its functions and is not a source of capital formation for NFCs.

Ukraine has a bank-based financial system, therefore bank lending prevails among the external sources of financing of NFCs. Its condition in the pre-war period had positive dynamics in relation to the provision of new loans to the Bank of Ukraine, their size gradually increased, which also indicated the adaptation of business to the impact of the Covid-19 pandemic. The dominant share of loans is up to 1 year, ranging from 72,3% to 88,5%. NFCs use loans only to finance their current activities, which significantly narrows their opportunities to create new production facilities or modernize existing ones. The structure of new loans by types of economic activity demonstrates a significant imbalance between the structure of credit resources and the structure of Ukraine's GDP. The structure of credit balances, which are serviced by NFCs is closer to the structure of Ukraine's GDP.

The analysis of dynamics of the interest rate on loans proved that from 2019 to January 2022 they gradually decreased as a result of implementation of the policy of cleaning up the banking sector carried out by the National Bank of Ukraine. The dynamics of interest rates is determined by two factors: interest rates on loans for other NFCs and interest rates on loans with maturities up to 1 year and maturities from 1 to 5 years. Hryvnia loans predominate among NFC loans, their share for the period 2019-2022 is gradually increasing from 49% to almost 70%. The use of loans in the national currency and their gradual growth in the structure indicates more favorable conditions for their use by enterprises, as well as a reduction in risks associated with fluctuations in foreign exchange rates.

The level of consistency between the structure of assets and the structure of capital of NFCs is radically different depending on types of economic activity, while the capital structure of basic production types of economic activity (agriculture, forestry, fishing and industry) is inconsistent with the structure of assets, primarily in terms of maturities. Each type of economic activity has certain peculiarities in the

formation of financial risks due to a significant number of factors, which include the peculiarities of implementation of the production process and, accordingly, the formation of cash flows, the implementation of foreign economic operations, the predominance of loans in the national or foreign currency in their structure. Among the analyzed types of economic activity, the maximum level of financial risk is inherent in the agricultural, forestry and fishing industry. The lowest level of financial leverage is typical for the activity of NFCs in the field of transport and warehousing – the value of leverage is minimal and is less than 1, an insignificant level of leverage is formed by industrial enterprises (in the range from 1,871 to 3,4).

NFCs are generally not set up to attract loan capital, given the low level of operational profitability, which does not allow them to attract bank loans, the cost of which exceeds the level of profitability; low level of creditworthiness due to low indicators of profitability and return on invested capital, lack of formal grounds for entering the stock market for the purpose of initial public offering.

The transparency of NFC financial activity is one of the key factors that creates significant gaps in the asymmetry of information, significantly affects the investor's decision-making regarding capital placement, and is an additional positive factor that affects the decision-making by banks or non-banking financial institutions regarding the allocation of loans.

The article analyzes the state of transparency of NFCs based on a sample that was formed from the list of the Top 100 Ukrainian enterprises by revenues. A list of 46 NFCs was formed, which represent six economic sectors: agriculture, forestry and fisheries; industry; construction; wholesale and retail trade, repair of motor vehicles and motorcycles; transport, warehousing, postal and courier activities; information and telecommunications.

Taking into account the availability of information, based on the analysis of NFC websites, groups of indicators were determined, each of which was evaluated according to the following criteria: group "General information about the NFC" (availability and accessibility); "Report of the executive body on the review and analysis of the financial condition of the company and the results of its activities"

(availability); group "Main indicators of operational and financial activity" and "Financial reports" (availability, relevance, regularity and utilization); "Auditor's report and auditor's opinion" (availability, relevance and regularity).

A rating of transparency of NFCs financial activity was built, which testified that the state of transparency of their financial activity is extremely low. The managers of domestic enterprises do not see the need and do not realize the connection between the transparency of their financial activities and the possibility of forming an optimal capital structure. The results of the rating demonstrated the following level of transparency: absolute (3 NFC/6%); high level (3/6%); above average level (0); average level (6/13%); below average (13/29%); low (10/22%); unacceptable level of transparency (11/24%).

Focusing on the indicators calculated by the European Committee of Central Balance-Sheet Data Offices, created by a group of central banks of European countries for research on the financial condition of NFCs, taking into account the possibility of their calculation according to national standards of financial reporting, a scientific and methodological approach is proposed, which involves assessing the state of efficiency in the formation of the capital structure of NFCs based on the use of the Harrington desirability function. 4 groups have been formed, which include a total of 19 indicators: structural balance indicators; percentage loading indicators; performance indicators; indicators of servicing and efficiency of capital use.

The integral indicator of compliance with the criteria of optimality of enterprises' capital structure was determined. The relevance of the obtained value of the integral indicator for the quality of the optimal capital structure is determined on the basis of Harrington's verbal-numerical scale. As a result, for all NFCs the integral indicators for each year are in the interval, which is characterized as satisfactory [0,37-0,63].

The obtained results are formatted in descending order, based on the determined average value of the obtained integral indicator for each NFC. This made it possible to distinguish 4 groups: 1) which have values approaching the interval where desirability is high and show steady growth; 2) with uniform dynamics; 3)

with a tendency to further decrease; 4) a steady tendency towards weak desirability and an approximate value to low interval.

Key words: bank lending, corporate governance, economic added value, equity, interest rate, liabilities, solvency, transparency, financial policy, financial stability, financial support, financial management, financial condition of the enterprise, financial resources, stock market.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

Фахові видання категорії А

1. Shkolnyk I., Frolov S., Orlov V., Dziuba V., Balatskyi Ye. Influence of the world stock markets on the development of the stock market in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*. 2021. № 18 (4). P. 223–240. doi:10.21511/imfi.18(4).2021.20 (Scopus, Cabbell’s, ERIH PLUS, DOAJ, EconBiz та ін.) (1,28 друк. арк.). *Особистий внесок: проаналізовано стан розвитку фондових бірж України та їх роль у фінансуванні підприємств (0,3 друк. арк.)* <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/87591>

Фахові видання категорії Б

2. Фролов С., Дзюба В., Орлов В. Контент-аналіз теоретичних засад управління структурою капіталу. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2020. № 3 (20). С. 120–129. DOI: 10.25140/2411-5215-2020-3(23)-120-129. (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: контент аналіз теорій з використанням інструментарію Google Books Ngram Viewer (0,18 друк. арк.)* <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/92644>

3. Фролов С. М., Виговська Н. Г., Дзюба В. В. Фінансова політика щодо формування оптимальної структури капіталу корпорацій. *Економіка, управління та адміністрування*. 2021. № 2 (96). С. 85–90. [https://doi.org/10.26642/ema-2021-2\(96\)-85-90](https://doi.org/10.26642/ema-2021-2(96)-85-90) (Index Copernicus, Ulrich's Periodicals Directory; DOAJ; WorldCat та ін.) (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: удосконалено ієрархію критеріїв визначення стейкхолдерів корпорації залежно від рівня впливу на прийняття рішень щодо формування капіталу корпорації (0,25 друк. арк.)* <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/92662>

4. Фролов С. М., Диха М. В., Дзюба В. В. Методи оптимізації структури капіталу корпорації. *Вісник Хмельницького національного університету. Серія: економічні науки*. 2021. № 5. Том 1. С. 258 – 263. (Index Copernicus та ін.) (0,6 друк. арк.) *Особистий внесок: систематизовано*

фактори, що впливають на фінансовий леверидж з визначенням напрямів впливу та сформована матриця факторів, що визначають оптимальну структуру капіталу корпорації (0,25 друк. арк.)
<https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/92664>

5. Школьник, І., Дзюба, В. Транспарентність фінансової діяльності корпоративних підприємств. *Економіка та суспільство*. 2023. № (55). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-55-36> (Index Copernicus, Eurasian Scientific Journal Index (ESJI), Directory of Open Access Journals (DOAJ) (0,6 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизовано вимоги щодо транспарентності корпоративних підприємств в Україні (0,4 друк. арк.)*

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

6. Шумигора К. В., Дзюба В. В. Вдосконалення методики аналізу фінансових результатів діяльності підприємства. *Актуальні питання розвитку сучасної науки та освіти (частина I)* : матеріали III міжнар. наук.-практ. конф., м. Львів, 16-17 січ. 2021 р., Львів : Львівський науковий форум, 2021. С. 74–75. (0,18 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизовано методи аналізу фінансових результатів діяльності підприємства (0,1 друк. арк.)*
<https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/92665>

7. Фролов С. М., Дзюба В. В. Формування стратегічної фінансової політики корпоративного підприємства. *Проблеми планування в ринкових умовах* : тези допов. XX міжнар. наук.-практ. конф., м. Хмельницький, 28-30 жовт. 2021 р., Хмельницький : Хмельницький національний університет. С. 75–77 (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано концептуальне розуміння формування фінансової політики корпоративного підприємства (0,12 друк. арк.)* <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/93424>

8. Диха М.В., Орлов В.В., Дзюба В.В. Дисбаланси у фінансово-економічній системі та їх вплив на макропоказники країни. *Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи* : матеріали міжнар.

наук.-практ. конф., м. Суми, 22-24 листоп. 2021 р., Суми : СумДУ, 2021. С. 31–35. (0,28 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано теоретичні зв'язки між поняттями дисбаланс, рівновага, симетрія* (0,14 друк. арк.)
<https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/89434>

9. Фролов С.М., Орлов В.В., Дзюба В.В. Дослідження причинності (каузальності) формування реального ВВП України. *Інноваційний розвиток економіки: інфраструктурний та інвестиційний аспекти* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Запоріжжя, 26-27 листоп. 2021 р.. Запоріжжя, 2021. С.113–118. (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизація макроекономічних показників для визначення каузальності по Грейнджеру* (0,1 друк. арк.) <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/92666>

10. Орлов В. В., Дзюба В. В. Особливості розвитку цифрової валюти як бізнес-моделі фінансового посередництва в Україні. *Modern research in world science* : матеріали II міжнар. наук.-практ. дистанц. конф., м. Львів, 15-17 трав. 2022 р. Львів, 2022. С. 1429–1435. (0,23 друк. арк.). *Особистий внесок: проаналізована динаміка ринкової капіталізації криптоактивів* (0,11 друк. арк.) <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/93430>

11. Школьник І.О., Дзюба В.В. Оптимальна структура капіталу підприємства: теоретичне узагальнення. *Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України*. матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Суми, 5-6 груд. 2022 р., Суми : СумДУ, 2022. С. 9-13. (0,26 друк. арк.). *Особистий внесок: запропоновано авторське визначення «оптимальної» та «цільової» структури капіталу підприємства* (0,15 друк. арк.)
<https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/93428>

ЗМІСТ

ВСТУП.....	19
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ	27
1.1 Контент-аналіз сучасних досліджень формування структури капіталу підприємства	27
1.2 Формування капіталу як базис фінансової політики корпоративних підприємств.....	45
1.3 Концептуальні засади управління структурою капіталу корпоративних підприємств.....	59
Висновки до розділу 1.....	86
РОЗДІЛ 2 ОЦІНЮВАННЯ ЕКОНОМІЧНОГО СЕРЕДОВИЩА, ЩО ВИЗНАЧАЄ УМОВИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ.....	90
2.1 Сучасний стан фондового ринку України та його вплив на формування капіталу корпоративних підприємств	90
2.2 Банківське кредитування як джерело нарощення капіталу корпоративних підприємств.....	107
2.3 Сучасний стан формування структури капіталу корпоративних підприємств.....	124
Висновки до розділу 2.....	143
РОЗДІЛ 3 УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ЩОДО ОЦІНЮВАННЯ СТАНУ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ.....	147
3.1 Транспарентність фінансової діяльності як чинник залучення капіталу корпоративних підприємств.....	147

3.2 Удосконалення науково-методичних підходів щодо визначення оптимальної структури капіталу корпоративних підприємств.....	164
Висновки до розділу 3.....	178
ВИСНОВКИ.....	182
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	185
ДОДАТКИ.....	206

ВСТУП

Актуальність дослідження. Останніми роками питання формування капіталу корпоративних підприємств набуває повертає до себе увагу та стає все більш актуальним, враховуючи вплив не лише економічних чинників, але і пандемії COVID-19 та війни, розпочатої росією. З одного боку зниження ділової активності та песимістичні ділові очікування з боку нефінансових корпорацій (далі - НФК), які в роботі ототожнюються з поняттям корпоративних підприємств змушують використовувати доступний та недорогий капітал на фоні падіння їх рентабельності діяльності. З іншого – умови, які формуються щодо джерел фінансування з фінансового ринку України для переважної більшості НФК є неприйнятними в силу обмеженості цих ресурсів та їх високої вартості. Наразі фінансовий ринок України знаходиться в стані суттєвого структурного розбалансування як в частині банківського кредитування (суттєве переважання короткострокового кредитування, неврівноваженість валютної структури кредитів, надмірної частки непогашених кредитів тощо), так і в частині фондового ринку (монополізація ринку державними цінними паперами, зведення до мінімуму операцій з акціями та корпоративними облігаціями, відсутність на ринку інвестиційно привабливих корпоративних цінних паперів, тощо). Крім того питання щодо формування структури капіталу НФК з мікроекономічного рівня піднімається на макроекономічний. Так групою центральних банків європейських країн створено Європейський комітет центральних офісів балансових даних, які досліджують вплив фінансування НФК на монетарну та макропруденційну політики, щоб не допустити суттєві дисбаланси, порушити фінансову рівновагу та сприяти зростанню процентних ставок, в т.ч. внаслідок зниження рентабельності діяльності НФК та зростання їх фінансових ризиків. В Україні це питання знаходиться на рівні певних дискусій, що точаться в науковому середовищі та системно не досліджується фінансовими

регуляторами. З огляду на вище зазначене дослідження особливостей формування капіталу НФК є актуальним та практико-орієнтованим.

У фінансовій науці напрацьовано потужний теоретичний апарат щодо управління структурою капіталу, в основі якого покладено М&М теорію, яка стала поштовхом до появи цілого ряду наукових теорій, які продовжують активно розвиватись і сьогодні. Основоположними роботами, які проаналізовані в дослідженні та стали його методологічною базою є роботи Д. Вікерса, М. Дженсена, Д. Зінгалес, С. Майерса, М. Міллера та Ф. Модільяні, Р. Раджана, Е. Робічек, Р. Рубек, Дж. Стігліца, У. Шарпа. Серед сучасних дослідників проблем формування структури капіталу варто виокремити праці зарубіжних авторів: І. Ерел та Дж. Рід, Дж. Лонг, З. Мюррей, Н. Нга, А. Пандей, А. Санаті, Е. Хенджей, К. Хаддад та Б. Лотфалей. Серед вітчизняних науковців варто виокремити роботи Л. Гриценко, Н. Дехтяр, С. Домбровська, І. Єпіфанової, М. Іоргачової, О. Заліско, Н. Пігуль, М. Слатвінської, І. Школьник. Враховуючи, що формування структури капіталу підприємств досліджується в контексті розбалансованості фінансового ринку в роботі проаналізовано доробок науковців, які досліджують особливості банківського кредитування, а також роль фондового ринку у формуванні капіталу НФК. Серед авторів наукових праць варто виокремити М. Бричко, В. Ільчука, В. Коваленко, Ю. Коваленко, В. Корнеєва, О. Мельник, Г. Миськів, І. Мігус, В. Орлова, К. Резяпова, М. Стецька, І. Сторонянської, Д. Ткаченко, Т. Трач, О. Шевцової та ін. Проте, враховуючи існуючі наукові здобутки, залишаються невирішеними актуальні питання сьогодення, що стосуються удосконалення існуючих підходів в оптимізації структури капіталу НФК в умовах структурної розбалансованості фінансового ринку, що визначило мету дослідження, його завдання і зміст.

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

Дисертація виконана відповідно до тематики науково-дослідних робіт Сумського державного університету. Зокрема, до звіту за темою «Трансформація фінансової системи та стратегічні пріоритети її розвитку»

(номер державної реєстрації: 0121U114477) увійшли пропозиції щодо удосконалення концептуальних засад оптимізації структури капіталу НФК; до звіту за темою «Цифровізація та прозорість публічних, корпоративних та особистих фінансів: вплив на інноваційний розвиток та національну безпеку» (номер державної реєстрації: 0122U000774) включено методичку визначення інтегрального індексу прозорості фінансової діяльності НФК.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розвиток теоретичних засад та практичних рекомендацій щодо формування оптимальної структури капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку України.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- провести контент-аналіз сучасних досліджень формування капіталу підприємств для обґрунтування методології дослідження;
- обґрунтувати теоретичні засади формування капіталу, як базису розробки фінансової політики НФК;
- поглибити концептуальні засади управління структурою капіталу НФК;
- дослідити сучасний стан фондового ринку України в контексті його впливу на формування капіталу НФК;
- проаналізувати стан банківського кредитування НФК та визначити рівень його розбалансованості;
- оцінити стан формування структури капіталу з урахуванням видів економічної діяльності НФК;
- розробити науково-методичний підхід щодо оцінювання прозорості НФК, як одного із головних чинників, що визначає умови залучення зовнішніх джерел фінансування;
- вдосконалити науково-методичний підхід щодо визначення оптимальної структури капіталу НФК.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають в процесі формування капіталу НФК.

Предметом дослідження є удосконалення теоретичних положень та практичного інструментарію формування оптимальної структури капіталу в умовах розбалансованості об'єктної структури фінансового ринку.

Методи дослідження. Теоретичну основу дисертації складають фундаментальні теорії структури капіталу, сучасні концепції розвитку фінансового ринку, економічного прогнозування, а також наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з питань формування структури капіталу НФК та розвитку фінансового ринку.

Для вирішення поставлених завдань було використано сукупність загальнонаукових та спеціальних методів: наукову абстракцію, індукцію та дедукцію, аналіз та синтез, логічне узагальнення – при уточненні категорійного апарату типології структури капіталу, поняття фінансової політики, структурування сучасних теорій формування капіталу, побудові матриці факторів, що визначають оптимальну структуру капіталу підприємств. Порівняльний аналіз, формалізацію, кореляційно-регресійний аналіз, прогнозування тенденцій часового ряду – при визначенні показників розвитку фондового ринку, стану банківського кредитування та стану формування структури капіталу НФК в розрізі ВЕД. Індексний метод, метод групування – для побудови рейтингу прозорості фінансової діяльності НФК; метод нормалізації даних – при розрахунку інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК; інтегральний метод, що базується на використанні функції бажаності Харрінгтона для визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК. Економіко-математичне моделювання здійснено з використанням пакету прикладних програм MS Excel.

Інформаційно-фактологічною базою дисертації є законодавчі та нормативно-правові акти, що регламентують функціонування НФК; статистичні та аналітичні дані Національного банку України, Національної

комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної служби статистики України; звітність фондових бірж України, фінансова звітність НФК, статистичні та дослідницькі матеріали Світового банку, статистичні дані Світової Федерації фондових бірж, статистичні дані Європейського комітету центральних офісів балансових даних; наукові розробки вітчизняних і зарубіжних дослідників в сфері оптимізації структури капіталу НФК.

Наукова новизна результатів дослідження полягає в удосконаленні теоретичних засад та науково-методичних підходів щодо формування оптимальної структури капіталу НФК під впливом структурних дисбалансів на фінансовому ринку. Найбільш вагомими результатами дисертації є такі:

вперше:

– запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення індикатора транспарентності фінансової діяльності НФК та формування рейтингу транспарентності, в якому закладено дотримання принципів корпоративного управління в частині транспарентності фінансової діяльності за групою критеріїв (загальна інформація про НФК; звіт виконавчого органу щодо розгляду та аналізу фінансового стану компанії і результатів її діяльності; основні показники операційної та фінансової діяльності; фінансові звіти; аудиторський звіт та висновок аудиторів);

удосконалено:

– науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК. На відміну від існуючих він базується на використанні функції бажаності Харрінгтона та враховує чотири групи показників (структурні показники балансу; показники процентного навантаження; показники рентабельності діяльності; показники обслуговування та ефективності використання капіталу), які формуються під впливом як зовнішніх так і внутрішніх чинників;

– ієрархію критеріїв градації стейкхолдерів корпоративного підприємства з врахуванням їх впливу на прийняття стратегічних рішень фінансового характеру. На відміну від існуючих визначено п'ять рівнів критеріїв та

уточнено перелік стейкхолдерів за рівнями: 1) реальні та потенційні стейкхолдери, що мають вплив на економіко-фінансовий стан НФК; 2) зацікавлені у функціонуванні НФК або мають нейтральне ставлення; 3) з формалізованими відносинами між основними стейкхолдерами; 4) стейкхолдери з якими сформовані фінансові відносини; 5) внутрішні топ-стейкхолдери корпорації;

– концептуальне розуміння процесу формування фінансової політики НФК, яке на відміну від існуючих дає системне розуміння процесу та враховує принципи реалізації фінансової політики, розмежовує її стратегічний та оперативно-тактичний рівні в залежності від яких виокремлюються: рівні стейкхолдерів, мета політики, різновид структури капіталу, ключові таргети та інструменти реалізації;

набуло подальшого розвитку

– економічна категорія «фінансова політика НФК», яка має розглядатись як визначена власниками та узгоджена з менеджментом мета фінансового менеджменту, що передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, вибір форм та методів її досягнення як в короткостроковому так і в довгостроковому періоді. При цьому якісна фінансова політика має відповідати таким ключовим принципам: справедливості; узгодження із чинним законодавством; реалістичності, досяжності, рівня ризикованості, що відповідає рівню апетиту до ризику як власників так і менеджменту компанії;

– систематизація видів структури капіталу при формуванні фінансової політики та в залежності від її рівнів (стратегічного чи оперативно-тактичного): фактична структура капіталу – як співвідношення між наявними у розпорядженні НФК в певний період часу різних елементів капіталу, які фіксуються у фінансовій звітності НФК з визначеними зобов'язаннями по їх обслуговуванню; цільова структура капіталу, яка представлена як прогнозований коридор значень набору таргетів фінансової політики в межах яких, в залежності від зміни системного (недиверсифікованого) ризику НФК

може визначатись оптимальна структура; оптимальна структура капіталу – як співвідношення між різними елементами капіталу НФК, яке забезпечує досягнення визначених в межах коридорів стратегічних таргетів фінансової політики, при узгодженому між ключовими стейкхолдерами – власниками та менеджерами апетиту до ризику;

– матриця факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу, що на відміну від існуючих підходів узгоджує середовище формування (зовнішнє та внутрішнє) та рівень реалізації фінансової політики корпоративного підприємства (стратегічний та оперативно-тактичний). Це дозволяє максимально узгоджувати позиції власників та топ-менеджерів НФК при формуванні фінансової політики та контролювати досягнення визначених ключових таргетів.

Практичне значення отриманих результатів полягає в тому, що основні наукові положення дисертації доведено до рівня методичних розробок та практичних рекомендацій щодо оптимізації структури капіталу НФК. Зокрема, науково-методичний підхід щодо оцінювання транспарентності фінансової діяльності НФК, як одного з основних чинників, що впливають на формування структури капіталу взято до розгляду в Регіональному відділенні АТ «Креді Агріколь Банк» м. Суми (довідка від 07.09.2023 р. № 1732); науково-методичний підхід щодо відповідності сформованої структури капіталу підприємства критеріям оптимальності, що базується на використанні узагальненої функції бажаності Харрінгтона взяті до використання при обґрунтуванні фінансової стратегії розвитку підприємства ДП «Запорізьке машинобудівне конструкторське бюро «Прогрес» імені академіка О.Г. Івченка» (довідка від 03.10.2023 р. № 195-3). Результати дисертації використані в навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисципліни: «Фінансовий менеджмент» освітньо-професійної програми «Фінанси» освітнього ступеня Магістр (акт про впровадження від 25 серпня 2023 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеною науковою працею. Наукові положення, висновки, рекомендації та пропозиції, що виносяться на захист, 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 міжнародних науково-практичних конференціях, серед яких: «Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи» (м. Суми, 2021, 2022); «Інноваційний розвиток економіки: інфраструктурний та інвестиційний аспекти» (м. Запоріжжя, 2021); «Актуальні питання розвитку науки та освіти» (м. Львів, 2021); Проблеми планування в ринкових умовах (м. Хмельницький, 2021); «Modern research in world science» (м. Львів, 2022).

Публікації. Основні положення та висновки дисертації опубліковані у 11 наукових працях загальним обсягом 4,83 друк. арк., з яких особисто автору належить 2,1 друк. арк., у тому числі: 1 стаття у виданні, що індексується міжнародною наукометричною базою Scopus (3 квартал), 4 статті у фахових виданнях України категорії Б, 6 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Повний обсяг дисертації складає 255 сторінок, у тому числі 166 сторінок основного тексту, 11 таблиць, 43 рисунки, 8 додатків та список використаних джерел із 226 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

1.1. Контент-аналіз сучасних досліджень формування структури капіталу підприємства

Формування ефективної структури капіталу є головним завданням фінансового менеджменту будь-якого підприємства, незалежно від його форми власності та розмірів, оскільки саме сформована структура капіталу дає змогу вирішувати стратегічні завдання розвитку. Особливої актуальності дане питання набуває в умовах, коли фінансовий ринок не виконує в повній мірі своєї ключової функції, а саме забезпечення підприємства капіталом в необхідному розмірі та за прийнятною ціною. Прийняття рішень щодо емісії акцій чи залучення кредитів, чи емісії корпоративних облігацій визначають фінансовий стан підприємства, оскільки мають безпосередній вплив на рентабельність діяльності підприємства. Необхідно відзначити, що проблема управління структурою капіталу підприємств протягом тривалого часу знаходиться в центрі уваги дослідників як в країнах з високим рівнем розвитку фінансового ринку, так і в країнах, де рівень розвитку фінансового ринку визнається як емерджентний.

При цьому на фоні досліджень, які присвячені пошуку оптимальної структури капіталу на прикладі конкретних компаній в світовій науковій спільноті продовжуються і дослідження в сфері теоретико-методологічних засад пошуку ефективних рішень, а також дослідження детермінант, що визначають структуру капіталу підприємства. Враховуючи вище викладене, доречним буде здійснити контент-аналіз наукових досліджень присвячених питанням управління структурою капіталу.

Тому наразі важливим є здійснення системного аналізу існуючих напрацювань світових наукових досліджень з проблематики управління

структурою капіталу підприємств та визначення базових сучасних теорій, на які варто опиратись при вивченні стану управління капіталом вітчизняних підприємств.

В даному дослідженні здійснено огляд наукових публікацій, які представлені в міжнародній наукометричній базі Scopus. Дослідження проводилось з використанням інструменту візуалізації аналізу наукових досліджень VOSviewer 1.6.16, та з використанням інструментарію Google Books Ngram Viewer.

В цілому, за результатами запиту було оброблено 7179 джерел з міжнародної наукометричної бази Scopus, за період з 1974 по 2020 рр.. Результати пошуку всіх документів в базі були здійснені за ключовими словами «структура капіталу» та відфільтровані за найбільш часто вживаними ключовими словами в межах теми дослідження. Варто відзначити, що в цілому за результатами запиту було встановлено, що одні з найперших робіт з'явилися ще на початку 40-х років ХХ сторіччя. Але враховуючи, що до початку 70-х років минулого сторіччя це були поодинокі випадки з публікаціями, то на рисунку 1.1 представлено публікації починаючи з 1974 року. Стосовно перших публікацій, то серед них можна виокремити роботу Лутц Ф. А. [48], яка вийшла в 1940 р., де вже розглядалось питання щодо вартості окремих елементів структури капіталу підприємства через призму структури ставки відсотку та особливостей її визначення для власного капіталу та зобов'язань. Також досить помітною стала робота Д. Вікерса [90], який в 1967 р. досліджував еластичність пропозиції капіталу та оптимальної структури капіталу підприємств, та на той момент вже аналізував існуючі наукові дослідження основоположників теорії структури капіталу Мертона Міллера та Франко Модільяні, а також автора традиційної теорії структури капіталу Езри Соломона [84]. Отже, як свідчать дані рисунку 1.1 актуальність проблематики формування структури капіталу підприємств має стійку тенденцію до зростання, особливо починаючи з 2000 років.

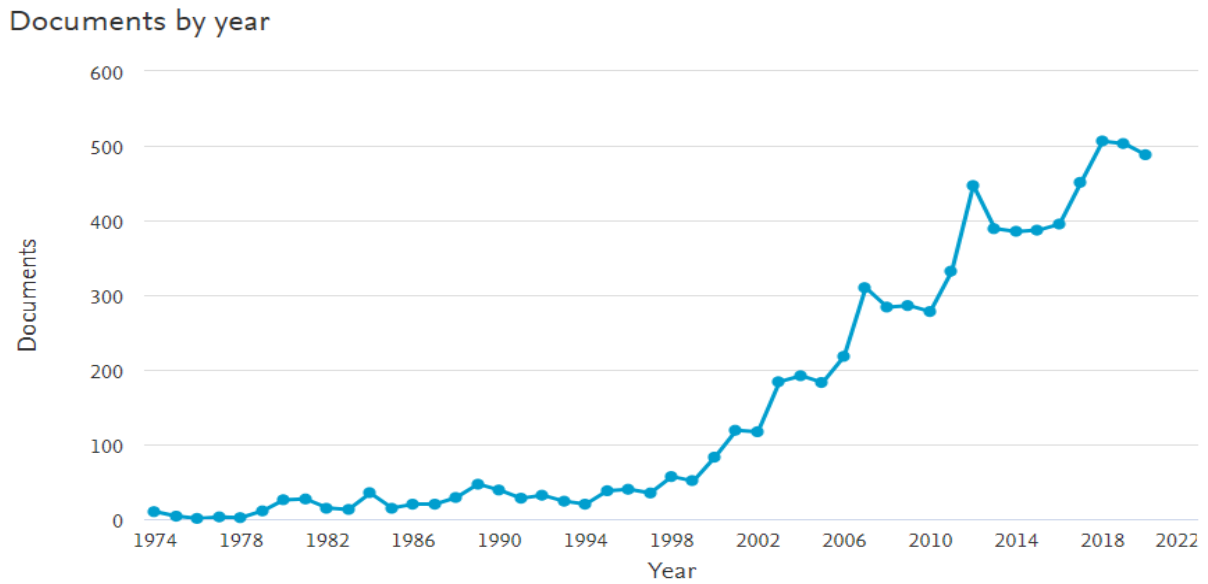


Рисунок 1.1 – Динаміка наукових публікацій за тематикою дослідження структури капіталу

Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus

Значне нарощення наукових досліджень відбулось після світової фінансової кризи 2008 року. Суттєве зростання обсягів фінансового ринку та значний відрив фінансових активів від їх базових активів, особливо враховуючи практично неконтрольований ріст похідних фінансових активів, призвели до потреби пошуку нових підходів до оптимізації структури капіталу підприємств.

За результатами проведеного дослідження можна дійти висновку, що проблема управління структурою капіталу підприємства є досить різносторонньою, та охоплює різні аспекти як теоретичного так і практичного характеру (рис. 1.2). Варто виділити з поміж проведених досліджень теоретичний блок (мапа 2 рисунку 1.2). Як відомо на даний момент напрацьовано значний перелік теорій, в частині управління структурою капіталу.

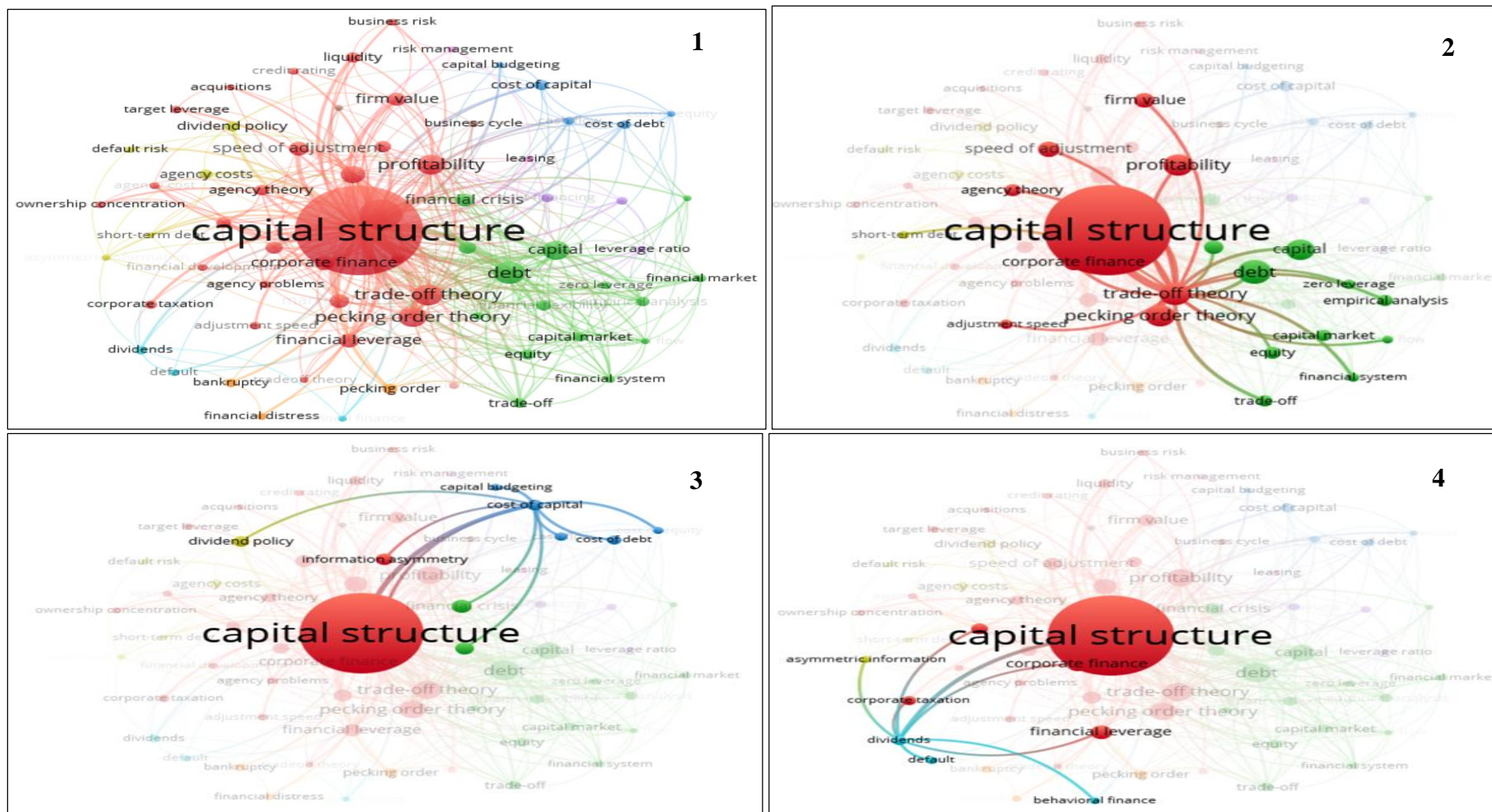


Рисунок 1.2 – Результати контент-аналізу поняття «структура капіталу» на основі міжнародної наукометричної бази Scopus

Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus з використанням інструменту

VOSviewer 1.6.16

В основі сучасних підходів щодо управління структурою капіталу покладено роботи М. Міллера та Ф. Модільяні [51, 53, 55], які афільовано за університетом Чикаго. В одній із своїх останніх робіт М. Міллер [52] систематизував всі напрацювання, які були свого часу викладені саме як М&М теорія. Не зважаючи на значну кількість обмежень, які були визначені авторами, дана теорія до сих пір є об'єктом вивчення науковців, а праці вчених цитуються до сьогодні.

Широкої популярності набули теорії, які базуються на асиметрії інформації, зокрема до таких відносять сигнальну теорію, в основу якої закладено підхід, що структура капіталу підприємства може залежати від обмежень чи навпаки доступу до інформації з боку менеджерів та інвесторів; а також теорію агентських витрат, яка передбачає вплив на формування структури капіталу існуючого конфлікту між менеджерами та власниками підприємства, яка також відображена на мапі результатів контент-аналізу. Інший блок теорій, який певною мірою пояснює формування структури капіталу є поведінкові теорії, серед яких варто виокремити теорії корпоративного контролю, теорію стейкхолдерів, теорію впливу менеджерів та теорію інформаційних каскадів.

Водночас проведений контент-аналіз дозволив встановити, що найбільш популярними на сучасному етапі є дві теорії, а саме компромісна теорія "Trade-off Theory" а також теорія ієрархії фінансування "Pecking order Theory". Стосовно компромісної теорії варто зазначити, що спочатку вона розглядалась як статична теорія та передбачала, що в процесі управління структурою капіталу рішення приймаються на основі механізму фінансового левериджу, при цьому підприємство може мати фактичну структуру капіталу, яка може відхилятися від оптимальної структури. Пізніше, вона була удосконалена та наразі більш популярною є саме динамічна компромісна структура капіталу, згідно якої підприємство формує цільову структуру капіталу, управління капіталом відбувається також на основі механізму фінансового левериджу, але при цьому існує фактичний фінансовий леверидж та його цільове значення, а

також враховується можлива швидкість, за якої фактичний фінансовий леверидж може досягти його цільового значення. Підтвердженням актуальності даної теорії в сучасних умовах є наукові дослідження останніх років, зокрема в роботі К. Хаддад та Б. Лотфалей [32] досліджується застосування механізму нульового левериджу для компаній, опираючись саме на статичну компромісну модель.

На відміну від компромісної теорії, теорія ієрархій фінансування передбачає формування структури капіталу виходячи із інвестиційних можливостей власників і інвесторів та обмежень, які можуть існувати у підприємства щодо використання позикового капіталу та формування зобов'язань по його залученню. При цьому перевага віддається в першу чергу тим джерелам, які в конкретній ситуації є менш ризикованими для власників підприємства. З точки зору формування теорій структури капіталу підприємств варто також виокремити роботи представника Кембриджського університету С. Майєрса [65, 66, 67], зокрема в роботі [63] він аналізує запропоновану ним теорію ієрархій фінансування, порівнюючи її і з теоріями Міллера-Модільяні і з компромісною теорією, а також бере до уваги і інші теорії, про які було зазначено вище, доводячи, що теорія ієрархій є найбільш наближеною до практичного використання, з врахуванням реалій стану фондового ринку. Крім того він також акцентує увагу на ще одній теорії, яка останнім часом починає набувати все більшої популярності, але на відміну від розглянутих вище базується власне не на основі аналізу структури капіталу, а опираючись на аналіз руху грошових потоків та формуванні чистого грошового потоку компанії, та яка отримала назву теорії вільного грошового потоку. Зокрема в своїй роботі [24] разом із співавторами І. Ерел та Дж. Рід, описуючи теорію ризикового капіталу, який вони розглядають як інвестиції у акціонерний капітал, обґрунтовують, що ефективний розподіл такого капіталу призводить до зростання кредитоспроможності компанії, а також має безпосередній вплив на зміну теперішньої вартості чистого грошового потоку,

що може суттєво впливати на остаточне прийняття рішень при здійсненні інвестицій.

Стосовно праць вітчизняних науковців, то в даному контексті варто відзначити статтю Школьник І., Малиша Д. та Козьменко Є. [217], які здійснили систематизацію теоретичних наробок та виокремили статичні та динамічні теорії структури капіталу, зазначивши при цьому існуючі в кожній теорії обмеження. Дане дослідження було проведено в рамках вивчення фінансової архітектури підприємств, а тому перелік теорій також включав і теорії, які вивчали і вплив поведінки менеджерів та власників як ключових стейкхолдерів на формування капіталу підприємств. Віддаючи належне проведеному науковому дослідженню варто відзначити, що запропонована систематизація має певні неточності, зокрема віднесені авторами до статичних – теорії чистого прибутку та традиційну теорію є дещо спірними, оскільки зазначені теорії неодноразово критикувались в наукових публікаціях за їх бездоказовість та неможливість бути застосованими в практичній діяльності.

Варто також відзначити, що власне і теорії, запропоновані М. Міллером та Ф. Модільяні також не можна вважати такими, які апробовані корпораціями та використовуються для визначення оптимальної структури капіталу в силу значного переліку обмежень, які були висунуті авторами. Зокрема не можна погодитись з твердженням, що оптимальною може бути структура капіталу, яка повністю складається із позикових коштів. Це суперечить сутності використання позикових коштів, оскільки практично не можливо сформувати капітал виключно із позикового капіталу, оскільки корпорація створюється та може функціонувати за умови реєстрації власного капіталу (зареєстрований капітал – згідно національного законодавства), крім того, в цьому випадку корпорація стає фінансово залежною та має максимально високий рівень фінансового ризику, з чим не погодяться акціонери.

На наш погляд серед наведених теорій, лише статичну компромісну теорію можна вважати такою, яку варто розглядати в контексті даного дослідження. При цьому не зовсім точним є визначення обмежень, що

виникають в межах обґрунтування цієї теорії, зокрема - відхилення фактичної структури капіталу від оптимального рівня фінансового левериджу. В цьому випадку варто порівнювати дві однакові позиції, а саме фактичний фінансовий леверидж та оптимальний фінансовий леверидж.

Запропонована авторами систематизація динамічних теорій структури капіталу включає п'ять основних блоків теорії: власне динамічну компромісну теорію, теорії асиметрії інформації, поведінкові теорії, теорію відстеження ринку та теорія «вільного грошового потоку». Якщо мова йде суто про формування структури капіталу, то на наш погляд серед розглянутих авторами теорій можна виокремити динамічну компромісну теорію (Trade-off Theory) [32, 36, 59], теорію ієрархій (Pecking order Theory) [63, 65, 66, 67], теорію «вільного грошового потоку» (Free cash flow Theory) [20, 33, 43, 16]. Блок поведінкових теорій за своїм змістовним наповненням є теоріями корпоративного управління і розглядає роль стейкгоल्дерів в управлінні корпорацією. Щодо формування оптимальної структури капіталу, то вона розглядається як похідна від пошуку компромісних рішень щодо прав та повноважень стейкгоल्дерів. Певною мірою до подібних висновків прийшла в своєму дослідженні Душак М.І. [116], яка виокремила теорію чистого операційного прибутку, традиційну теорію, теорію Міллера–Модільяні, динамічну компромісну теорію, теорію вільних грошових потоків до теорій, які досліджують само формування структури капіталу. Але авторка не включила в цей перелік теорію ієрархій, яка на наш погляд має безпосереднє відношення до формування структури капіталу.

Другий блок, на який варто звернути увагу в ході контент-аналізу (мапа 3, рисунок 1.2), це чітко виражена залежність структури капіталу від вартості капіталу, вартості боргу та дивідендної політики. Всі ці компоненти тісно взаємопов'язані між собою. Вартість власного та позикового капіталу визначається цілим рядом чинників, які формуються як на світовому фінансовому ринку так і в межах національного фінансового ринку. З точки зору формування власного капіталу, то тут важливу роль відіграють як

рішення власників, так і власне можливості здійснення операцій первинного публічного розміщення акцій. Дане питання досліджувалось і в роботах вітчизняних науковців Ільчука В., Гавриленко Н., Садчикової І. [125, 126], які зазначають, що «Нерозвинутість фондового ринку в Україні, недосконалість відповідної інфраструктури, відсутність потужних емітентів, невеликий досвід роботи учасників зазначеного ринку створюють умови підвищеної ризикованості IPO.» [126] При цьому вони також зазначають, що «Відсутність необхідних передумов функціонування фондового ринку, що стосується свободи переміщення капіталу, ліквідності цінних паперів, розвиненості інфраструктури, специфікації прав власності тощо поглиблює ризикованість операцій IPO, знижує інвестиційний клімат в країні, гальмує розвиток інвестиційних процесів» [126].

Третій блок, виділений в ході контент-аналізу (мапа 4 рисунок 1.2), дозволяє зробити висновок про важливість фінансового левериджу, оподаткування корпорацій, а також таких складових як поведінкові фінанси, що в значній мірі узгоджується з основними елементами, що досліджуються в окреслених вище теоріях структури капіталу. В даному контексті варто звернути увагу на роботу одного із найбільш цитованих за сучасною проблематикою управління структурою капіталу науковця Дж. Грехема (представника Національного бюро економічних досліджень) [30], який разом з М. Лері та М. Робертс проаналізували як змінювався фінансовий леверидж американських корпорацій протягом XX сторіччя. Вони зазначили, що протягом минулого століття корпорації суттєво наростили леверидж. Зокрема до 1945 року леверидж компаній був доволі низький і стабільний та становив не більше 10 %, а в більшості випадків компанії не мали боргу та обходились власними коштами. За період між 1945 та початком 70-х років леверидж збільшився більше ніж в три рази і станом на початок 1970 рр. становив вже більше 30 %. Таке зростання відбулось практично у всіх компаніях не залежно від виду діяльності та розміру. Також важливим є висновок, який зробили науковці, і з яким варто погодитись, що на зміну левериджу мали суттєвий

вплив, не зміни які відбувались в середині компаній, а зміни, які відбулись в державному регулюванні фінансового ринку, власне сам інтенсивний розвиток фінансового ринку в кінці ХХ сторіччя, а також зміни в макроекономічній ситуації як США так і інших провідних економічно-розвинених країн. З іншого боку така ситуація призвела і до більшої залежності фінансового стану компаній від зовнішніх чинників, а отже їх діяльність стала знаходитись під більш відчутним впливом зовнішнього регулювання. Даний висновок було також підтверджено в роботі В. Азофрі, Дж. Родрігез-Санз та П. Веласко [4], які, використовуючи засади компромісної теорії вивчали вплив макроекономічного регулювання та грошово-кредитної політики на поведінку структури капіталу європейських корпорацій за період з 2004 по 2015 рр.. Вони зазначили, що стан кредитного ринку має визначальний вплив на формування структури капіталу, і більше того, банківський кредит може пом'якшити наслідки зміни стадій економічного циклу, оскільки відносини, що складаються між банком та позичальниками, особливо корпоративними клієнтами є більш гнучкими та інформативними. В результаті порівняння структури капіталу компаній в кризовий та некризовий періоди функціонування дослідники відзначили переваги саме банківського кредиту над борговими фондовими інструментами. Тут варто зазначити, що такі висновки цілком є адекватними саме для європейських країн, в яких як правило ключовими учасниками фінансового ринку є банки і банківський кредит є більш популярним зовнішнім джерелом фінансування діяльності компаній.

Серед університетів та установ, наукові школи яких здійснюють дослідження проблематики формування структури капіталу підприємств та пошук шляхів його оптимізації – лідери світової науки (рис. 1.3): Оксфордський університет, Кембриджський університет, Національне бюро економічних досліджень – найбільша та найпотужніша недержавна дослідницька установа США, а також Світовий банк.

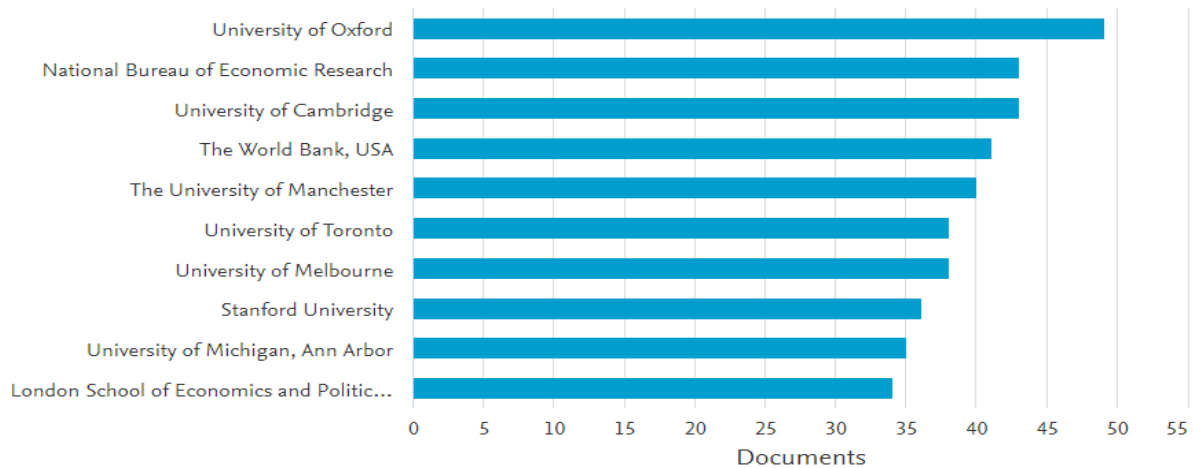


Рисунок 1.3 – Топ 10 університетів та установ світу, в яких проводять дослідження з проблем формування та оптимізації капіталу

Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus

Якщо ж проаналізувати наукові дослідження з проблематики управління структурою капіталу підприємств за країнами походження, то об'єктивним є лідерство Сполучених штатів та Великобританії з огляду, в тому числі і на афіляцію самих дослідників.

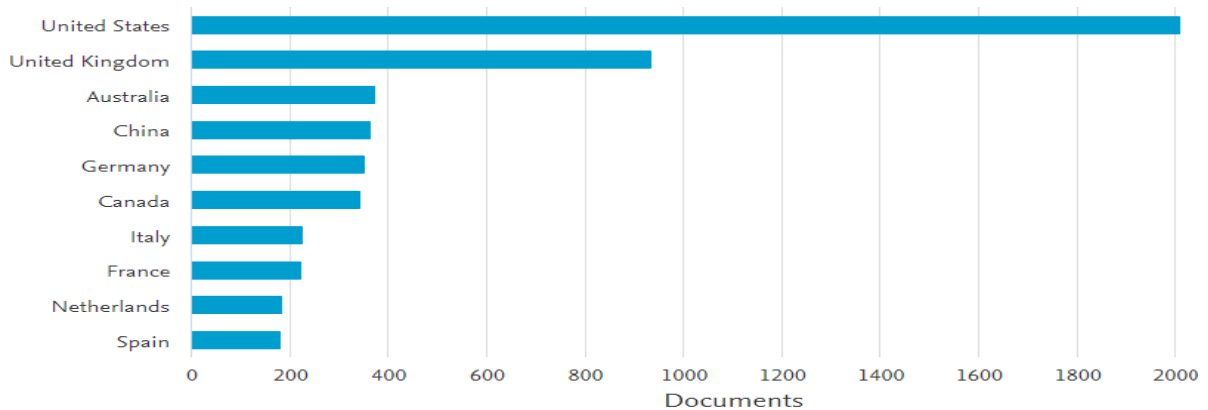


Рисунок 1.4 – Топ 10 країн, в яких представлена найбільша кількість публікацій за темою дослідження

Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus

Крім використання міжнародної наукометричної бази Scopus для розуміння актуальності наукових досліджень варто також аналізувати динаміку запитів, яка відбувається в пошуковій системі Google (рис. 1.10). Для цього було використано можливості інструментарію Google Books Ngram Viewer станом на середину 2020 року.

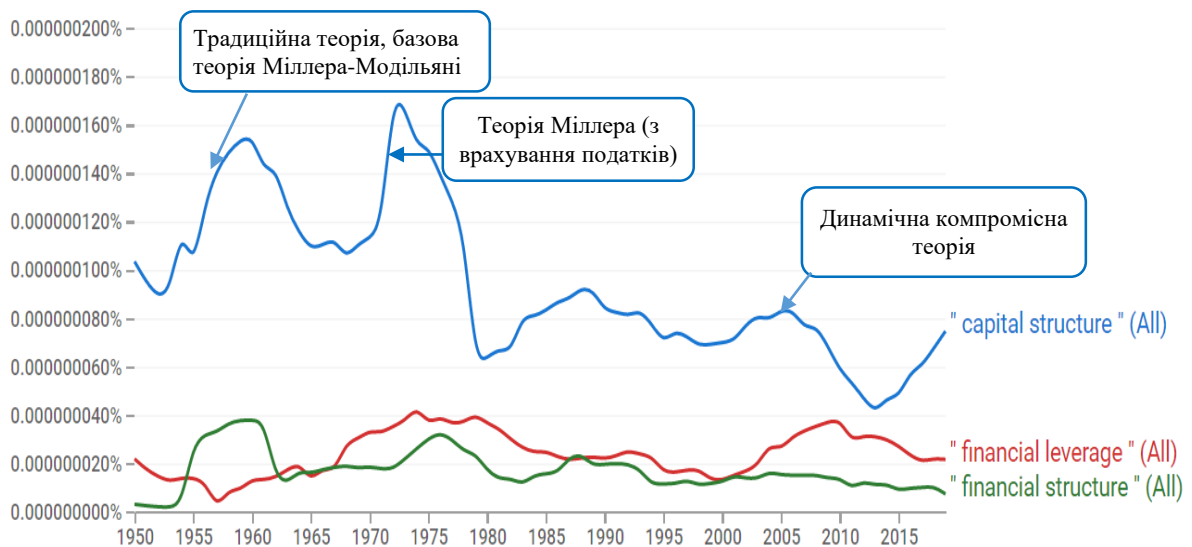


Рисунок 1.5 – Динаміка запитів за ключовими словами з використанням інструменту Google Books Ngram Viewer

Джерело: сформовано за авторським запитом

Отримані результати були узгоджені із появою публікацій, які були визначальними у формуванні та розвитку теорій управління структурою капіталу підприємств та стали поштовхом для розвитку наукових досліджень. Отже можна відзначити, що суттєва кількість запитів все ще стосується публікацій, що за часом співпадають з виходом статей М. Міллера та Ф. Модільяні, а також з виходом статей С. Майерса. При цьому також звертає на себе увагу те, що запит на такі категорії як «фінансовий левеїдж» та «фінансова структура», які в переважній більшості випадків мають безпосередній зв'язок із формування структури капіталу не лише в теоретико-методологічному сенсі, а і в суто практичному застосуванні є досить стабільним. Отже проведений аналіз сучасних підходів щодо ролі теорій

структури капіталу дозволив виокремити серед них такі базові, представлені на рисунку 1.6. При цьому варто відзначити, що на відміну від теорії Міллера-Модільяні, всі три сучасні теорії, зазначені на рис. 1.6, доводять, що структура капіталу має безпосередній зв'язок з ринковою вартістю корпорації.

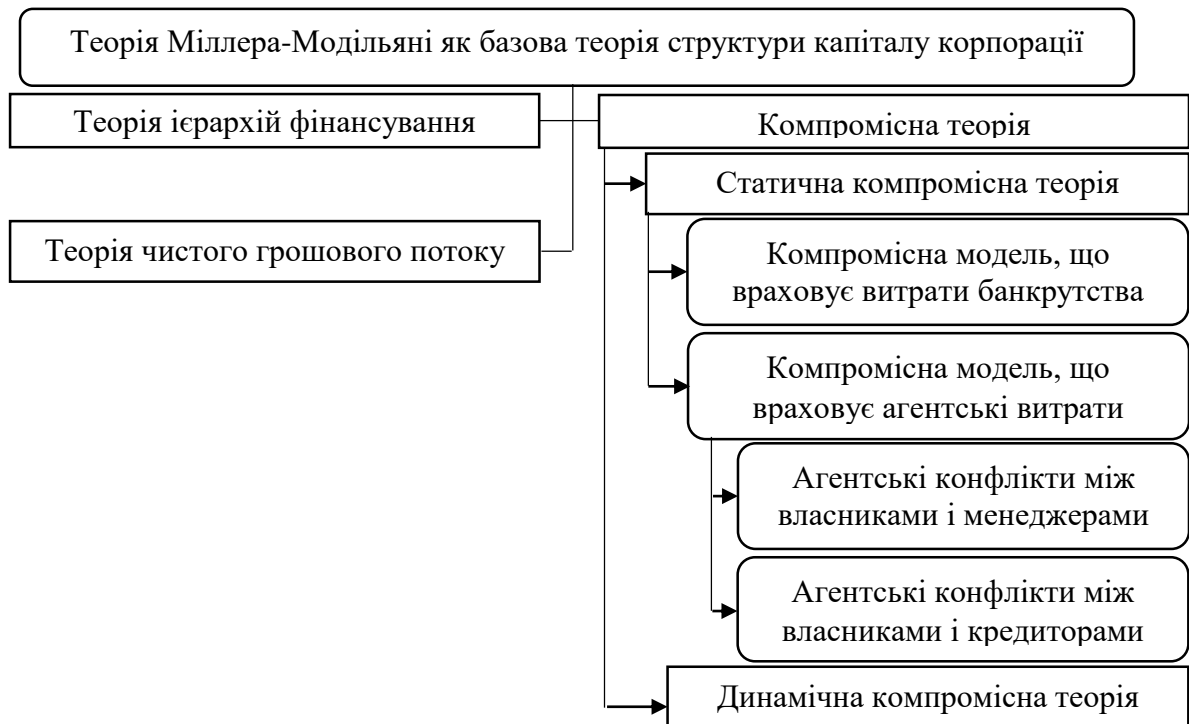


Рисунок 1.6 – Структурування сучасних теорій формування структури капіталу

Джерело: складено автором

Варто відзначити, що в роботі Хенджі Ай, Мюррей З. Френк, Алі Санаті [36] відзначається, що не зважаючи на значний рівень критичних зауважень, що висловлюються відносно компромісної динамічної теорії, вона на сучасному етапі є домінуючою серед теорій структури капіталу. При цьому в останні роки значимість досліджень зростає. Так наразі вже виділяють декілька концепцій в рамках зазначеної теорії, що на наш погляд більш повно відповідає сучасним тенденціям в науці та практиці формування структури капіталу. Сама теорія виникла внаслідок суперечностей, які були закладені в теоріях Міллера-Модільяні, тобто їх праці по суті спровокували і появу компромісної теорії.

В результаті досліджень, проведених цілим рядом науковців серед яких Е. Робічек і С. Маєрс [76], Дж. Стігліц [86, 85], Е. Краус та Р. Літценбергер [47], в теорії було враховано роль витрат, пов'язаних з банкрутством корпорації, а також і роль агентських витрат. Графічно зміст компромісної теорії подано на рисунку 1.7.

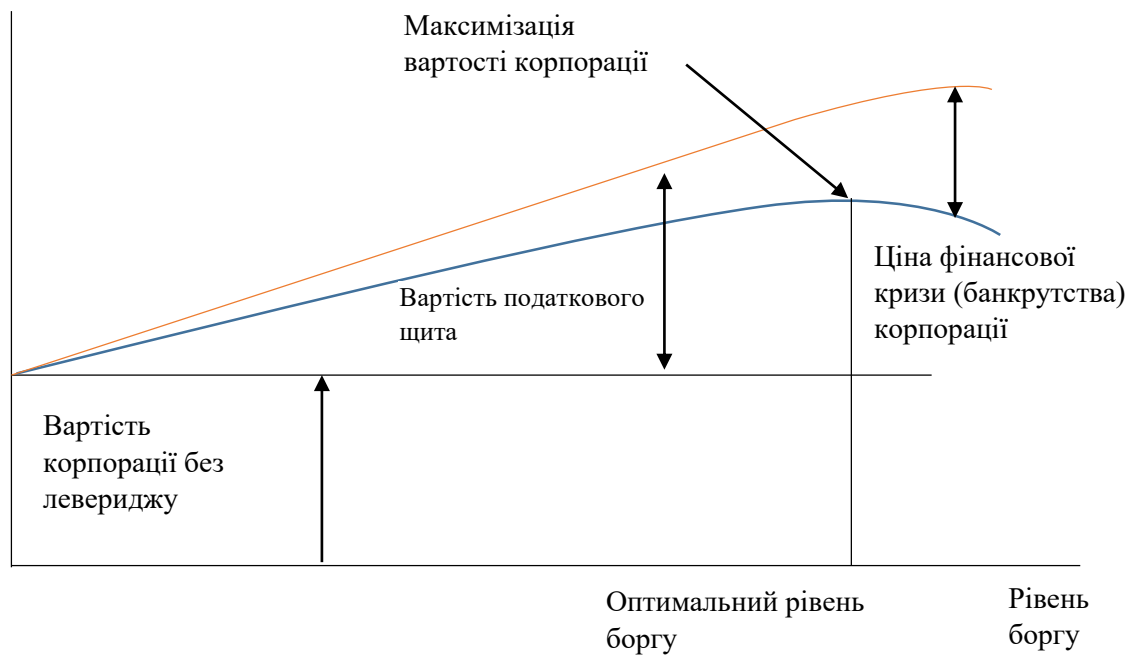


Рисунок 1.7 – Вартість корпорації як функція від боргу (компромісна теорія)

Джерело: складено на основі [36]

Стосовно теорії ієрархій фінансування, то вона також є популярною, враховуючи, що в її основі закладено існуючий принцип асиметрії інформації, і саме врахування нерівноцінного володіння інформацією може суттєво впливати на прийняття рішень про формування капіталу, особливо при необхідності кардинально змінювати його структуру та прийняття різного рівня ризику. Автором даної теорії вважають С. Майєрса [62], який зазначив, що досить часто менеджери корпорацій, володіючи максимально повним обсягом інформації можуть приймати рішення щодо здійснення випуску ризикових цінних паперів у випадку, коли ринок встановлює завищену ціну для таких цінних паперів, і тоді вони мають можливість маневрувати, узгоджуючи свої позиції щодо ціни з позиціями інвесторів, особливо

консервативних, які будуть знижувати ціну. Тим самим менеджери зможуть досягати запланованих ними обсягів залученого капіталу на достатньо прийнятних з точки зору ризику умовах. В подальших своїх дослідженнях Майерс С. та Маджлуф [67] продовжили обґрунтування даної теорії. Варто відзначити, що на перших етапах формування теорії бралось до уваги те, що нарощення власного капіталу є значно більш ризиковим ніж використання боргу, оскільки в цьому випадку ризику акціонерів та зміни структури власності в цілому корпорації суттєво зростають, а тому в ієрархії джерел фінансування перевага віддавалась саме борговому капіталу, і лише в останню чергу розглядалось питання зростання власного капіталу. Однак поступово доповнювались чинники, що впливали на вибір джерела фінансування, а саме вплив податків, наявність трансакційних витрат, які могли мати досить значну частку і нарощували витрати, пов'язані з формуванням та обслуговуванням капіталу, а також певні поведінкові чинники, зокрема і ті, які розглядались і в компромісній теорії, а саме відносини, що складались між акціонерами та топ менеджментом корпорації, а також між акціонерами та кредиторами. Варто також відзначити, що теорія ієрархії фінансування узгоджується із гіпотезою Ю. Фама [25] щодо ефективності фінансових ринків, яка також базується на існуванні асиметрії інформації, а відповідно ситуація, що складається на фінансових ринках є основним зовнішнім чинником, що впливає на прийняття рішення про вибір виду капіталу для фінансування.

Теорія чистого грошового потоку почала набирати обертів в останні роки та була обумовлена необхідністю врахування ризиків швидкості формування та можливості переливу грошових потоків на фінансовому ринку. Одними із найбільш вагомих праць в розвитку даної теорії є праці Дженсена М. [42], Рабека Р. [77], Фернандеза П. [26], Бааса Т. [15], Ци [73, 74] в якій було розглянуто основні постулати зазначеної теорії на основі ґрунтовного аналізу переваг та недоліків компромісної теорії та теорії ієрархій фінансування. В узагальненому вигляді графічно дану теорію можна представити наступним чином (рисунок 1.8).

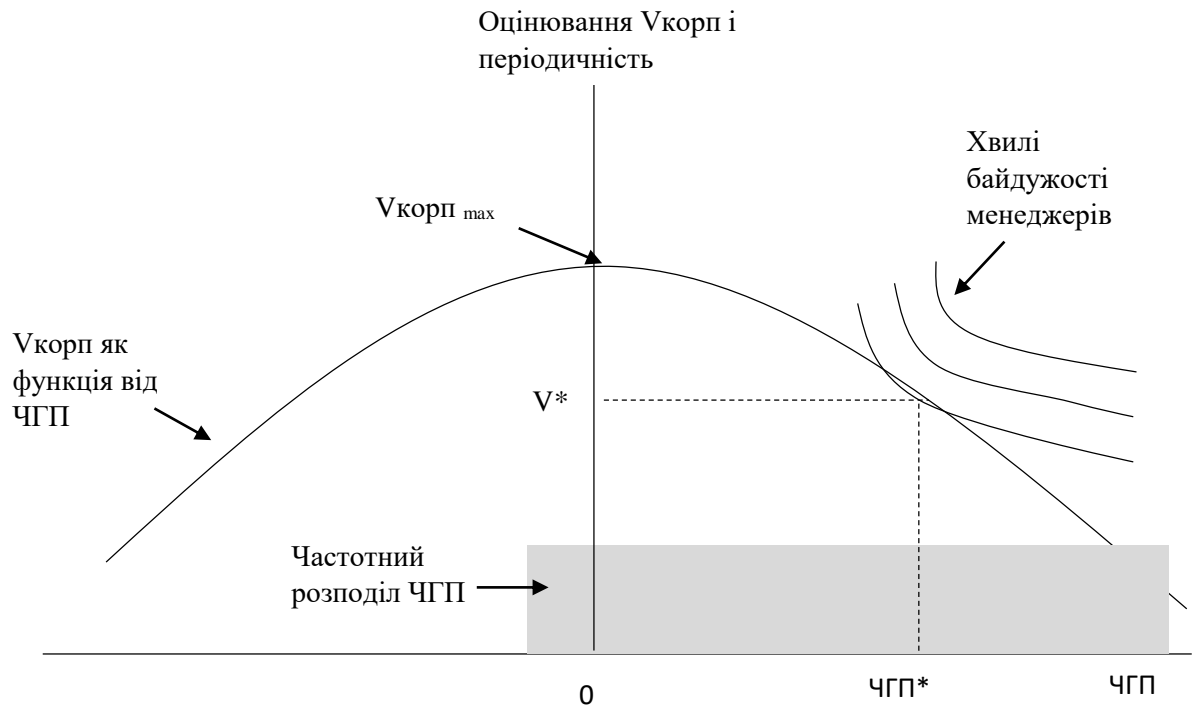


Рисунок 1.8 – Графічна інтерпретація залежності ринкової вартості корпорації від мінливості чистого грошового потоку, [42]

*ЧГП – чистий грошовий потік; $V_{\text{корп}}$ – ринкова вартість корпорації.

В залежності від того, наскільки інтенсивними можуть бути коливання сум чистого грошового потоку, ринкова вартість корпорації може досить суттєво змінюватись, що створюватиме ризики в першу чергу для її власників. При цьому на певному відрізку може сформуватись так звана «хвиля байдужості менеджерів», коли вони можуть не сприймати значення зростання ризиків, що в результаті може привести до зниження ринкової вартості корпорації.

Мотивація власних інтересів менеджменту є важливим чинником, що може суттєво нарощувати агентські витрати. Низький рівень корпоративного фінансового менеджменту може спричинити неефективність розподілу чистих грошових потоків, оскільки рада директорів може бути зацікавлена в перерозподілі цих потоків на власну користь, а не на користь акціонерів. В даній теорії зазначається, що за умови генерування надмірний надлишок чистих грошових потоків та відсутності можливостей інвестувати у

високодохідні проекти, або ж відсутність у На думку Сторожук Т. М., Сторожук Д. Є. «фінансову політику підприємства визначають виходячи з: стратегічної мети підприємства; найближчих цілей та завдань; структури підприємства; величини обороту; досвіду роботи працівників економічних служб; культури управління та інших факторів. Тому для кожного підприємства визначають свій набір заходів для впровадження та фінансових показників – для моніторингу [198]». В даному випадку необхідно відзначити, що стратегічна мета підприємства має включати не стільки фінансову складову, а в першу чергу бачення тієї ринкової позиції, яку хочуть досягти власники та менеджмент підприємства в чітко визначений проміжок часу, а вже розробка фінансової політики повинна бути підпорядкована меті першого порядку та визначати найближчі цілі та завдання в розрізі забезпечення підприємства достатніми обсягами фінансових ресурсів на прийнятних умовах. Варто не погодитись з думкою, що визначення фінансової політики залежить від досвіду роботи працівників економічних служб. З одного боку досвід співробітників має значення, але не менш важливим є стратегічне бачення власників та топ-менеджменту підприємства і їх рівень вимог до кваліфікації працівників, в тому числі і до фахівців економічного профілю.

В найближчій перспективі використовувати чисті грошові потоки для чи то фінансових чи то реальних інвестицій, менеджмент може проявляти схильність до зловживання при розподілі чистих грошових потоків, неефективного розподілу ресурсів та небажаних інвестицій. Це в результаті призводить до зниження ринкової вартості цінних паперів НФК. На думку Сторожук Т. М., Сторожук Д. Є. «фінансову політику підприємства визначають виходячи з: стратегічної мети підприємства; найближчих цілей та завдань; структури підприємства; величини обороту; досвіду роботи працівників економічних служб; культури управління та інших факторів. Тому для кожного підприємства визначають свій набір заходів для впровадження та фінансових показників – для моніторингу [198]». В даному випадку необхідно відзначити, що стратегічна мета підприємства має включати не стільки

фінансову складову, а в першу чергу бачення тієї ринкової позиції, яку хочуть досягти власники та менеджмент підприємства в чітко визначений проміжок часу, а вже розробка фінансової політики повинна бути підпорядкована меті першого порядку та визначати найближчі цілі та завдання в розрізі забезпечення підприємства достатніми обсягами фінансових ресурсів на прийнятних умовах. Варто не погодитись з думкою, що визначення фінансової політики залежить від досвіду роботи працівників економічних служб. З одного боку досвід співробітників має значення, але не менш важливим є стратегічне бачення власників та топ-менеджменту підприємства і їх рівень вимог до кваліфікації працівників, в тому числі і до фахівців економічного профілю і, як наслідок зменшення доходів власників.

Таким чином, підбиваючи підсумки проведеного контент-аналізу наукових досліджень, результати яких оприлюднені в міжнародній наукометричній базі Scopus можна зазначити, що, по-перше, проблематика досліджень управління структурою капіталу підприємств є актуальною, та опираючись на кількість наукових публікацій за останні роки стає все більш значимою; по-друге, з певною умовністю можна виокремити три основних блоки, яким присвячені дослідження, а саме блок теоретико-методологічного характеру з виокремленням базових теорій структури капіталу, блок, що характеризує залежність структури капіталу та вартості його компонентів та блок, що характеризує дослідження, зосереджені навколо значення фінансового левериджу та, які також певною мірою узгоджуються із дослідженням теорій структури капіталу; по-третє, основна частка досліджень проводиться в університетах та наукових установах Сполучених штатів Америки та Великобританії, саме дослідники з цих країн є авторами ключових теорій структури капіталу таких як теорія Міллера-Модільяні, компромісна теорія, теорія ієрархій фінансування та інших.

1.2 Формування капіталу як базис фінансової політики корпоративних підприємств

Одним із найбільш складних завдань в сучасному фінансовому менеджменті НФК є формування оптимальної структури капіталу, оскільки прийняття рішень в цій площині залежить не лише від ситуації, що склалась в самій компанії, а і від стану зовнішніх чинників. Можна цілком погодитись із позицією відомих вітчизняних науковців Крисоватого А.І., Федосова В.М. та Рязанової Н.С., що «домінантою корпоративних фінансів є те, що в процесі функціонування фінансових відносин корпорації, формування, використання й руху її капіталу створюються умови для збільшення вартості її активів [146]». При цьому «конкретними формами прояву корпоративних фінансів, як таких, що представляють грошові відносини корпорації з іншими економічними агентами та в ході котрих уможливується рух і збільшення вартості її капіталу, є: формування, розподіл та використання такого капіталу корпорацією [146].»

Формування капіталу НФК є основою його фінансової політики в якій перетинаються інтереси головних стейкхолдерів – акціонерів, менеджменту, інвесторів, кредиторів. Крім того, для НФК дане питання є ще більш складним, оскільки як правило структура їх капіталу, порівняно з іншими підприємствами є більш диверсифікованою, враховуючи, що і обсяг капіталу є значно більшим. На думку Колесової І.В. «Ефективність фінансового механізму корпорацій залежить від рівня розвитку корпоративного управління, від грамотного та доцільного застосування різних способів залучення капіталу [139]». Крім того авторка зазначає, що «Аналіз відповідності фінансового механізму вітчизняних корпорацій цілям і завданням їх збалансованого розвитку показує, що рівень розвитку його елементів не відповідає тій місії, яку повинні відігравати корпорації в ринковій економіці, що свідчить про необхідність модернізації кожного елементу

фінансового механізму [139]». Безумовно що у фінансовому механізмі ключову роль відіграє фінансове забезпечення функціонування НФК, важливим є питання на яких умовах та із яких джерел відбуватиметься надходження капіталу. Це стосується всіх елементів капіталу, як власного так і позикового.

Варто зазначити, що в роботі Селіверстової Л.С. зазначено, що «Фінансовий механізм корпорації – це система управління фінансами, сукупність форм і методів, за допомогою яких корпорація забезпечує себе необхідними коштами, досягає нормального рівня стабільності і ліквідності, забезпечує рентабельну роботу і отримання максимального прибутку [194].» Розуміння фінансового механізму НФК в такому контексті, на наш думку, ототожнює його з розумінням фінансового менеджменту НФК, тим більше, що авторка продовжує, що «це система основних елементів, що регулюють процес розробки та реалізації управлінських рішень у фінансовій сфері, тобто система управління фінансами корпорації [194].» У фінансовому менеджменті НФК, якщо його розглядати суто з внутрішньої позиції, важливого значення набувають декілька моментів: по-перше – це політика управління капіталом, її тип (консервативний, помірний чи агресивний), по-друге – що в значній мірі визначає і політику управління капіталом – це сформований підхід у відносинах, що виникають між ключовими стейкхолдерами, по-третє, що також має безпосередній вплив на політику управління капіталом – це сформована структура власності НФК (висококонцентрована, помірно-концентрована чи розпорошена), яка буде визначати систему відносин між ключовими стейкхолдерами.

Склад стейкхолдерів НФК досить широкий, але при цьому варто виокремити п'ять рівнів (рис. 1.9), в залежності від рівня впливу на прийняття фінансових рішень, зокрема щодо формування капіталу. На наш погляд необхідно виділити 5 основних рівнів стейкхолдерів. На найнижчому першому рівні включено найширший перелік всіх зовнішніх та внутрішніх стейкхолдерів.

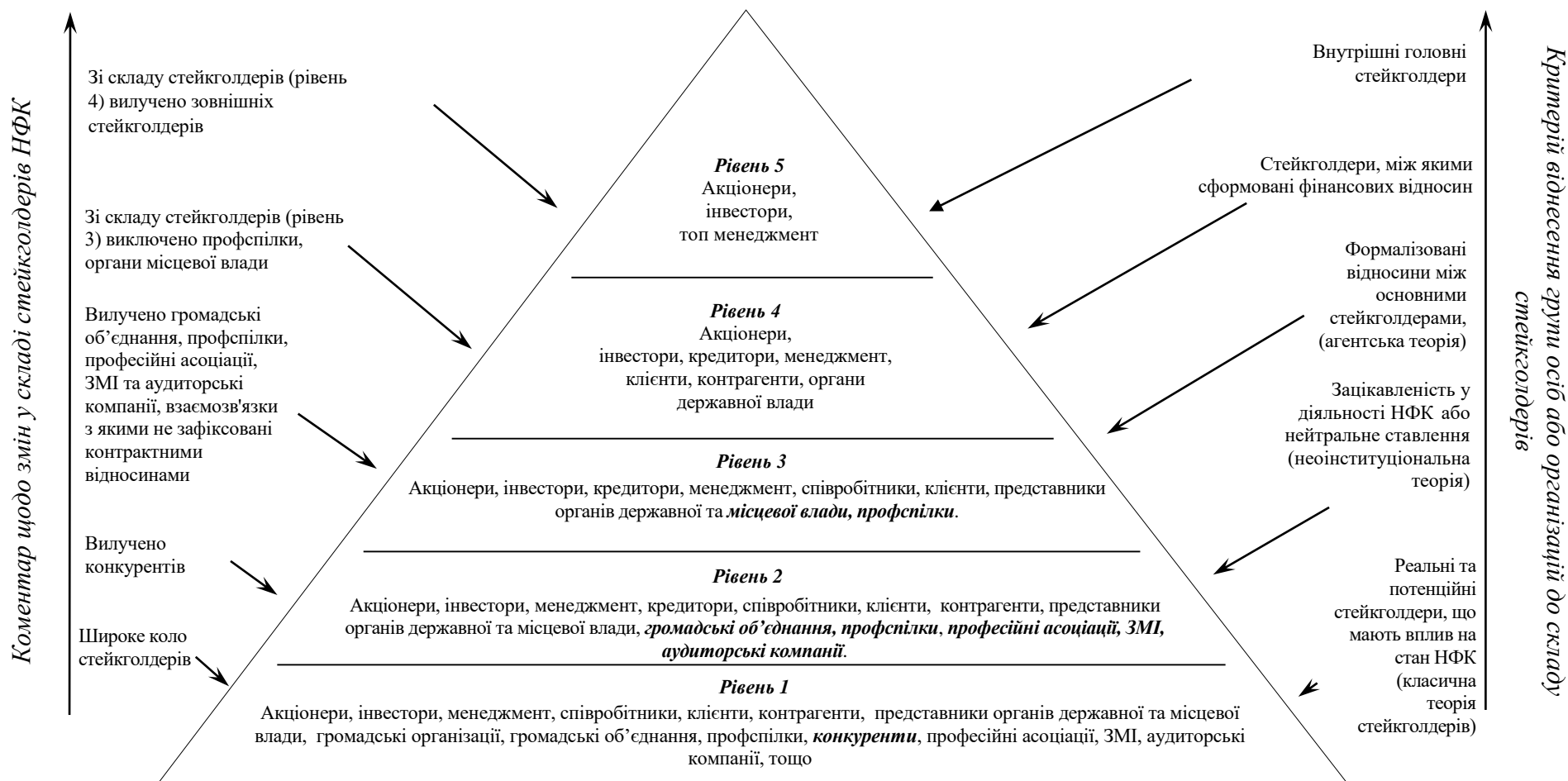


Рисунок 1.9 – Ієрархія критеріїв визначення стейкхолдерів НФК

Джерело: складено автором з урахуванням [97]

На кожному із наступних рівнів перелік стейкхолдерів звужується, максимально наближаючись до найвищого рівня, на якому безпосередньо приймаються стратегічні рішення фінансового характеру. За основу для побудови піраміди рівнів стейкхолдерів взято наукові результати дослідження Бричко М. М. [97], яка, опираючись на теоретичні напрацювання в сфері корпоративного управління запропонувала градацію стейкхолдерів для банківських установ. Авторкою запропоновано виокремити чотири рівня, де на першому рівні представлені ті стейкхолдери, які можуть мати як реальний так і певною мірою потенційний вплив на фінансовий стан банку. Цей рівень сформовано, опираючись на постулати класичної теорії стейкхолдерів. На другому рівні присутні ті стейкхолдери, які мають зацікавленість в формуванні стабільної фінансової ситуації в банку або ж відносяться до даного питання нейтрально. Така вибірка серед переліку першого рівня опирається на основні засади неоінституціональної теорії корпоративного управління. Третій рівень сформований, опираючись на формалізацію відносин між банком та іншими стейкхолдерами, які мають формалізовані відносини, що закріплені у контрактах фінансового характеру у відповідності до агентської теорії. Крім того автором запропоновано виокремити четвертий рівень на якому існують між банком та учасником фінансові відносини в процесі обмінно-розподільчих операцій та делегування повноважень, які здійснюють прямий вплив на ефективність управління банком.

Запропонований підхід було адаптовано під потреби корпоративного управління в реальному секторі економіки, при цьому було виокремлено не чотири, а п'ять рівнів стейкхолдерів. На п'ятому – найвищому рівні – присутні три ключових групи стейкхолдерів – акціонери, інвестори та менеджмент найвищого рівня управління. Саме стейкхолдери цього рівня приймають рішення, які визначають як стратегічний так і оперативно-тактичний фінансовий стан НФК. У випадку, коли власники не виконують функції, пов'язані з фінансовим менеджментом компанії, що є типовим для НФК, їх роль полягає у визначенні стратегічних фінансових завдань, виконанні

регуляторних функцій, контроль за досягнення ключових фінансових таргетів, визначення повноважень та їх делегування менеджменту, схвалення апетитів до ризику, які пропонуються фінансовим менеджментом. Основні завдання топ менеджменту та середньої ланки менеджменту НФК в частині фінансового менеджменту полягають: на рівні менеджменту середньої ланки – у розробці та реалізації рішень, націлених на виконання поточних завдань щодо управління фактично сформованою структурою капіталу, а також пошук рішень для її максимального наближення до оптимальної чи цільової структури капіталу, прораховуючи при цьому реальні та потенційні фінансові ризики, а також аналізуючи фактичну та потенційну вартість капіталу для НФК; на рівні топ менеджменту організація роботи фінансового апарату, націленого на досягнення поставлених стратегічних завдань акціонерами через реалізацію оперативно-тактичної фінансової політики.

Стосовно структури власності НФК, то не зважаючи на те, що серед вітчизняних наукових досліджень даному питанню не приділяється належна увага, саме від того наскільки сконцентрованим є зареєстрований капітал буде залежати складність чи навпаки спрощеність процедур прийняття ключових стратегічних рішень, при цьому важливого значення набуває узгодженість інтересів всіх акціонерів.

Перш ніж проводити аналіз та здійснювати моделювання можливих варіантів оптимальної структури капіталу варто дослідити теоретичне підґрунтя самого поняття «капітал НФК», «оптимальна структура капіталу», а також, враховуючи вище зазначене визначити місце політики управління структурою капіталу у фінансовій політиці НФК.

В сучасних умовах формуванню та використанню капіталу приділяється значна увага, оскільки він визначає можливості подальшого розвитку суб'єкта господарювання, незалежно від того в якій сфері економічної діяльності функціонує. Капітал компанії, його структура та вартість визначають поточну та перспективну платоспроможність та ефективність діяльності. Дослідженнями проблем формування та використання капіталу займається

широке коло як вітчизняних так і закордонних науковців. Водночас саме поняття «капітал» є дуже різнобічним та використовується в економічній літературі з різних точок зору.

Історично, поняттям «капітал» цікавились представники практично всіх відомих на сьогодні економічних шкіл і сучасні вчені, які досліджують розвиток економічної думки з цього приводу систематизували ці знання неодноразово. Зміст цього поняття історично еволюціонував разом із еволюцією розвитку економічних систем та економічних відносин, та відповідних пріоритетів економічного розвитку на тому чи іншому етапі розвитку продуктивних сил та виробничих відносин, починаючи від представників школи меркантилізму, англійської класичної політекономії, марксизму, маржиналізму і до сучасних економічних теорій. Наприклад, якщо взяти одну книгу Рудольфа Гільфердинга «Фінансовий капітал: новітня фаза в розвитку капіталізму» [37], в якій вперше дається визначення фінансового капіталу, дещо наближене до сучасного та проглянути алфавітний покажчик на слово «капітал», то отримаємо значний перелік різних видів капіталу, а саме: акціонерний, банківський, фінансовий, промисловий, грошовий, торговий, виробничий, фіктивний; бездіяльний, тимчасовий, рухомий, дійсний; основний та оборотний; постійний та змінний тощо.

Враховуючи тему дослідження, головним предметом його буде фінансовий капітал. Як було зазначено вище, вперше поняття «фінансовий капітал» було обґрунтовано в роботі Рудольфа Гільфердинга «Фінансовий капітал: новітня фаза в розвитку капіталізму» [37]. Враховуючі економічну ситуацію, яка склалась в Європі на початку ХХ сторіччя, автор, базуючись на «теоретичній системі класичної політичної економії», яка починалась від В. Петті і знайшла своє «найвище вираження в Марксі» виводить своє поняття фінансового капіталу. «Характерну особливість «сучасного» капіталізму представляють ті процеси концентрації, які виявляються, з одного боку, у «знищенні вільної конкуренції» шляхом створення картелів і трестів, а з іншого – у все більш тісному зв'язку між банковим капіталом та промисловим

капіталом. Завдяки цьому зв'язку капітал приймає форму фінансового капіталу, який являє собою найвищу та найбільш абстрактну форму прояву капіталу.» Після Р. Гільфердинга тривалий час, і навіть в окремих роботах сьогодні, фінансовий капітал розглядається більшою мірою з точки зору світових фінансів, процесів глобалізації, та переливу капіталу з одного сектору світової економіки в інший.

Слід зазначити, що значна кількість публікацій вітчизняних та зарубіжних науковців займається проблематикою саме фінансового капіталу та зазначають, що це поняття є багатогранним. Так в роботі [101] авторами зазначається, що «головна сутнісна риса фінансового капіталу являє собою отримання доходу від фінансових активів та їх інтенсивного впливу на відтворювальні процеси в сучасному світі, що характеризується виходом на перші позиції параметрів забезпечення фінансовими ресурсами, стійкості фінансової системи і нормального доступу населення та підприємництва до фінансових послуг. При цьому відносини фінансового капіталу функціонують на інфо-комунікаційних технологіях, сутність яких полягає в подоланні фактору часу, віртуалізації угод і в результаті оборотності фінансових активів в режимі реального часу. Однорідними стають компоненти системоутворюючої підсистеми фінансів, яка включає в себе державні фінанси, корпоративний капітал природніх монополій, а під впливом фінансової глобалізації – фінанси, які представляють глобальний корпоративний капітал». Таке розуміння фінансового капіталу, на наш погляд, відображає сучасні тенденції розвитку фінансових систем та фінансових ринків та враховує значення інформаційних та комунікаційних технологій в діяльності компаній.

На наш погляд формування капіталу є базовою складовою фінансової політики, яка визначає напрями фінансової діяльності підприємства. Остання в свою чергу з точки зору Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 визначається як «діяльність, яка призводить до змін розміру і складу власного та позикового капіталів підприємства» [181]. Варто

вказати, що серед вітчизняних науковців не існує єдиного усталеного підходу щодо розуміння як сутності, так і складових елементів фінансової політики підприємства. Це стає очевидним, коли проаналізувати підходи щодо розуміння поняття «фінансова політика корпоративного підприємства», що відображені в наукових публікаціях вітчизняних науковців (табл.1.1). Так можна відзначити відсутність самого розуміння політики, оскільки існує розбіжність від «управління грошовими потоками підприємства» [198], «форми реалізації фінансової ідеології та стратегії» [154], «певний алгоритм дій» [105], «сукупність заходів, що здійснюються власником та фінансовим апаратом управління» [219].

Постає також питання і щодо основних складових фінансової політики, які також різняться, хоча і значно менше. Зокрема в роботах [105, 140, 219] спільними є управління активами, управління капіталом, фінансування діяльності. Водночас спірними на наш погляд є віднесення до фінансової політики таких складових як облікова політика, ринкова політика, що передбачає розробку маркетингової та цінової політики. Такі підходи виводять розуміння фінансової політики за межі суто фінансових відносин.

На думку Парфенюк М. В., Дергалюк Б. В. варто виокремити певні вимоги до формування фінансової політики: «необхідно спиратися на фінансово-інформаційну сферу і дотримуватися загальні внутрішні регламентні принципи управління фінансами; мати конкретні і реально досяжні цілі фінансового розвитку підприємства, тобто розробити ряд практичних заходів, що забезпечують їх реалізацію; враховувати зовнішні і внутрішні чинники, що впливають на функціонування комерційної організації в поточному та прогнозному періодах (рівень оподаткування, ставки по банківському і комерційному кредиту тощо) [171]». На думку Сторожук Т. М., Сторожук Д. Є. «фінансову політику підприємства визначають виходячи з: стратегічної мети підприємства; найближчих цілей та завдань; структури підприємства; величини обороту; досвіду роботи працівників економічних служб; культури управління та інших факторів.

Таблиця 1.1 – Структурно-декомпозиційний аналіз поняття «фінансова політика корпоративного підприємства»

Автори, посилання	Визначення	Складові політики
Сторожук Т. М., Сторожук Д. Є. [198]	Політика конкретного підприємства щодо управління грошовими потоками підприємства для покращення фінансового стану підприємства та досягнення цілей, визначених керівництвом.	Облікова, кредитна, дивідендна, управління грошовими засобами, управління витратами та доходами, тощо.
Парфенюк М. В., Дергалюк Б. В. [171]	враховує багатофакторність, багатокомпонентність і багатоваріантність управління фінансами для досягнення намічених цілей і виконання поставлених завдань. Довгострокова фінансова політика встановлює директиви для змін і зростання підприємства на перспективу, без детального вивчення окремих фінансових компонентів. Короткострокова фінансова політика пов'язана, головним чином, з аналізом питань, що впливають на поточні активи і поточні зобов'язання.	1) розробка облікової, управлінської та податкової політики; 2) вироблення кредитної політики підприємства; 3) управління оборотними коштами, дебіторською та кредиторською заборгованістю, витратами, вибір амортизаційної (операційної) політики; 4) вибір дивідендної та інвестиційної політики; 5) ринкова політика (маркетингова і цінова політика).
Мельник І. В. [154]	це форма реалізації фінансової ідеології та стратегії підприємства у розрізі окремих аспектів його фінансової діяльності. Найважливішою складовою фінансової стратегії є прийняття рішень про доцільну для підприємства структуру капіталу	Окремі напрями фінансової діяльності підприємства
Гудзь О. Є., Стецюк П. А., Навроцький С. А., Алексійчук В. М. [105]	певний алгоритм дій для досягнення мети підприємства, який складається з послідовних етапів і включаючи застосування різних інструментів і механізмів. Вона окреслює моделі та технології співпраці з податковими органами, банками, інституціональними та індивідуальними інвесторами, партнерами, контрагентами, постачальниками, клієнтами.	управління капіталом; управління активами; управління фінансовими потоками; управління цінами; управління витратами.
Чайковська В. П. [212]	політика, що визначається і проводиться роботодавцями підприємства в інтересах підприємства через фінансові відносини і механізми. Фінансова політика підприємства являє собою цілеспрямоване застосування	Господарська система підприємства

Автори, посилання	Визначення	Складові політики
	фінансів для вирішення довготермінових цілей та короткотермінових завдань, визначених статутними вимогами	
Стефанів І. Ф. [196]	фінансова політика повинна охоплювати процеси розробки загальної концепції управління активами з метою підвищення прибутковості діяльності, нормалізації витрат підбору дієвих та прийнятних методів управління ризиками. Окрім того, вона повинна містити принципи та методи реалізації власного потенціалу суб'єкта господарювання, приймаючи до уваги особливості його функціонування із збереженням оптимального рівня ліквідності, платоспроможності та рентабельності.	Складові фінансової політики матеріалізуються за допомогою ряду методів, що використовуються з метою утримання оптимального рівня прибутковості у тривалому періоді часу. При цьому оперативна та тактична робота підприємства повинна бути спрямованою на забезпечення раціоналізації фінансових, матеріальних, інформаційних та людських ресурсів.
Конєва Т. А. [140]	Ґрунтується на фінансовій ідеології (базові принципи здійснення фінансової діяльності підприємства, що визначені його місією та фінансовим менталітетом його засновників та менеджерів) та фінансовій стратегії (система довгострокових цілей фінансової діяльності та найбільш ефективних шляхів їх досягнення) і відноситься до системи фінансового прогнозування на підприємстві.	Політика управління активами, фінансування діяльності, управління капіталом, дивідендна та емісійна політика, інвестиційна політика.
Школьник І. О., Боярко І. М., Сюркало Б. І. [219]	Сукупність заходів, що здійснюються власником та фінансовим апаратом управління підприємством і охоплюють розроблення науково обґрунтованих концепцій організації фінансової діяльності, визначення головних напрямків формування та використання фінансових ресурсів на довго-, середньо- та короткострокові періоди, а також практичну реалізацію розробленої стратегії.	Політика управління активами, управління капіталом, управління прибутком, управління інвестиціями, антикризового фінансового управління, управління грошовими потоками.

Тому для кожного підприємства визначають свій набір заходів для впровадження та фінансових показників – для моніторингу [198]». В даному випадку необхідно відзначити, що стратегічна мета підприємства має

включати не стільки фінансову складову, а в першу чергу бачення тієї ринкової позиції, яку хочуть досягти власники та менеджмент підприємства в чітко визначений проміжок часу, а вже розробка фінансової політики повинна бути підпорядкована меті першого порядку та визначати найближчі цілі та завдання в розрізі забезпечення підприємства достатніми обсягами фінансових ресурсів на прийнятних умовах. Варто не погодитись з думкою, що визначення фінансової політики залежить від досвіду роботи працівників економічних служб. З одного боку досвід співробітників має значення, але не менш важливим є стратегічне бачення власників та топ-менеджменту підприємства і їх рівень вимог до кваліфікації працівників, в тому числі і до фахівців економічного профілю.

На думку Чайковської В. П. «Зміст фінансової політики виражається у вирішенні таких завдань: розробка оптимальної концепції управління фінансовими ресурсами, яка дозволяє забезпечити узгодження оптимального обсягу їх надходжень з одночасним захистом підприємницького ризику; визначення основних напрямів використання фінансових ресурсів на поточний період та на перспективу. При цьому необхідно враховувати перспективи розвитку виробничої і комерційної діяльності та стан макроекономічної кон'юнктури (оподаткування, облікова ставка банківського відсотка, норми амортизаційних відрахувань на основні засоби тощо); фінансово-економічна діяльність суб'єктів господарювання, спрямована на досягнення поставленої мети із врахуванням реальних показників за даними фінансового аналізу, внутрішньогосподарського контролю, оцінки реальних інвестиційних проектів та інших показників» [212].

Основними результатами фінансової політики підприємства на думку Стефанів І. Ф. є повне фінансове забезпечення процесів відтворення; нормалізація фінансових відносин суб'єкта господарювання; утримання оптимального рівня прибутковості компанії у тривалому періоді; удосконалення виробничих процесів; оптимізація структури капіталу підприємства й забезпечення його фінансової стійкості; нормалізація

фінансових ризиків та підбір методів їхньої нейтралізації; раціоналізація фінансових потоків та розрахунків; максимізація альтернативної вартості результатів використання отриманого прибутку; забезпечення інвестиційної привабливості підприємства; створення ефективного механізму управління підприємством [196].

Аналіз зарубіжних публікацій, в яких досліджується проблематика розвитку фінансової політики На думку Сторожук Т. М., Сторожук Д. Є. «фінансову політику підприємства визначають виходячи з: стратегічної мети підприємства; найближчих цілей та завдань; структури підприємства; величини обороту; досвіду роботи працівників економічних служб; культури управління та інших факторів. Тому для кожного підприємства визначають свій набір заходів для впровадження та фінансових показників – для моніторингу [198]». В даному випадку необхідно відзначити, що стратегічна мета підприємства має включати не стільки фінансову складову, а в першу чергу бачення тієї ринкової позиції, яку хочуть досягти власники та менеджмент підприємства в чітко визначений проміжок часу, а вже розробка фінансової політики повинна бути підпорядкована меті першого порядку та визначати найближчі цілі та завдання в розрізі забезпечення підприємства достатніми обсягами фінансових ресурсів на прийнятних умовах. Варто не погодитись з думкою, що визначення фінансової політики залежить від досвіду роботи працівників економічних служб. З одного боку досвід співробітників має значення, але не менш важливим є стратегічне бачення власників та топ-менеджменту підприємства і їх рівень вимог до кваліфікації працівників, в тому числі і до фахівців економічного профілю.

На основі публікацій в міжнародній наукометричній базі Scopus (рис. 1.10) можна зробити висновок, що на відміну від переважної більшості вітчизняних публікацій, фінансова політика фактично ототожнюється з прийняттям рішень щодо формування оптимальної структури капіталу. Це має своє підтвердження в наборі ключових слів, зосереджених в кластері,

сформованому навколо поняття «фінансова політика», яке найбільш тісно пов'язане з фондовим ринком, ринком капіталу, потоками капіталу.

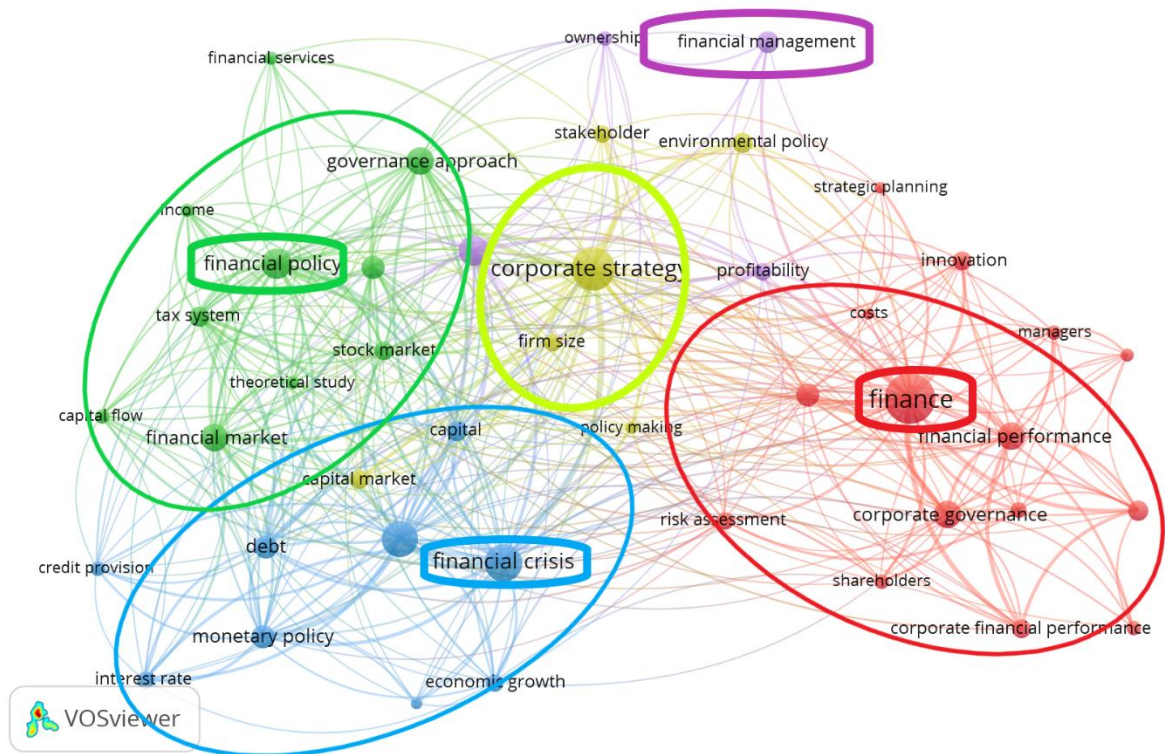


Рисунок 1.10 – Кластеризація результатів вибірки наукових публікацій за запитом «фінансова політика НФК» та узгодження із ключовими словами

Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus з використанням інструмента VOSviewer 1.6.16

Цілком логічним також є сформований кластер, що пов'язаний з фінансовою політикою. На думку Сторожук Т. М., Сторожук Д. Є. «фінансову політику підприємства визначають виходячи з: стратегічної мети підприємства; найближчих цілей та завдань; структури підприємства; величини обороту; досвіду роботи працівників економічних служб; культури управління та інших факторів. Тому для кожного підприємства визначають свій набір заходів для впровадження та фінансових показників – для моніторингу [198]». В даному випадку необхідно відзначити, що стратегічна мета підприємства має включати не стільки фінансову складову, а в першу чергу бачення тієї ринкової позиції, яку хочуть досягти власники та

менеджмент підприємства в чітко визначений проміжок часу, а вже розробка фінансової політики повинна бути підпорядкована меті першого порядку та визначати найближчі цілі та завдання в розрізі забезпечення підприємства достатніми обсягами фінансових ресурсів на прийнятних умовах. Варто не погодитись з думкою, що визначення фінансової політики залежить від досвіду роботи працівників економічних служб. З одного боку досвід співробітників має значення, але не менш важливим є стратегічне бачення власників та топ-менеджменту підприємства і їх рівень вимог до кваліфікації працівників, в тому числі і до фахівців економічного профілю.

– це корпоративна стратегія. В більшості проаналізованих наукових публікацій, при дослідженні формування фінансової політики та відповідно формування оптимальної структури капіталу береться до уваги саме довгострокове планування, що узгоджується із розробкою корпоративної стратегії. В сучасних умовах в потужних міжнародних корпораціях при оптимізації структури капіталу до уваги береться тільки довгостроковий капітал, який формується через потоки капіталу, пов'язані, або з фондовим ринком, або ж банківською системою, залежно від того, в якій національній системі, який з цих секторів фінансового ринку є більш вагомим постачальником капіталу для НФК. При цьому варто відзначити, що в зарубіжних публікаціях початку 2000-х років основний акцент при дослідженні фінансової політики корпорацій робиться на узгодженні інтересів всіх стейкхолдерів при формуванні оптимальної структури капіталу [27, 22, 56, 54, 70, 8]. Після світової фінансової кризи 2008 року основна увага в дослідженнях було зміщена на проблематику узгодження структури капіталу та диверсифікації ризиків, а також визначення апетиту до ризику (risk appetite). Якщо уважно проаналізувати сформовані на рисунку 1.1 кластери, то можна відзначити, що поняття «фінансова криза» (financial crisis) має безпосередній зв'язок із поняттям «оцінка ризику» (risk assessment) та борг (debt).

На нашу думку фінансова політика підприємства має розглядатись як визначена власниками та узгоджена з менеджментом мета фінансового

менеджменту, що передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, вибір форм та методів її досягнення як в короткостроковому так і в довгостроковому періоді. При цьому якісна фінансова політика має відповідати таким ключовим принципам: справедливості; узгодження із чинним законодавством; реалістичності, досяжності, рівня ризикованості, що відповідає рівню апетиту до ризику як власників так і менеджменту компанії.

Отже ключовим об'єктом фінансової політики є капітал підприємства. Водночас було б невірним досліджувати капітал підприємства відірвано від сформованих активів та досягнутих завдяки цьому фінансових результатів діяльності.

1.3 Концептуальні засади управління структурою капіталу корпоративних підприємств

Одним із найбільш складних завдань політики управління капіталом є визначення оптимальної його структури, оскільки це вимагає врахування значного переліку факторів, які формуються з одного боку всередині НФК, і, як правило, є підконтрольні менеджерам та власникам та, відповідно формують несистемні /диверсифіковані ризики, а з іншого – визначаються зовнішнім економічним середовищем, вплинути на стан якого з боку НФК фактично неможливо, не зважаючи на її розміри. Наукові дослідження в напрямку пошуку ефективної моделі оптимізації структури капіталу залишаються актуальними вже протягом тривалого часу, що пов'язано саме із зміною факторів, особливо зовнішнього характеру, адже і економічна система, і особливо фінансова система як на національному так і на світовому рівні знаходиться в постійній зміні.

З точки зору розуміння власне процесу оптимізації, то його можна розглядати як приведення об'єкта від неоптимального стану до оптимального на основі визначення набору кількісних та якісних параметрів.

Гайдаєнко О. та Слатвінська М. відзначають, що «оптимізація структури капіталу – це важливий етап стратегічного аналізу капіталу, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю, втіленою у кошти підприємства, які йому належать і приносять прибуток, та вартістю, інвестованою в грошові кошти, що залучаються на основі їх повернення, за умови якого досягається максимальна ефективність діяльності підприємства» [102].

Важливим є сформоване розуміння серед науковців, що визначити єдині параметри оптимальної структури капіталу не є можливим, але при цьому «можна визначити найбільш раціональне співвідношення показників капіталу, що розраховуються на підставі факторів впливу, ризиків та практичного досвіду, що максимально наблизить цільову структуру капіталу до оптимального його значення.» [224]. Формування оптимальної структури капіталу для кожної НФК є індивідуальним процесом, який може визначатись не просто групою показників, але і певним коридором їх значень. При цьому в залежності від зовнішньої ситуації на фінансовому ринку, а також в цілому від макроекономічної ситуації оптимальна структура може складатись із абсолютно різних видів капіталу.

Сам термін «оптимальна структура капіталу» є предметом окремого дослідження науковців. На наш погляд ця категорія є складною та комплексною і не зводиться лише до простого визначення складу капіталу НФК та співвідношення між його елементами. Але основою визначень оптимальної структури капіталу є співвідношення базових елементів капіталу – власного капіталу та зобов'язань. При цьому, якщо щодо власного капіталу немає розбіжностей, то стосовно зобов'язань є певні розбіжності у визначеннях, а саме мова може йти про залучені джерела.

На думку Бланка І. О. «оптимальна структура капіталу – це таке співвідношення використання власних і залучених джерел, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості, тобто максимізується його ринкова вартість» [95]. Схоже визначення, але дещо спрощене наводять в своїй роботі Беренда Н. І., Радзюк Т. Ю. та Ворона К. В., вони зазначають, що оптимальною є структура капіталу, яка являє собою «таке співвідношення власних і позикових джерел, за якого максимізується ринкова вартість підприємства» [93]. В роботі Яковець Т. зазначається, що це така структура капіталу, яка здатна «забезпечити високу рентабельність власного капіталу та призведе до збільшення прибутку», а ефективним інструментом оптимізації є механізм фінансового важелю [226]. Грицино О. М. та Бусленко В. В. зазначають, що формування оптимальної структури капіталу «є забезпечення виваженої структури капіталу, яка забезпечила б прибутковість і поступове зростання ринкової вартості підприємства» [104]. Салига К. С. та Писаренко А. А. вважають, що «це оптимальне співвідношення між власними коштами, які приносять прибуток, і позиковими коштами, які інверсовано у грошовій формі, в обмін на обов'язки їх повернення, за умови якого досягається максимальна ефективність діяльності підприємства» [192]. В такому ж контексті надають визначення автори Великій Ю. М., Тешева Л. В., Височін З. В., вони зазначають, що «Кожне підприємство прагне управляти капіталом та його структурою, тобто досягнути такого співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел коштів, яке б здійснювало максимальний позитивний вплив на досягнення його стратегічних цілей.» [99].

Більш комплексним, на відміну від вище викладених підходів в розумінні оптимальної структури капіталу є визначення, надане в роботі Єпіфанової І.Ю. та Стемблевської О.Г., а саме «як досягнення такого співвідношення між власним та позиковим капіталом, за якого підприємство здатне досягти бажаного рівня фінансової стійкості, рентабельності,

підвищити ефективність своєї діяльності за допустимого рівня фінансового ризику» [118].

Розглядаючи проблеми управління капіталом транснаціональних корпорацій Примостка О.О. під оптимальною структурою капіталу розуміє «співвідношення між вартістю, втіленою в кошти ТНК, які йому належать і приносять прибуток, та вартістю, інвестованою в грошові кошти, що залучаються на основі їх повернення, за якого досягається максимальна ефективність діяльності ТНК.» [176]. Крім того автор акцентує увагу на суттєвих перевагах, які мають транснаціональні корпорації при формуванні капіталу, оскільки мають значно ширші можливості щодо використання різних джерел його формування, в тому числі і можливості світових фондових майданчиків, тощо.

Щодо визначення структури капіталу, то в наукових публікаціях виокремлюють фактичну, оптимальну та цільову (таргетовану) структуру капіталу. Зокрема в роботі Душак М.І. пропонується визначення таких значень фінансового левериджу, який відображає певну структуру капіталу: «фактичний фінансовий леверидж – фактичне значення, що відображає співвідношення власного та позикового капіталу, зафіксоване в балансі підприємства; оптимальне – допустимий діапазон, за якого підприємство може досягти зростання економічної та ринкової доданої вартості за умови сприятливої кон'юнктури фінансового та товарного ринків; цільове – досягнення якого забезпечує максимальне зростання економічної та ринкової доданої вартості; стратегічне – прогнозоване значення, що закладається у фінансову стратегію розвитку підприємства, як правило при розробці емісійної політики.» [116]

На наш погляд дана класифікація є занадто деталізована. Ми погоджуємось із наявністю фактичної, оптимальної та цільової структури капіталу, але дещо в іншому контексті. На наш погляд фактична структура капіталу це співвідношення між наявними у розпорядженні НФК в певний період часу різних елементів капіталу, які фіксуються у фінансовій звітності з

визначеними зобов'язаннями по їх обслуговуванню. Стосовно визначення оптимальної та цільової структури, то на наш погляд вони дещо схожі, оскільки в обох випадках метою встановлення такої структури є зростання ринкової доданої вартості. Виокремлення стратегічної структури капіталу не є доречним, оскільки на наш погляд під час розробки фінансової політики НФК, яка і визначає стратегію фінансової діяльності саме і встановлюється цільова структура капіталу, яка може бути представлена як прогнозований коридор значень набору таргетів фінансової політики в межах яких, в залежності від зміни системного (недиверсифікованого) ризику корпорації може визначатись оптимальна структура. Визначення цільової структури капіталу як правило супроводжується якісно новим розміром капіталу НФК, що може передбачати здійснення IPO (Initial Public Offering) – первинної публічної пропозиції цінних паперів, як правило акцій, на фондовій біржі, або ж суттєве нарощення позикового капіталу, в тому числі через емісію корпоративних облігацій, чи залучення синдикованого кредитування, тощо. Формування цільової структури капіталу як правило пов'язано з розробкою емісійної політики для реалізації масштабних інвестиційних проєктів – як для реального так і для фінансового інвестування.

На наш погляд, в розглянутих вище визначеннях оптимальної структури капіталу є упущення, яке є досить значимим, а саме не визначається взагалі роль ключових стейкхолдерів, які задіяні в процесі оптимізації і в цілому розробляють політику управління капіталом НФК. Саме від бачення власників стратегії її розвитку в цілому та фінансової стратегії зокрема буде залежати визначення ключових таргетів та допустимі апетити до ризику. Це в сучасних умовах має виключно важливе значення, на якому варто акцентувати увагу при визначенні поняття «оптимальна структура капіталу». Таким чином, на підставі проведеного літературного огляду, враховуючи те, що не може бути визначено універсальної оптимальної структури під оптимальною структурою капіталу нами запропоновано розуміти таке співвідношення між різними елементами капіталу НФК, яке забезпечує досягнення визначених в межах

коридорів стратегічних таргетів фінансової політики, при узгодженому між ключовими стейкхолдерами – власниками та менеджерами апетиту до ризику. Необхідно зазначити, що з точки зору окремих стейкхолдерів визначена оптимальна структура може такою не вважатись, враховуючи різні підходи щодо формування апетиту до ризику з точки зору власників, чи з точки зору менеджерів. Ці питання активно досліджуються в рамках теорій структури капіталу, розглянутих в попередньому пункті.

Узгоджуючи таку класифікацію структури капіталу між стратегічним та оперативно-тактичним фінансовим менеджментом можна зазначити, що визначення цільової структури капіталу повністю лежить в площині розробки фінансової стратегії та фінансової політики НФК та в значній мірі визначається її власниками. Фактична структура капіталу є відображенням оперативно-тактичних рішень менеджменту. Стосовно оптимальної структури капіталу то її формування закладено в стратегії, але вона може коригуватись в залежності від поточної ситуації на фінансовому ринку, від переважного впливу того чи іншого чинника або ж їх групи.

Формування оптимальної структури капіталу на наш погляд є ключовим завданням політики управління капіталом, що може формуватися як один із ключових напрямів реалізації фінансової політики.

Стосовно розуміння категорії «політика управління капіталом», то на сьогодні, враховуючи відсутність усталеного підходу в розумінні оптимальної та цільової структури капіталу, єдиного підходу також не існує. Водночас дана проблематика активно досліджується як вітчизняними так і зарубіжними науковцями. В роботі Беренди Н. І., Редзюк Т. Ю. та Ворони К. В. відзначається, що управління структурою капіталу зводиться лише до трьох моментів: «а) визначення загальної потреби в капіталі; б) оцінка вартості капіталу під час його запозичення з різних джерел фінансового ринку; в) оптимізація фінансової структури капіталу, тобто встановлення такого співвідношення його власних і позикових джерел, за якого забезпечується найбільш високий рівень фінансової стійкості підприємства» [93]. Таке

розуміння управління є досить спрощеним, не встановлює завдань стратегічного та оперативно-тактичного характеру та не враховує наявності не лише різних методів управління, а і системи критеріїв та таргетів. Які мають бути визначеними. Александрова Г. В. відзначає, що «Управління капіталом – це управління структурою і вартістю джерел фінансування (пасивів) з метою підвищення рентабельності власного капіталу та спроможності підприємства виплачувати дохід кредиторам і співвласникам підприємства. Метою управління капіталом є задоволення потреби у фінансових коштах за різними напрямками діяльності підприємства та оптимізація його структури з точки зору забезпечення умов ефективного використання для збільшення вартості підприємства.» [91] Дане визначення є досить комплексним, але на наш погляд не враховує важливого моменту, що пов'язаний із контролем за фінансовим ризиком.

Савельєва Т. М. в своїй роботі фактично перераховує етапи розробки та реалізації політики управління капіталом підприємства, а саме: «чітку постановку цілей і завдань управління капіталом, а також контроль за їх дотриманням у плановому періоді; удосконалення методики визначення й аналізу ефективності використання усіх видів капіталу; розроблення напрямків оптимізації процесу управління капіталом, а також їх аналізу і впровадження; розроблення методики оперативного управління високоліквідними обіговими активами; розроблення загальної стратегії управління капіталом; використання у процесі управління економічних методів і моделей, зокрема під час аналізу і планування; орієнтацію на використання внутрішніх важелів впливу на процес управління капіталом.» [190]. В даному переліку є як елементи управління капіталом, так і елементи управління активами підприємства, що безумовно мають зв'язок з формуванням капіталу, але є окремим напрямом фінансового менеджменту підприємства та окремою складовою фінансової політики зі своїми специфічними підходами в управлінні. При цьому варто погодитись із тим, що «Пріоритет конкретних критеріїв оптимізації структури капіталу

підприємство визначає самостійно, ..., не існує єдиної оптимальної структури капіталу не тільки для різних підприємств, але навіть і для одного підприємства на різних стадіях його розвитку» [190]. Система управління структурою капіталу на думку Домбровської С.О. «відповідає за вибір виду та обсягів ресурсів для забезпечення діяльності підприємства, пошук оптимальних джерел залучення та напрямів ефективного використання ресурсів підприємства для досягнення стратегічних цілей, підвищення ліквідності, фінансової стійкості та рентабельності підприємства. Підприємство у процесі свого функціонування прагне управляти капіталом, його структурою з метою досягнути такого співвідношення внутрішніх та зовнішніх ресурсів, яке б здійснювало максимально позитивний вплив на досягнення його стратегічних цілей.» [110]. В даному визначенні не акцентується вага як на фінансових ризиках, так і на вартості обслуговування сформованого капіталу. які є базовими критеріями управління капіталом, а також не зазначаються учасники цього процесу – стейкхолдери, які власне і відповідають за розробку та реалізацію цієї політики.

Врахування ролі стейкхолдерів відображено в роботі Душак М.І., яка під політикою управління капіталом пропонує розглядати «розроблену та узгоджену власниками та менеджерами підприємства систему заходів, спрямовану на формування цільової структури капіталу, яка здатна забезпечити стратегічний розвиток, зростання рентабельності власного капіталу із дотриманням необхідного рівня фінансової незалежності та фінансового ризику підприємства» [116]. В такому ж контексті пропонується розуміння політики управління капіталом Школьник І.О., а саме «це забезпечення такого поєднання власного і позикового капіталу, яке оптимізує рівень фінансових ризиків згідно з обраними критеріями управління прибутком підприємства». Автор також зазначає, що оптимальна структура капіталу «це 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» [220]. Варто відзначити, що Душак М.І. зосереджує свою увагу виключно на формуванні цільової структури капіталу, але її досягнення неможливе без розробки відповідної системи заходів, спрямованих на узгодження фактичної, оптимальної та в результаті і цільової структури капіталу. Тим самим в даному випадку акцент в управлінні капіталом зміщається саме на стратегічний рівень, і зовсім не враховує оперативно-тактичних завдань фінансового менеджменту. Визначення, надане Школьник І.О. є дещо звуженим, оскільки зосереджено по суті на трьох таргетах – коефіцієнт фінансової рентабельності, коефіцієнт фінансової стійкості, та максимізації ринкової вартості – які дійсно є головними, але не виключними. В даному випадку автор не бере до уваги такого таргету як вартість капіталу при фактичній його структурі та її розрахункове значення при оптимальній структурі і прогнозований коридор – при цільовій структурі капіталу.

Отже, значна кількість науковців вважає, що політика управління капіталом є окремим елементом фінансової політики. Натомість, беручи до уваги, що фінансова діяльність підприємства, відповідно до вітчизняної нормативної бази це діяльність, «яка призводить до змін розміру і складу власного та позикового капіталів підприємства» [181] в даному дослідженні ми вважаємо, що політика управління капіталом НФК є тотожною фінансовій політиці підприємства, авторське визначення якої надано в п.1.1. Як правило фінансову політику розглядають суто в стратегічній площині функціонування НФК, але досягнення таргетів, які нею визначається відбувається в площині оперативно-тактичного фінансового менеджменту. Систематизоване авторське розуміння фінансової політики в контексті управління структурою капіталу подано на рисунку 1.11. Стратегічну фінансову політику мають формувати власники НФК, узгоджуючи її з топ-менеджерами, які відповідають за фінансово-економічний блок, при цьому на стратегічному рівні головною метою реалізації фінансової політики визначається повне задоволення фінансових інтересів власників НФК, що полягає з одного боку



Рисунок 1.11 – Концептуальне розуміння формування фінансової політики НФК

Джерело: складено автором

у зростанні ринкової вартості акціонерного капіталу та з іншого у виплаті дивідендів на акцію. Від бачення власників щодо розподілу отриманого прибутку через реалізацію дивідендної політики буде залежати динаміка ринкової вартості НФК. Позитивним є рішення власників щодо розподілу чистого прибутку з пріоритетом на його капіталізацію.

Варто відзначити, що світова практика засвідчує зміну пріоритетності в розподілі чистого прибутку. Так за даними рейтингу S&P 500 середнє значення показника дивідендний вихід в період з початку XXI сторіччя, якщо його порівнювати із періодом 1970-1980 років свідчить, що акціонери віддають перевагу саме капіталізації і ставлять за мету не нарощення дивідендів, а зростання ринкової вартості. Зокрема протягом 70-х 80-років минулого століття розмір дивідендного виходу був значно вищим, а саме за цей 20-річний період мінімальне значення становило 2,68 %, а максимальне – 5,37 %. Якщо ж проаналізувати цей показник за період 2000 – 2020 рр. (рис. 1.12), то максимальне значення дивідендних виплат спостерігалось лише в 2008 р. і становив 3,23 %, що було обумовлено тим, що в післякризовий період, коли ринкова капіталізація суттєво зменшилась для власників став більш важливим отриманий дохід у вигляді дивідендів.

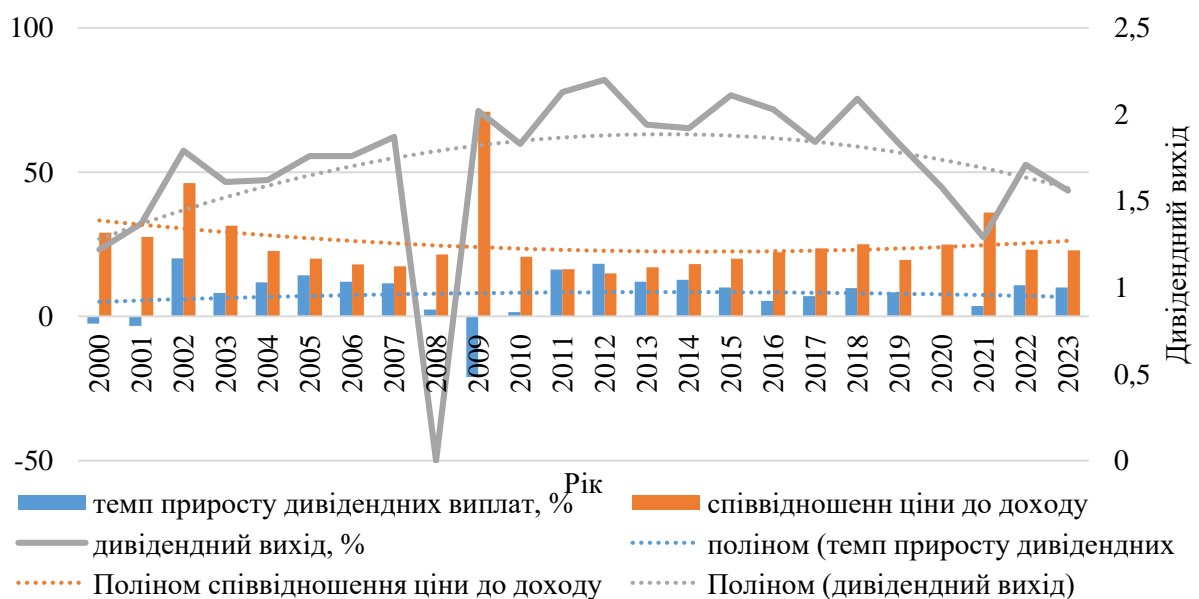


Рисунок 1.12 – Динаміка ключових показників дивідендної політики

Джерело: складено автором на основі даних S&P 500, [78]

Якщо ж ігнорувати цей показник, який можна винести до статистичного викиду, то максимальне значення за цей період становило 2,2 %, а мінімальне значення – на рівні 1,22. Варто також відзначити, що побудований тренд у вигляді поліному другого ступеня демонструє тенденцію до подальшого зниження, при цьому значення R^2 , яке характеризує достовірність апроксимації становить 0,4327, що не дозволяє впевнено зробити висновок щодо низької якості прогнозу, але вилучення статистичного викиду за 2008 р. призводить до суттєвого зростання значення даного показника і в цьому випадку становить 0,7683, тобто прогноз є достатньо достовірним. В зв'язку з цим варто акцент робити не на виплаті дивідендів при розробці та реалізації фінансової політики, а саме на зростанні ринкової вартості акцій. Водночас це не означає, що варто відмовлятися від виплати дивідендів взагалі, оскільки це може негативно вплинути на динаміку ринкової капіталізації акцій. Підтвердженням цього висновку є і побудований тренд співвідношення ціни до доходу, який демонструє висхідну тенденцію і значення R^2 становить 0,8306, а отже прогноз до зростання є досить достовірним.

На рівні оперативно-тактичного управління ключова роль в реалізації завдань та досягненні мети фінансової політики належить топ-менеджменту та менеджменту середньої ланки, які мають відстежувати поточну ситуації в НФК та зміну зовнішнього економічного середовища, аналізувати вплив різних факторів.

На наш погляд важливо чітко розподілити мету фінансової політики та визначити стратегічну мету та мету оперативно-тактичного рівня. Головна мета фінансового менеджменту як і фінансової політики цілком співпадають в частині задоволення інтересів власників. Але при цьому варто виокремити ще два можливих варіанти стратегічної мети, а саме зростання ринкової вартості НФК, що по суті є продовженням головної мети, а також власники можуть ставити завдання щодо переходу на якісно новий рівень фінансування. Це може відбуватись у випадках, коли фактична структура капіталу є максимально ризикованою, із суттєвим переважанням зобов'язань і не

дозволяє стратегічно розвиватись та нарощувати капітал під нові інвестиційні проекти. В такому випадку створюється загроза або залучення надто дорогого капіталу, або втрати контролю над НФК, а тому є необхідність в переході на якісно новий рівень використання капіталу, і для цього може проводитись ІРО, при цьому підготовка до таких операцій може тривати декілька років і в будь-якому випадку вимагає глибокого системного вивчення впливу всіх чинників як внутрішнього так і зовнішнього характеру, а також пошуку зацікавлених інвесторів, які здатні вкласти значні суми капіталу в розвиток НФК. З точки зору оперативного-тактичного управління головною метою є забезпечення НФК достатнім обсягом капіталу для фінансування поточної діяльності та відповідно підтримка його ліквідності та поточної платоспроможності.

Як же зазначалось вище та відображено на рисунку 1.11 при формуванні фінансової політики НФК може визначатись три види структури капіталу – цільова (при розробці стратегії), оптимальна (що враховує динаміку зміни системного та диверсифікованого ризиків) та фактична (що склалась на конкретний момент часу в НФК). Важливим при цьому є розуміння того проміжку часу, який буде необхідний у випадку настання потреби наближення фактичної структури капіталу до цільових таргетів, закладених у фінансовій стратегії. В такому випадку важливого значення набуває розрахунок швидкості пристосування фактично сформованої структури капіталу до визначеної цільової структури капіталу. Пояснення динаміки зміни структури капіталу було здійснено в рамках динамічної компромісної теорії. Зокрема саме в межах цієї теорії було обґрунтовано по-перше, наявність цільової та фактичної структури капіталу, та розбіжностей, що виникають на практиці між ними; по-друге – існування певних меж, коридорів, в рамках яких НФК не вбачає необхідності досягнення цільової структури капіталу; по-третє – в певних обставинах за необхідності досягнення цільової структури капіталу розраховується швидкість досягнення, тобто яку саме частину розриву між фактичною та цільовою структурою капіталу НФК може подолати у визначений період часу; по-четверте – здійснення таких операцій в залежності

від сформованого фактичного фінансового левєриджу може супроводжуватись зростанням фінансового ризику та вартості додатково залученого капіталу, що в результаті може привести до зниження рентабельності. Процес пристосування математично можна визначити таким чином:

$$FL_t - FL_{t-1} = \delta_t (FL_t^* - FL_{t-1}), \quad (1.1)$$

де FL_t – фінансовий левєридж НФК в період часу t ;

δ_t – параметр, що характеризує рівень пристосування, який може бути визначений як його швидкість.

При цьому автори відзначають, що «якщо $|\delta_t| < 1$, то процес пристосування відбувається поступово, за декілька періодів, якщо ж $\delta_t = 1$, то пристосування відбувається протягом одного періоду. Якщо $\delta_t > 1$, то відбувається надмірне пристосування, що перевищує цільове значення, що може відбуватись в якості реакції на зміни у зовнішній кон'юнктурі».

Швидкість пристосування в значній мірі залежить від відсотку, на який фактична структура капіталу відхиляється від оптимальної і тим більше чи не виходить вона за межі коридору, визначеного цільовою структурою капіталу. Чим більшим буде це відхилення і чим більше буде сума капіталу, що використовується НФК, тим більше часу може знадобитись для їх наближення. Водночас орієнтуватись лише на показник фінансовий левєридж не можна, оскільки важливими є ряд інших таргетів, які можуть кардинально змінюватись при зміні співвідношення між власним капіталом та зобов'язаннями. На наш погляд ключовими таргетами, які мають бути визначені в ході формування цільової структури капіталу, та яких варто дотримуватись є власне цільовий фінансовий левєридж, точніше визначений коридор значень – допустимий мінімум та максимум на який погоджуються і власники і топ-менеджери, цільова вартість капіталу, прогнозовані точки

розриву та точки індивергентності вартості капіталу, гранична вартість капіталу та гранична ефективність капіталу, а також максимально допустимий для НФК апетит до ризику.

При визначенні фінансового левериджу використовують стандартно два підходи: перший через визначення ефекту фінансового левериджу з врахуванням податкового коректора та сформованої вартості капіталу (формула 1.2) та другий через співвідношення EPS – прибутку на акцію (earnings per share) та ЕВІТ – прибутку до сплати відсотків та податку (earnings before interest and taxes).

На наш погляд для корпоративного підприємства більш доцільним є використання саме другого підходу, оскільки саме він є інформативним для власників і з точки зору ефективності використання акціонерного капіталу і з точки зору оцінювання ступеня ризику. Крім того саме цей спосіб дозволяє визначати і точку індивергентності і точки розриву капіталу. Не можна також не відзначити, що в переважній більшості публікацій вітчизняних науковців перевага віддається першому способу. Це пов'язано з тим, що значна кількість вітчизняних корпоративних підприємств у фінансовій звітності показують чисті збитки як фінансовий результат діяльності і розрахунок стає неможливим.

Для визначення EPS використовують наступну формулу:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - t) - PD}{NS}, \quad (1.2)$$

де, EPS – прибуток на акцію,

ЕВІТ – прибуток до сплати відсотків та податків,

I – сплачені річні відсотки по зобов'язанням,

t – податок на прибуток,

PD – сплачені річні дивіденди по привілейованим акціям,

NS – кількість простих акцій в обігу.

Таким чином в чисельнику маємо суму чистого прибутку, яка очищена від сплати відсотків, скоригована на розмір податку на прибуток, що сплачує підприємство, а також за умови наявності в структурі акціонерів власників привілейованих акцій сума чистого прибутку зменшується на суму дивідендів, які мають в обов'язковому порядку бути сплачені. Остаточна сума це та, яка може бути розподілена серед власників простих акцій.

Рівень фінансового левериджу з використанням цих показників визначається так:

$$DFL = \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT}, \quad (1.3)$$

де, DFL – рівень фінансового левериджу (degree of financial leverage).

ΔEPS – приріст прибутку на акцію,

$\Delta EBIT$ – приріст прибутку до сплати відсотків та податків.

В процесі розробки фінансової політики корпоративного підприємства можуть розглядатись декілька альтернативних варіанти формування структури капіталу. При цьому може виникати ситуація, коли при різних значеннях EBIT значення EPS не змінюється, тобто формується точка індиферентності, яка визначається за наступною формулою шляхом визначення із даної рівності значення EBIT:

$$\frac{(EBIT_{1,2} - I_1)(1-t) - PD_1}{NS_1} = \frac{(EBIT_{1,2} - I_2)(1-t) - PD_2}{NS_2}, \quad (1.4)$$

На основі цього підходу формується оптимальна структура капіталу він отримав назву метод оцінювання EBIT-EPS. В результаті застосування цього методу формується така структура капіталу, яка дозволяє отримати максимальне значення EPS при незмінному значенні EBIT. Графічно формування точки індиферентності подано на рисунку 1.13.

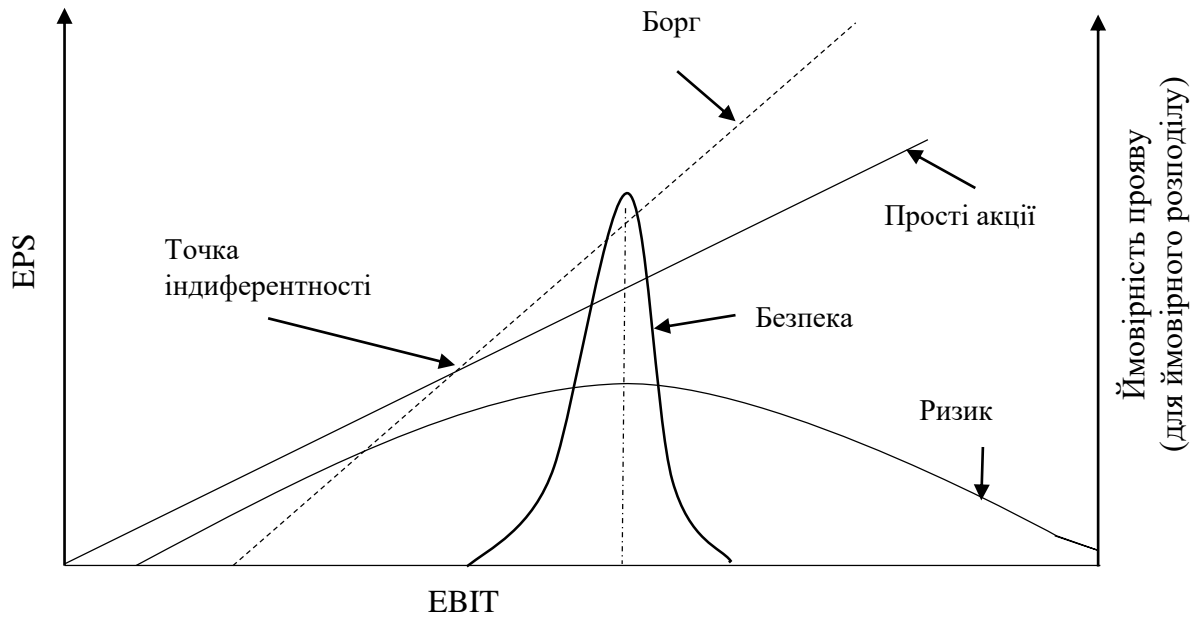


Рисунок 1.13 – Діаграма ймовірного розподілу ЕВІТ та формування точки індивідуальності для ймовірної структури капіталу, [88]

Дана діаграма дозволяє також визначити такі ситуації при формуванні структури капіталу. По-перше, чим далі рухатись вправо від точки індивідуальності, тим більше вигоди для підприємства від використання позикового капіталу для нарощення рентабельності власного капіталу, але при цьому відбувається і зростання ризику. По-друге – рухаючись вниз і вліво від точки індивідуальності поступово відбувається зниження розміру EPS і поступово може почати формуватися збиток в розрахунку на акцію.

Для формування цільової, а потім і оптимальної структури капіталу важливого значення набуває визначення точок розриву, що можуть формуватися у випадку кардинального перегляду структури капіталу задля суттєвого нарощення його розмірів та підтримки стабільної фінансової стійкості, як основи перспективної платоспроможності. При цьому важливими є контроль та аналіз показників гранична вартість та гранична ефективність капіталу. Показник граничної вартості капіталу відображає співвідношення приросту середньозваженої вартості капіталу до приросту суми інвестованого капіталу:

$$MCC = \frac{\Delta WACC}{\Delta C}, \quad (1.5)$$

де MCC – гранична вартість капіталу;

$\Delta WACC$ - приріст середньозваженої вартості капіталу;

ΔC – приріст вкладеного капіталу в підприємство.

В свою чергу гранична ефективність капіталу відображає співвідношення між приростом рентабельності додатково вкладеного капіталу та приростом середньозваженої вартості капіталу.

$$MEC = \frac{\Delta ROCE}{\Delta WACC}, \quad (1.6)$$

де MEC – гранична ефективність капіталу;

$\Delta ROCE$ – приріст рентабельності додатково вкладеного капіталу.

Стосовно таргетів, моніторинг яких має відбуватись постійно, то вони віднесені до оперативно-тактичного фінансового менеджменту. Але необхідно враховувати, що вони тісно взаємопов'язані із таргетами, як віднесено до стратегічних. Такий поділ ключових таргетів є досить умовним. Таргети оперативно-тактичного рівня фінансового менеджменту можуть відрізнитись високим рівнем волатильності. Зокрема це може відбуватись з показником ринкова вартість акцій, на формування якого можуть впливати цілий ряд чинників, в тому числі і тих які не мають прямого відношення до діяльності НФК. Важливим з точки зору управління структурою капіталу є показник Q Тобіна (Tobin's Q), який має як мінімум два підходи щодо його визначення: по-перше як співвідношення між ринковою капіталізацією та балансовою вартістю корпоративного підприємства (формула 1.7); по-друге уточнюючий підхід як співвідношення між ринковою капіталізацією з врахуванням ринкової вартості зобов'язань та балансовою вартістю власного капіталу і зобов'язань корпоративного підприємства (формула 1.8). Другий підхід як

правило використовується коли корпоративні підприємства в складі зобов'язань мають корпоративні облигації, які ринок може оцінювати дешевше, або ж дорожче за їх балансову вартість.

$$Q_T = \frac{EMV}{EBV}, \quad (1.7),$$

Де Q_T – коефіцієнт Тобіна;

EMV – ринкова капіталізація підприємства;

EBV – балансова вартість власного капіталу.

$$Q_T = \frac{EMV+LMV}{EBV+LBV}, \quad (1.8),$$

LMV – ринкова вартість зобов'язань підприємства;

LBV – балансова вартість зобов'язань підприємства.

Крім того важливого значення має контроль гепу, що виникає між фактичним та оптимальним рівнем левериджа, у випадку значного розриву варто проводити розрахунок швидкості пристосування.

Для оптимізації структури капіталу можуть використовуватись різні методи, найбільш розповсюджені представлено на рис. 1.14 і включають метод витрат на капітал, який також називають методом мінімізації середньозваженої вартості капіталу; метод визначення ефекту фінансового левериджу, або метод максимізації рівня фінансової рентабельності; метод визначення комплексного операційно-фінансового важелю через який розраховується і бізнес-ризик, який матиме НФК за певної сформованої структури капіталу; метод оцінювання ЕВІТ-EPS, метод Du Pont, метод операційного прибутку та метод скоригованої теперішньої вартості. Варто відзначити, що в Україні переважна більшість досліджень зосереджена на трьох основних підходах, що використовуються для оптимізації структури капіталу.

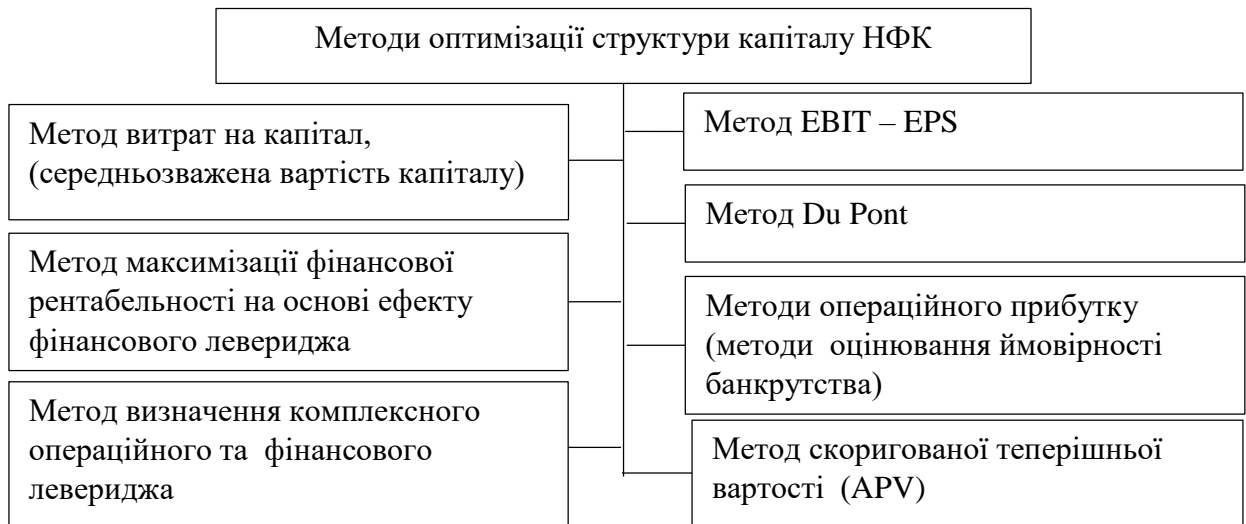


Рисунок 1.14 – Методи оптимізації структури капіталу НФК

Джерело: складено автором

Зокрема Михайленко О.В., Скоморохова, Чернова А.О. [159] розглядають метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості, а також, враховуючи певні проблеми, які виникають внаслідок недосконалості форм фінансової звітності пропонують також розраховувати показник економічної доданої вартості EVA. Інші автори – Щербань О.Д., Насібова О.В. [224] зосереджуються на таких методичних підходах як оцінка ефекту фінансового важеля, оцінка ефекту операційно-фінансового важеля, ЕВІТ-EPS підхід. Автори розкривають недоліки кожного із вказаних методів. Зокрема щодо визначення ефекту фінансового важеля автори зазначають, що сама оцінка має по-перше, короткостроковий характер і не враховує розділення позикового капіталу на довгостроковий та короткостроковий, по-друге не враховує внутрішню структуру власного і позикового капіталу, по-третє не бере до уваги вартості власного капіталу та вплив інфляції.

В роботі Корнєєва М. В. та Гололобова М. І. відзначається важливість визначення тактичного та стратегічного управління капіталом підприємства та пропонуються традиційні підходи щодо управління в розрізі власного та позикового капіталу. Автори зазначають, що важливим напрямом «управління капіталом підприємства є оптимізація структури капіталу, яку зазвичай

виконують у три етапи: дослідження існуючої структури капіталу та визначення його структурного впливу на ефективність функціонування підприємства; визначення пріоритетних напрямів управління структурою капіталу, їх комплементарності та когерентності; формування комплексних шляхів оптимізації структури капіталу. [144]».

Використання методу витрат на капітал має за мету визначити мінімально можливу середньозважену вартість капіталу, за якої буде максимізована рентабельність власного капіталу. Даний метод як правило використовує інформацію, що відображена в фінансовій звітності корпоративного підприємства і тому не завжди відображає реальну вартість капіталу. Важливим при оцінюванні середньозваженої вартості капіталу є визначення спреду доходності на вкладений капітал, яка визначається як різниця між доходністю на вкладений капітал та середньозваженою вартістю. В результаті його розрахунку може бути побудована матриця формування оптимальної структури капіталу.

Темпи зростання виручки	I. Агресивне зростання	3. Збалансоване зростання
	2. Наздоганяюче зростання	4. Сфокусоване зростання

Спред доходності інвестованого капіталу

Рисунок 1.15 – Матриця формування оптимальної структури капіталу

За умови, якщо темпи зростання виручки суттєво перевищують спред доходності створюється ситуація агресивного зростання і в таких умовах важливо мати певний запас фінансової міцності, який дозволить підтримувати тривалий час темпи розвитку виробництва та при цьому буде суттєво нарощений рівень рентабельності. В другому квадранті формується ситуація наздоганяючого зростання. При цьому і темпи зростання виручки і спред доходності знаходяться на низькому рівні, що може формувати суттєвий ризик

як на рівні операційної так і фінансової діяльності. Найбільш прийнятною є позиція третього квадранта, коли нарощення виручки супроводжується нарощенням спреду доходності інвестованого капіталу. В цьому випадку фактична структура капіталу може бути максимально наближеною до оптимальної структури. В четвертому квадранті створюється ситуація сфокусованого зростання, що при не досить високих темпах зростання виручки забезпечується зростання спреду доходності, що може відбуватись як за рахунок поступового зростання рентабельності на вкладений капітал та зниження середньозваженої вартості капіталу. З точки зору формування фінансового ризику найбільш прийнятними є ситуації. Які формуються в третьому та четвертому квадрантах.

Щодо методу визначення комплексного операційного та фінансового левериджа то він по суті зводиться до визначення бізнес ризику НФК шляхом множення значень операційного левериджу та фінансового левериджу. Використання даного методу дозволяє врахувати особливості операційної діяльності підприємства та структуру його витрат, при цьому чим вище рівень операційного левериджа, тим менш ризикованою має бути структура капіталу і відповідно низький рівень фінансового левериджу.

Метод скоригованої теперішньої вартості (adjusted present value, APV) по аналогії з методом визначення середньозваженої вартості капіталу враховує максимізацію ринкової вартості підприємства і також враховує наявність податкового коректора. Оцінка скоригованої теперішньої вартості є більш інформативною і дозволяє виокремити вагомні фактори, що впливають на формування вартості підприємства, а також змінювати боргові елементи капіталу. При цьому враховується досить розповсюджена ситуація, особливо в країнах з фінансовими ринками, що формуються, коли ринкова вартість компанії може визначатись при відсутності боргових зобов'язань, тобто коли підприємство працює в основному на використанні власного капіталу і можливо ще поточних зобов'язань у вигляді кредиторської заборгованості. Розрахунок скоригованої теперішньої вартості може визначатись на основі

приведення вартості чистого грошового потоку, що формується на підприємстві а також урахування податкового коректора.

Стосовно метода операційного прибутку, який передбачає використання методів оцінювання ймовірності банкрутства, то варто відзначити, що це є узагальнююча назва, оскільки наразі існує значна кількість моделей, які дозволяють визначити ймовірність настання банкрутства та враховують в тому числі і сформовану структуру капіталу. Зокрема детально найбільш популярні методи, що використовуються в Україні і є адаптованими до особливостей формування фінансової звітності були проаналізовані в роботі [83]. В межах реалізації фінансової політики НФК важливого значення є вибір інструментів, який визначається залежно від стратегічного чи оперативно-тактичного фінансового менеджменту. Основні інструменти представлено на рисунку 1.11.

В наукових дослідженнях, присвячених теоріям структури капіталу досліджуються фактори, що її визначають. В таблиці 1.2 представлено результати групування факторів, що впливають на фінансовий леверидж, а також визначено напрям їх впливу. В процесі визначення оптимальної структури капіталу важливим є оцінювання факторів, які нами згруповано за критеріями: по-перше середовища в якому вони формуються – зовнішньому та внутрішньому. Як правило фактори, що формуються в зовнішньому середовищі відносяться до системних ризиків, на які у підприємства практично відсутні важелі впливу, а фактори що формуються безпосередньо в межах самого підприємства можуть бути врегульовані та контрольовані менеджментом підприємства. По-друге фактори можуть бути згруповані за рівнем реалізації фінансової політики – стратегічного та оперативно-тактичного. На основі проведеного аналізу існуючих наукових публікацій як вітчизняних так і закордонних науковців [222, 68, 71, 102, 110, 116, 136] нами сформовано матрицю факторів, що визначають оптимальну структуру капіталу.

Таблиця 1.2 – Систематизація факторів, що впливають на фінансовий леверидж

Фактор	Напрямок впливу на фінансовий леверидж	
	Компромісна динамічна теорія	Теорія ієрархій
Динаміка розвитку НФК	негативний	позитивний
Рентабельність активів	позитивний	негативний
Розмір компанії	позитивний	негативний для великих підприємств та позитивний для малих та середніх
Ліквідність	негативний	негативний
Рівень інфляції	позитивний	не встановлено
Зростання ВВП	позитивний	негативний
Розвиток фондового ринку	зв'язок відсутній	позитивний

Джерело: складено автором

З точки зору стратегії формування структури капіталу враховуються види економічної діяльності, які веде підприємство, а також чи відносять їх до пріоритетних напрямів розвитку при формуванні державної економічної політики, оскільки це може впливати на вартість позикового капіталу, зокрема можуть бути передбачене пільгове кредитування або ж цільове фінансування. Належність до пріоритетних для держави видів діяльності може також передбачати і податкові пільги, що може змінювати розмір податкового коректора, і відповідно впливати на рівень фінансового левериджу. Крім того, види економічної діяльності корпоративного підприємства визначають структуру його активів і відповідно впливають на склад та структуру капіталу, а також швидкість його обертання. Це в свою чергу буде впливати на вартість капіталу і визначати потребу в довгостроковому та короткостроковому капіталі.

На структуру капіталу суттєво впливає і циклічність макроекономічного розвитку. Чим більш стабільним буде розвиток економіки, стабільними темпи зростання ВВП, тим більш безпечним буде залучення кредитних ресурсів, а також емісія корпоративних облігацій. В умовах економічного зростання вартість капіталу може як зростати, оскільки в економіці є досить суттєвий попит на капітал та зростання рентабельності його використання, а отже це

буде вимагати і більших витрат на обслуговування, так і зменшуватись, якщо підприємство демонструвати значні темпи розвитку з високим рівнем рентабельності, що характеризуватиме його як надійного позичальника та привабливий об'єкт для інвестування коштів в корпоративні цінні папери.

Таблиця 1.3 – Матриця факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу НФК

Середовище формування Рівень реалізації політики	Зовнішнє	Внутрішнє
Стратегічний	Державна економічна політика (приналежність до пріоритетних видів економічної діяльності); Циклічність макроекономічного розвитку; Рівень свободи ведення бізнесу; Динамічність розвитку галузі; Рівень розвитку фінансових інститутів; Доступ до ресурсів фондового ринку; Доступ до ресурсів кредитного ринку.	Рівень захисту прав стейкхолдерів в статутних документах НФК; Рівень концентрації власного капіталу (співвідношення мажоритарних та міноритарних акціонерів); Частка НФК на ринку; Диверсифікація видів діяльності; Транспарентність корпоративного фінансового менеджменту; Розмір НФК та динаміка її розвитку; Амортизаційна політика; Мобільність/імобільність балансу.
Оперативно-тактичний	Зміна відсотку по кредитах для НФК; Валютне курсоутворення; Оподаткування прибутку НФК;	Доходність активів; Рентабельність діяльності; Поточна ліквідність; Фактична фінансова стійкість; Фактичне значення операційного левериджу; Розподіл сформованого чистого прибутку в рамках реалізації політики управління прибутком; Фактичне значення фінансового левериджу; Фактична структура богу; Рівномірність та синхронність формування грошових потоків від операційної діяльності.

Джерело: складено автором

Водночас в умовах загального економічного спаду все буде залежати від внутрішньої ситуації на підприємстві. Якщо підприємство буде рентабельним, то воно зможе використати переваги спаду, коли знижуються ставки по кредитах і інвестори та кредитори будуть пропонувати більш привабливі умови для використання їх капіталу, і, відповідно, це призводитиме до здешевлення капіталу корпоративного підприємства.

Рівень свободи ведення бізнесу є одним із системоутворюючих факторів функціонування як економіки в цілому, так і кожного окремого підприємства. Він в тому числі визначає доступність капіталу та можливість його залучення на фінансовому ринку. Тут також варто відзначити і рівень корупції в країні, який може суттєво негативно впливати на фінансову діяльність підприємства.

Динамічність розвитку виду економічної діяльності (далі – ВЕД), чи видів, якщо НФК є багатoproфільною суттєво впливає на формування структури капіталу через рівень конкуренції та визначає перспективи розвитку підприємства.

Рівень розвитку фінансових інститутів в країні впливає на структуру капіталу через їх здатність задовольнити потреби підприємства в позиковому капіталі за прийнятною ціною та в повному розмірі. Це в значній мірі обумовлено рівнем фінансової глибини, що формується в країні. В Україні основними постачальниками капіталу є банки, можливості залучення капіталу на фондовому ринку є вкрай обмеженими, в тому числі через низьку інвестиційну привабливість корпоративних цінних паперів. З цим фактором безпосередньо пов'язані і наступні – доступ до ресурсів кредитного та фондового ринку.

Серед зовнішніх факторів, які відносяться до оперативно-тактичного фінансового менеджменту є валютне курсоутворення, що має значення для НФК, які здійснюють зовнішньо-економічну діяльність та можуть залучати капітал на світових фінансових ринках. Тут значною мірою все залежить від каналів формування валютних потоків на підприємстві – підприємство має

валютний канал надходження виручки від експорту, чи канал формування витрат у валюті, оскільки це пов'язано з імпортом сировини, матеріалів, комплектуючих, тощо, а також від стабільності формування відповідних грошових потоків. Чим більш стабільним буде надходження валютної виручки та стабільний валютний курс, тим більш безпечним буде залучення коштів на зовнішніх фінансових ринках. Два інших фактори – зміна відсотку по кредитах для НФК та оподаткування прибутку безпосередньо пов'язано із факторами стратегічного характеру та обумовлюються в першому випадку зміною кон'юнктури кредитного ринку та, в другому випадку зміною пріоритетів державної економічної політики.

Стосовно внутрішніх факторів, то вони всі мають безпосередній зв'язок із структурою капіталу. Від рівня захисту прав стейкгоल्дерів, які зафіксовані в статутних документах корпоративного підприємства буде залежати швидкість та безпечність прийняття рішень про обслуговування в першу чергу власного капіталу, а також про залучення позикових коштів та допустимий фінансовий ризик власників. Для прийняття рішень щодо структури капіталу важливого значення має рівень концентрації власного капіталу, чим більш сконцентрованою є структура власності, тим швидшим процес прийняття рішень стратегічного характеру.

Розмір НФК та її частка на ринку в більшості досліджень визначається як фактор, що може впливати на структуру капіталу, чим більший розмір та позитивна динаміка розвитку, тим більш різноманітним буде склад капіталу. Великі НФК як правило обслуговуються фінансовими установами за індивідуальними контрактами та на індивідуальних умовах. Крім того великі підприємства можуть вдаватись до синдикованого кредитування, умови обслуговування по якому можуть суттєво відрізнятись від середньо ринкових.

Стосовно амортизаційної політики, яку використовує НФК, то вона має безпосередній вплив на визначення фінансового левериджа через неподатковий коректор. Мобільність балансу НФК визначатиме структуру капіталу з тієї позиції, що чим більш мобільним є структура активів, тим у

підприємства може бути більша схильність до використання короткострокових елементів капіталу, оскільки більш високий рівень мобільності балансу дозволяє суттєво нарощувати оборотність активів.

Останнім часом до вагомих факторів формування структури капіталу відносять транспарентність корпоративного фінансового менеджменту. НФК, які є активними учасниками фінансового, в тому числі фондового ринку зацікавлені як у формуванні прозорої структури власності, так і в регулярному оприлюдненні фінансової звітності, що є умовою для проведення IPO та перебуванні в лістингу фондової біржі. В процесі оперативно-тактичного фінансового менеджменту важливим є стан всіх показників фінансової діяльності в розрізі ліквідності, платоспроможності, рентабельності та формування грошових потоків, переважна більшість яких може мати суттєвий вплив на формування структури капіталу та її обслуговування. Таким чином управління структурою капіталу є складним та динамічним процесом, який вимагає узгодженої позиції власників та топ-менеджерів щодо використання системи методів оптимізації, визначення та контролю за досягненням ключових таргетів, а також нівелювання негативного впливу факторів як на стратегічному так і на оперативно-тактичному рівні.

Висновки до розділу 1

На основі проведеного контент-аналізу наукових досліджень, результати яких оприлюднені в міжнародній наукометричній базі Scopus визначено, що: по-перше, проблематика досліджень управління структурою капіталу підприємств є актуальною, та опираючись на кількість наукових публікацій за останні роки стає все більш значимою; по-друге, виокремлено три основних блоки досліджень (блок теоретико-методологічного характеру з виокремленням базових теорій структури капіталу; блок, що характеризує залежність структури капіталу та вартості його компонентів; блок, що

характеризує дослідження, зосереджені навколо значення фінансового левериджу та, які узгоджуються із дослідженням теорій структури капіталу); по-третє, основна частка досліджень проводиться в університетах та наукових установах Сполучених штатів Америки та Великобританії, саме дослідники з цих країн є авторами ключових теорій структури капіталу таких як теорія Міллера-Модільяні, компромісна теорія, теорія ієрархій фінансування та інших.

Враховуючи, що структура капіталу є динамічним явищем, то її пояснення здійснено в рамках динамічної компромісної теорії та обґрунтовано: 1) наявність цільової та фактичної структури капіталу, та розбіжностей, що виникають на практиці між ними; 2) існування певних меж, коридорів, в рамках яких НФК не вбачає необхідності досягнення цільової структури капіталу; 3) в певних обставинах за необхідності досягнення цільової структури капіталу розраховується швидкість досягнення – яку саме частину розриву між фактичною та цільовою структурою капіталу НФК може подолати у визначений період часу; 4) здійснення таких операцій в залежності від сформованого фактичного фінансового левериджу може супроводжуватись зростанням фінансового ризику та вартості додатково залученого капіталу, що в результаті може привести до зниження рентабельності.

При визначенні фінансового левериджу використовують два підходи: через визначення ефекту фінансового левериджу з врахуванням податкового коректора та сформованої вартості капіталу та через співвідношення EPS – прибутку на акцію та ЕВІТ – прибутку до сплати відсотків та податку. Для НФК доцільним є використання другого підходу, оскільки він є інформативним для власників і з точки зору ефективності використання акціонерного капіталу, і з точки зору оцінювання ступеня ризику. Крім того саме цей спосіб дозволяє визначати точку індиферентності і точки розриву капіталу. При цьому в переважній більшості публікацій вітчизняних науковців перевага віддається першому способу, оскільки значна кількість вітчизняних

НФК у фінансовій звітності показують чисті збитки як фінансовий результат діяльності і розрахунок стає неможливим.

Для оптимізації структури капіталу використовуються різні методи, найбільш розповсюджені з них: метод витрат на капітал або метод мінімізації середньозваженої вартості капіталу; метод визначення ефекту фінансового левериджу або метод максимізації рівня фінансової рентабельності; метод визначення комплексного операційно-фінансового важелю через який розраховується бізнес-ризик, який матиме НФК за певної сформованої структури капіталу; метод оцінювання EBIT-EPS, метод Du Pont, метод операційного прибутку та метод скоригованої теперішньої вартості.

Формування капіталу НФК є основою його фінансової політики в якій перетинаються інтереси головних стейкгоल्дерів – акціонерів, менеджменту, інвесторів, кредиторів. Враховуючи широкий склад стейкгоल्дерів НФК та різний рівень впливу на прийняття фінансових рішень, зокрема щодо формування капіталу, визначено п'ять рівнів критеріїв та уточнено їх перелік за рівнями: 1) реальні та потенційні стейкголдери, що мають вплив на економіко-фінансовий стан НФК; 2) зацікавлені у функціонуванні НФК або мають нейтральне ставлення; 3) з формалізованими відносинами між основними стейкгольдерами; 4) стейкголдери з якими сформовані фінансові відносини; 5) внутрішні топ-стейкголдери НФК.

Для НФК формування капіталу є базовою складовою фінансової політики, яка визначає напрями його фінансової діяльності. Вона розглядається як визначена власниками та узгоджена з менеджментом мета фінансового менеджменту, що передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, вибір форм та методів її досягнення в короткостроковому та в довгостроковому періоді відповідає ключовим принципам: справедливості; узгодження із чинним законодавством; реалістичності, досяжності, рівня ризикованості, що відповідає рівню апетиту до ризику як власників так і менеджменту компанії.

При формуванні фінансової політики НФК може визначатись три види структури капіталу: фактична структура капіталу – як співвідношення між наявними у розпорядженні НФК в певний період часу різних елементів капіталу, які фіксуються у їх фінансовій звітності з визначеними зобов'язаннями по обслуговуванню; цільова структура капіталу – як прогнозований коридор значень набору таргетів фінансової політики в межах яких, в залежності від зміни системного (недиверсифікованого) ризику НФК може визначатись оптимальна структура; оптимальна структура капіталу – як співвідношення між різними елементами капіталу НФК, яке забезпечує досягнення визначених в межах коридорів стратегічних таргетів фінансової політики, при узгодженому між ключовими стейкхолдерами – власниками та менеджерами апетиту до ризику.

Систематизовано фактори впливу на формування оптимальної структури капіталу за критеріями: 1) середовища в якому вони формуються – зовнішньому (відносяться до системних ризиків, на які у НФК практично відсутні важелі впливу) та внутрішньому (формуються безпосередньо в межах самого підприємства можуть бути врегульовані та контрольовані менеджментом підприємства); 2) за рівнем реалізації фінансової політики – стратегічного та оперативно-тактичного. На основі такого упорядкування побудовано матрицю факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу. Це дозволяє максимально узгоджувати позиції власників та топ-менеджерів НФК при формуванні фінансової політики та контролювати досягнення визначених ключових таргетів.

Основні положення цього розділу дисертації автором опубліковано в роботах [206, 207, 208, 209, 222].

РОЗДІЛ 2

ОЦІНЮВАННЯ ЕКОНОМІЧНОГО СЕРЕДОВИЩА, ЩО ВИЗНАЧАЄ УМОВИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

2.1 Сучасний стан фондового ринку України та його вплив на формування капіталу корпоративних підприємств

Відповідно до сучасної теорії корпоративного фінансового менеджменту формування капіталу корпоративних підприємств відбувається з використанням таких базових джерел як внутрішні (власні) джерела фінансування, так і зовнішні – ресурси у вигляді банківського кредитування, а також ресурси, які залучались з використанням можливостей фондового ринку. Стосовно внутрішніх джерел фінансування, то тут мова йде про чистий прибуток, точніше тієї його частини, яка за рішенням акціонерів спрямовується на розвиток НФК, а також амортизаційні відрахування, які за своєю сутністю є акумульованими цільовими ресурсами, що спрямовуються на оновлення основних засобів. Зовнішні джерела фінансування кредитний та фондовий ринок мають суттєвий вплив на формування капіталу підприємств, оскільки саме кон'юнктура цих ринків формує ціни на позиковий капітал, а також можливі обсяги цього капіталу для потреб конкретного корпоративного підприємства. «Задля ефективного розподілу фінансових ресурсів на різні сектори економіки, витримки фінансування дефіциту державного бюджету, поліпшення інвестиційного клімату, заохочення бірж до формування інтеграційних структур з іншими учасниками фондового ринку, а також досягнення позитивних економічних та соціальних результатів важливо усвідомити потенціал фондового ринку» [160].

Питання щодо взаємодії між реальним та фінансовим секторами економіки знаходиться в центрі уваги багатьох науковців. Зокрема Школьник І.О. та Семенов А.Ю. відзначають наступне: «Основою взаємодії

обох секторів економіки є спільність інтересів і цілей їх учасників. Спільними цілями є збільшення норми прибутковості, нарощення частки ринку, зростання ринкової капіталізації, підвищення конкурентоспроможності. Досягнути такої мети учасники як фінансового, так і реального секторів економіки можуть лише спільними зусиллями. Так, зростання прибутків підприємств реального сектору можливе лише за умови зростання виробництва чи використання інновацій, для яких важливі додаткові фінансові ресурси, що надаються фінансовими посередниками. Водночас розширення діяльності підприємств автоматично формує попит на фінансові продукти посередників.» [221].

В роботі Бричко М.М., Літовцевої В.Є. та Діденко К.В. автори визначають, що існує три варіанти взаємодії «Перший варіант взаємозв'язку, який отримав назву переваги пропозиції (supply leading), ґрунтується на наукових дослідженнях, що відстоюють гіпотезу про визначну роль фінансового сектору у розвитку реального сектору та економічного зростання загалом» [98]. Цей підхід має свій розвиток в працях, присвячених фінансіалізації економіки, визначальної ролі фінансового сектору і його помітної відірваності від реального сектору економіки. «Однією із основних спільних рис розвинутих економік та економік, що розвиваються, є дивергенція – відрив фінансового капіталу, його зростання на основі автономного функціонування поза межами діяльності підприємств, що створюють ВВП.» [106]. В другому випадку, визначається, що формується ситуація слідування за попитом (demand following), тобто коли «при пожвавленні економічного циклу та зростанні національного доходу попит НФК на кредитні ресурси буде збільшуватися, що позитивно впливає на розвиток фінансового сектору» [98]. Найбільш прийнятним з точки зору функціонування реального сектору економіки можна вважати третій напрямок, про який зазначають автори та який формує змішаний зв'язок і заснований на двосторонньому впливі між фінансовим та реальним секторами економіки.

В умовах, коли фондовий ринок розвивається ефективно, він є потужним джерелом для економічного зростання економіки в цілому в тому числі через фінансування діяльності підприємств через залучення ресурсів за рахунок емісії акцій та корпоративних облігацій. На думку Резяпова К. І. фондовий ринок є середовищем, що стимулює інвестиційні процеси [186]. У вітчизняних наукових публікаціях сформовані різні підходи щодо розуміння фондового ринку, який часто ототожнюють з фінансовим ринком, ринком капіталу або ринком цінних паперів. На нашу думку фондовий ринок варто ототожнювати із ринком цінних паперів, що відповідає його сутності та переліку об'єктів – базових і похідних цінних паперів. Крім того такий підхід узгоджується з його законодавчим розумінням, а саме із Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», згідно з яким «фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо емісії (видачі), обігу, виконання зобов'язань, викупу та обліку цінних паперів (у тому числі деривативних цінних паперів)» [185]. Ототожнення фондового ринку з фінансовим ринком на наш погляд є недоречним, оскільки фондовий ринок є складовим елементом фінансового ринку поряд із ринком похідних фінансових інструментів – деривативів, кредитним ринком, валютним ринком, тощо. Також ми вважаємо не доречним ототожнення фондового ринку з ринком капіталу, оскільки ринок капіталу є поняття ширше. Ця наша позиція також узгоджується із визначенням ринку капіталу та фондового ринку згідно чинного законодавства. Зокрема після прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» [179] згідно з яким Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» викладено в редакції Закону «Про ринки капіталу та організовані ринки» надано досить чітке визначення ринків капіталу: «це фондовий ринок, ринок деривативних фінансових інструментів та грошовий ринок.» [185].

Беручи до уваги законодавче розуміння поняття ринків капіталу саме фондовий ринок є тим основним середовищем, в якому акумулюються ресурси, необхідні для формування капіталу корпоративних підприємств. На наш погляд ринок деривативних фінансових інструментів прямого впливу на формування капіталу підприємства не здійснює, але опосередкований вплив через використання окремих інструментів для страхування фінансових ризиків, пов'язаних з обігом цінних паперів власної емісії здійснюється. Для цілей нашого дослідження важливим є саме фондовий ринок та умови, які створюються для залучення коштів НФК. Тому аналіз його функціонування буде здійснено саме під таким кутом. Стосовно грошового ринку, а також законодавчого визначення інструментів грошового ринку «це казначейські зобов'язання України, ощадні сертифікати банків, депозитні сертифікати банків, векселі, а також інші інструменти (в тому числі цінні папери), що мають всі з таких характеристик: 1) мають вартість, що може бути визначена у будь-який момент часу; 2) не є деривативними фінансовими інструментами; 3) мають період до погашення в момент емісії (видачі) 397 днів або менше.» [185], то для формування капіталу НФК ці інструменти не використовуються. Більш важливим в даному контексті є саме кредитний ринок та створені ним можливості щодо доступності використання довгострокових і короткострокових кредитів вітчизняними НФК.

Сучасний стан ринків капіталу України і в першу чергу фондового ринку може бути охарактеризований як такий, що не може впливати на процеси формування капіталу підприємств в реальному секторі економіки. З точки зору світових фондових ринків розмір вітчизняного фондового ринку є незначним і тому він не входить до переліку країн, фондові ринки яких є навіть мінімально значимі (додаток А). За даними індексу Financial Times Stock Exchange (FTSE) український ринок не віднесено до жодної з груп за якими класифіковано фондові ринки. Зокрема згідно підходу FTSE станом на кінець вересня 2022 року виокремлено 4 групи фондових ринків країн – розвинені (developed), просунуті, що розвиваються (advanced emerging), вторинні ринки,

що розвиваються (*secondary emerging*) та граничні (*frontier*) [28]. До першої групи віднесені фондові ринки 25 країн, які є економічно розвиненими країнами, лідерами світової економіки, серед них є і Польща. До другої групи віднесено 10 країн, до третьої – 14 країн, до четвертої – максимальний перелік країн із 29 країн, ринки яких характеризуються як граничні та мають питому вагу менше 1 % в світовому ринку. Варто відзначити, що з переліку країн було виключено росію, яка, ще в 2020-2021 роках входила до зазначених індексів.

Як і індекс FTSE, який включає 80 країн світу, індекс Morgan Stanley Capital International World (MSCI) охоплює також 80 країн та майже 99 % світових фондових ринків [57]. На відміну від індексу FTSE, індекс MSCI класифікує країни за чотирма групами, що відрізняються за складом країн та власне і самою класифікацією. Чотири групи включають розвинені ринки, які містять 23 країни та не включають Польщу та Південну Корею. В переліку країн за індексом MSCI Південна Корея відсутня, а Польща віднесена до країн з ринками, що розвиваються. Останні в даному індексі представлені із 27 країн. До країн, ринки яких визначені як граничні віднесено 19 країн, що значно менше ніж в індексі FTSE. Але рейтингування за даним індексом відносить Україну до групи країн, що мають автономні індекси фондових ринків. Разом з Україною в цій групі представлені ще 10 країн.

В індексній корзині S&P Dow Jones Indices представлено 82 країни, Україна серед яких відсутня. Порівняно з двома попередніми індексами, S&P Dow Jones Indices формує лише три групи країн: розвинені – 25 країн, практично повністю корелюють з двома попередніми, ринки, що розвиваються містять 26 країн та граничні ринки, що функціонують в 31 країні світу.

Беручи до уваги таку ситуацію, на наш погляд проводити порівняльну оцінку розвитку українського фондового ринку з ринками інших країн є недоречним, оскільки його розмір не може бути співставним. Водночас, варто проаналізувати сучасний стан розвитку ринку задля розуміння потенційних можливостей використати його як майданчик для отримання необхідного капіталу для розвитку підприємств реального сектора економіки. Беручи до

уваги сучасну законодавчу класифікацію ринку капіталу на фондовий ринок, ринок деривативів та грошовий ринок та проаналізувавши дані, представлені на рисунку 2.1, можна зробити висновок, що в складі ринку капіталу переважає фондовий ринок, оскільки частка деривативів та інших фінансових інструментів, що включають інструменти грошового ринку є несуттєвою, та становить близько 1 % в структурі торгів станом на кінець 2022 року, хоча ще станом на 2015 р. становили близько 3 %.

Для аналізу обрано період 2015 – 2022 років, свідомо, опираючись на такі позиції, по-перше, починаючи з 2015 року статистична інформація не відображає дані територій, що не підконтрольні Україні, по-друге, починаючи з 2015 року фінансові регулятори здійснювали певні реформаційні кроки, як на кредитному ринку з боку Національного банку України, так і на ринку капіталу з боку НКЦПФР. Це призвело до переходу статистичних показників в новий релевантний діапазон, в межах якого можна проводити порівняльний аналіз, не лише за абсолютними, а і за відносними показниками. Крім того показники 2022 року суттєво можуть відрізнитись від попередніх періодів, оскільки на стан фінансової системи в цілому суттєвий вплив має війна. В 2022 р. з початку війни, фондовий ринок не працював, за виключенням здійснення операцій з державними облігаціями. Стосовно корпоративних цінних паперів, зокрема акцій та облігацій, то операції з ними тривалий час – з березня по липень включно не проводились, а певне відновлення відбулось лише у вересні. Стосовно ж операцій з деривативами, то вони так і не були відновлені до кінця року.

Основним фінансовим інструментом, представленим на фондовому ринку є державні облігації, їх частка має стійку тенденцію до зростання за період 2015 – 2022 рр. (рис. 2.1). Фактично фондовий ринок в Україні є ринком державних облігацій, оскільки з 2015 по 2022 р. їх частка в структурі торгів зросла з 90 % і наразі становить близько 98 %, а враховуючи тенденцію, що спостерігається за результатами щомісячних випусків облігацій, їх значна частка припадає саме на кінець року, то це значення може суттєво наблизитись

до показника в 100 %. Їх зростання витісняє найбільш значимі цінні папери для розвитку підприємств не лише реального, а і фінансового сектору економіки – спостерігається суттєве скорочення торгів акціями за 8 років із 2,09 % до 0,04 %, стосовно корпоративних облігацій, то їх частка скоротилась ще більше з майже 5 % у 2015 р. до 0,29 % у 2022 р..

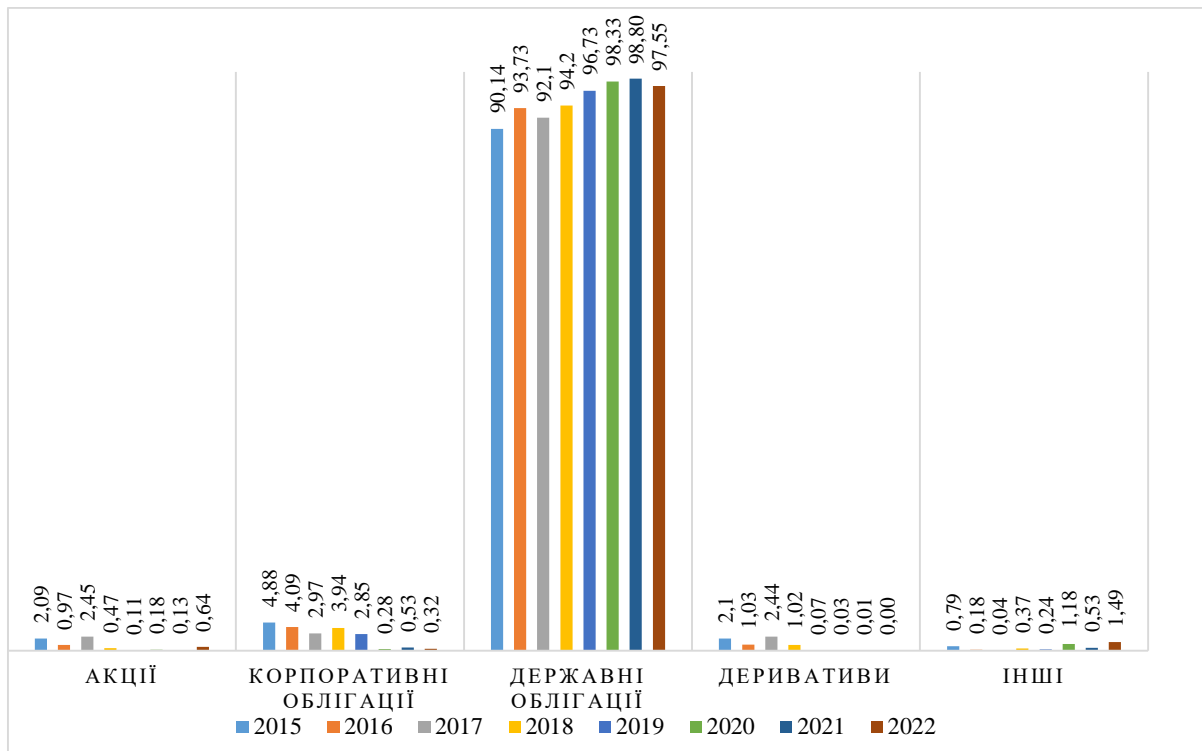


Рисунок 2.1 – Структура торгів на ринку капіталу в розрізі фінансових інструментів

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Така ситуація є загрозливою з точки зору подальшого розвитку фінансової системи країни. Вона може бути привабливою лише за умови, коли держава гарантує та своєчасно виконує всі зобов'язання по обслуговуванню облігацій внутрішньої державної позики.

В подальшому аналізі зосередимось над акціями та корпоративними облігаціями, які є джерелом фінансування діяльності суб'єктів господарювання. Обсяг зареєстрованих НКЦПФР емісій акцій є досить нерівномірним, протягом аналізованого періоду, але варто виокремити два

великих сплески емісії – грудень 2016 року та осінь 2017 року (рисунок 2.2). В першому випадку сплеск обумовлений емісією акцій, що була здійснена з метою докапіталізації ПАТ КБ «Приватбанк» після його націоналізації. Таким чином цей випуск стосується сфери державних фінансів, при цьому варто мати на увазі, що таким чином по суті відбулась трансформація коштів, залучених Міністерством фінансів України для докапіталізації через емісію облигацій внутрішньої державної позики у акції ПАТ КБ «Приватбанк».

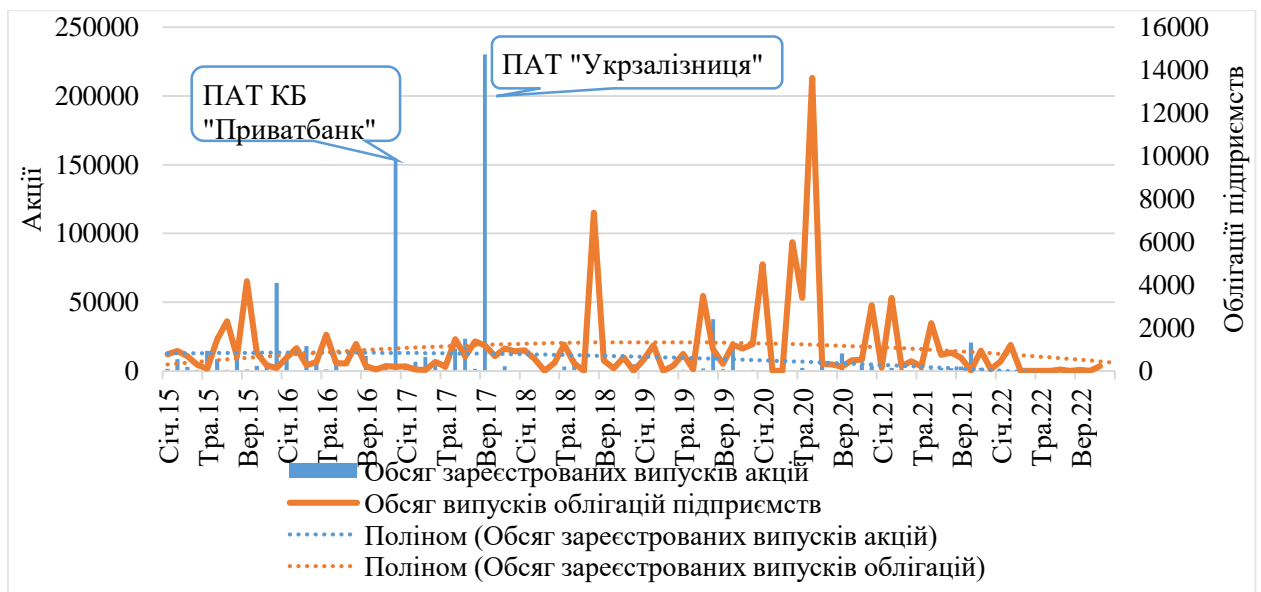


Рисунок 2.2 – Обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів України, млн грн

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Загальна сума емісії становила 146238,2 млн грн. в додаток до цього в 2016 р. було також здійснено докапіталізацію ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк» на суму 9319 млн грн, та ПАТ «Державний ощадний банк України» - на суму 4955,5 млн грн. Це також означає, що реально не відбулось суттєвого зростання капіталу, а проведені операції були спрямовані на підтримку ліквідності системно значимих банків та банків, що перебувають під контролем держави та в результаті сприяли підтримці ліквідності банківської системи в цілому. Тобто в реальний сектор економіки за рахунок емісії акцій капітал майже не надходив за незначними виключеннями.

Стосовно 2017 року, то тут також емісія здійснювалась для фінансування державної НФК ПАТ «Українська залізниця». В умовах воєнного стану в 2022 р. впродовж березня – травня, а також у серпні взагалі не було зареєстровано жодної емісії, а вже в другій половині року процес почав відновлюватись в значно менших обсягах.

Порівняно з випуском акцій, випуск корпоративних облигацій здійснювався в значно меншому обсязі. Максимальне значення емісії корпоративних облигацій зафіксоване в червні 2020 року та становить 13642 млн грн. В цілому в 2020 р. було здійснено емісії облигацій на загальну суму 32,75 млрд грн. Але тенденція щодо переважання серед емітентів державних підприємств зберігається, зокрема в 2020 р. основним емітентом облигацій було державне агентство автомобільних доріг – на суму 19274 млн грн, а також державна іпотечна установа – на суму 6700 млн грн. З поміж емітентів недержавної форми власності, які здійснили емісію облигацій варто виокремити ТОВ «Нова пошта» на суму 700 млн грн, ТОВ «Бест Лізинг» на суму 210 млн грн. Основна емісія здійснена підприємством недержавної форми власності ТОВ «Приморська вітроелектростанція-2» - на суму 2080 млн грн. Це підприємство входить до складу НФК ДТЕК та є одним з лідерів в Україні серед виробників відновлювальної зеленої енергії. За даними, оприлюдненими на сайті компанії ДТЕК ВДЕ [170] в структурі компанії наразі є три вітропарки – Ботієвська вітроелектростанція (ВЕС), яка була введена в експлуатацію в 2012 – 2014 роках, Приморська ВЕС та Орловська ВЕС – 2019 року введення в експлуатацію. Крім того, в структурі ДТЕК функціонують дві найбільші за розмірами в Україні сонячні електростанції – Покровська та Нікопольська. Для розвитку зеленої енергетики ДТЕК в 2019 р. успішно розмістив зелені єврооблігації на суму 325 млн євро, які увійшли до лістингу фондової біржі Euronext Dublin. Отримати кошти в такому розмірі на українському фондовому ринку, з врахуванням низької ємності та інвестиційної привабливості на сучасному етапі не є можливим. На початку 2022 року обсяг зареєстрованих емісій облигацій був значно вищим, порівняно

з початком 2021 року, але з початком воєнних дій емісії облігацій підприємств були зупинені. Станом на кінець 2022 року було зареєстровано лише 39 випусків сумарно близько 2 млрд грн, а також були проведені емісії на суму 6,4 млн дол.

Характерною рисою фондового ринку України є переважання торгів цінними паперами на позабіржовому ринку (рисунок 2.3). Водночас, починаючи з 2021 року у звітах НКЦПФР інформація щодо стану позабіржового ринку цінних паперів не оприлюднюється.

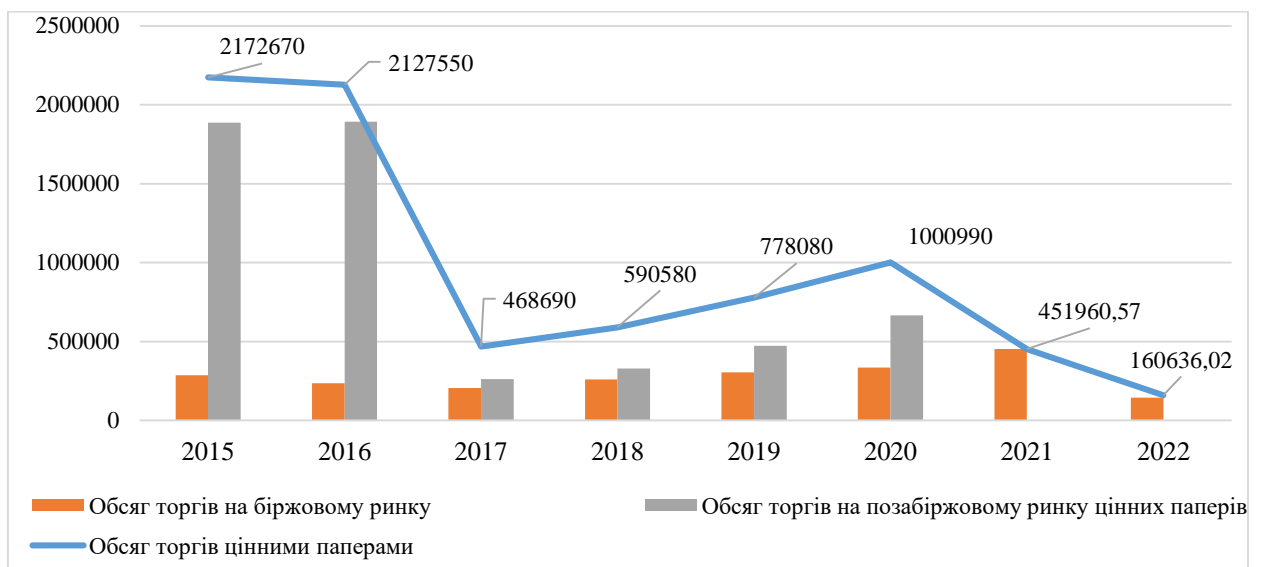


Рисунок 2.3 – Динаміка обсягу торгів цінними паперами в Україні

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Обсяг торгів цінними паперами в 2017 р. було суттєво зменшено – більше ніж 4,5 рази. При цьому починаючи з 2017 р. обсяг торгів поступово зростав і станом на 2020 р. збільшився більше ніж в 2 рази, але при цьому значення 2016 р. так і не досягнуте. Суттєве скорочення обсягів торгів в 2016 р. стало результатом політики, що проводилась фінансовими регуляторами, в одному випадку НКЦПФР по очищенню ринку від неякісних, неліквідних спекулятивних цінних паперів. В першу чергу це стосувалось торгів тими цінними паперами, які знаходились в обігу на позабіржовому ринку, саме його обсяг скоротився в 2017 р. більше ніж в 4,5 рази, тоді як обсяг торгів на біржовому ринку скоротився лише на 12,5 %, і вже в 2018 р. повернулася до

значення на рівні 2016 року. Посилення вимог до якості цінних паперів призвело очищення саме позабіржового ринку цінних паперів. В 2021 р. помітно збільшився обсяг торгів на біржовому ринку (майже на 35 %) порівняно з 2020 р.. Водночас військова агресія призвела до різкого падіння обсягу торгів в 2022 р., але тим не менш ринок поступово в другій половині року почав працювати. Розраховане значення коефіцієнта парної кореляції для показника ВВП та обсягу торгів цінними паперами на біржовому ринку за період 2015 – 2022 рр. становить 0,8114, що вказує на наявність досить високої тісноти зв'язку між цими показниками.

З точки зору оцінювання стану фондового ринку більш важливим є аналіз динаміки показників по відношенню до ВВП (рисунок 2.4). Динаміка показників обсягу торгів цінними паперами відносно ВВП в 2017 р. демонструє суттєве скорочення, і якщо абсолютне значення скоротилось в 4,5 рази, то відносний показник скоротився в 5,7 рази і темпи його відновлення значно менші, порівняно з темпами приросту абсолютних значень. Так за період з 2017 по 2020 рр. обсяг торгів цінними паперами у % до ВВП збільшився лише на 52 %, тоді як в абсолютному значенні на 113 %. Причини цього полягають не лише в зміні показників ринку цінних паперів, але і в динаміці самого ВВП, яка в цей час також демонструвала значне уповільнення зростання. Варто відзначити досить сталу висхідну динаміку по показнику обсяг торгів на біржовому ринку у % до ВВП, який впродовж аналізованого періоду поступово збільшувався з 6,9 % у 2017 до 8,28 – у 2021 р., що обумовлено саме зростанням обсягу операцій, що почали відбуватись на організаторах торгівлі. Зазначимо, що проаналізувати ці показники за 2022 р. не є можливим, оскільки відсутня офіційна інформація як щодо обсягу ВВП України, так і щодо окремих показників стану ринку капіталу. Якщо проаналізувати ланцюгові темпи зміни обсягу торгів на біржовому ринку до ВВП, то починаючи з 2017 року показники мають тенденцію до зростання. Але при цьому темпи зміни ринкової капіталізації у % до ВВП мають протилежну тенденцію.

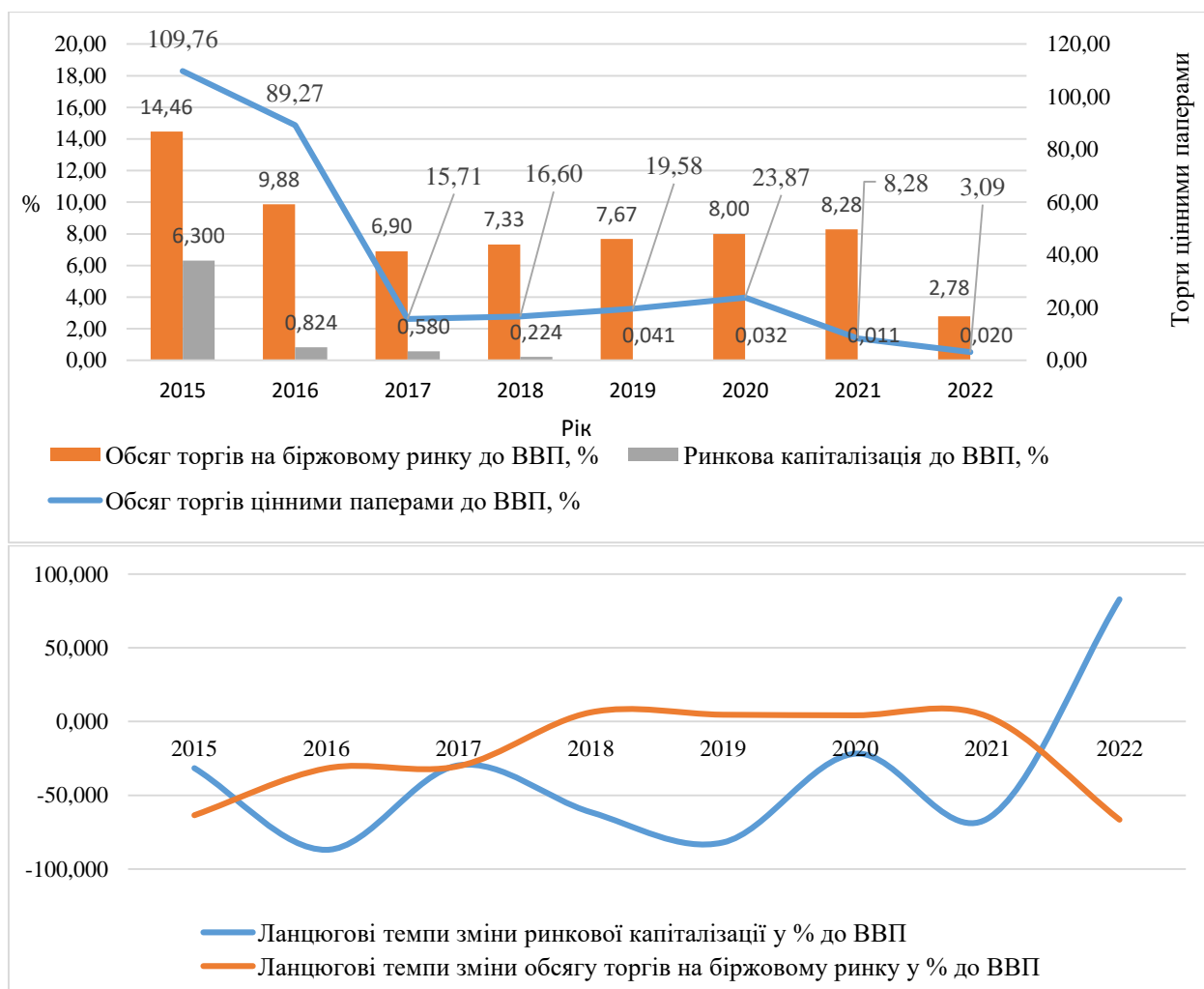


Рисунок 2.4 - Динаміка обсягу торгів у % до ВВП

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Така тенденція пояснюється в першу чергу структурою торгів на ринку капіталу України. Як було зазначено на рисунку 2.1 більше 90 % операцій з фінансовими інструментами припадає на облігації внутрішньої державної позики, що нарощує обсяги біржових торгів, але ніяким чином не впливає розмір ринкової капіталізації, яка визначається на основі акцій, а їх частка в структурі фінансових інструментів поступово зменшується.

Варто зазначити, що ефективний ринок капіталу «передбачає ефективну алокацію капіталу та операційну ефективність. Вкладення капіталу (ефективна алокація) супроводжується реалізацією трансформаційної функції корпоративних фінансів, за якої преференції капіталодавців (інвесторів та кредиторів) трансформуються у кондиції залучення капіталу його

одержувачами» [124]. На думку Стецька М.В. «ринок забезпечує ефективну алокацію капіталу у разі, якщо ціни на ньому встановлюються таким чином, що скоригована на ризик очікувана (гранична) рентабельність інвестицій (з врахуванням витрат на інформацію) оферентів капіталу відповідає рентабельності активів одержувачів капіталу» [197].

Враховуючи, що організований ринок відіграє головну роль з точки зору фінансування діяльності НФК, доцільно проаналізувати ситуацію саме на фондових біржах України. Наразі в Україні торги повноцінно відбуваються на трьох фондових біржах, а саме АТ «Фондова біржа ПФТС» (далі – ПФТС), АТ «Українська біржа» та ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива» (далі – Перспектива), дві з яких – ПФТС та Перспектива – на сучасному етапі фактично поділяють ринок.

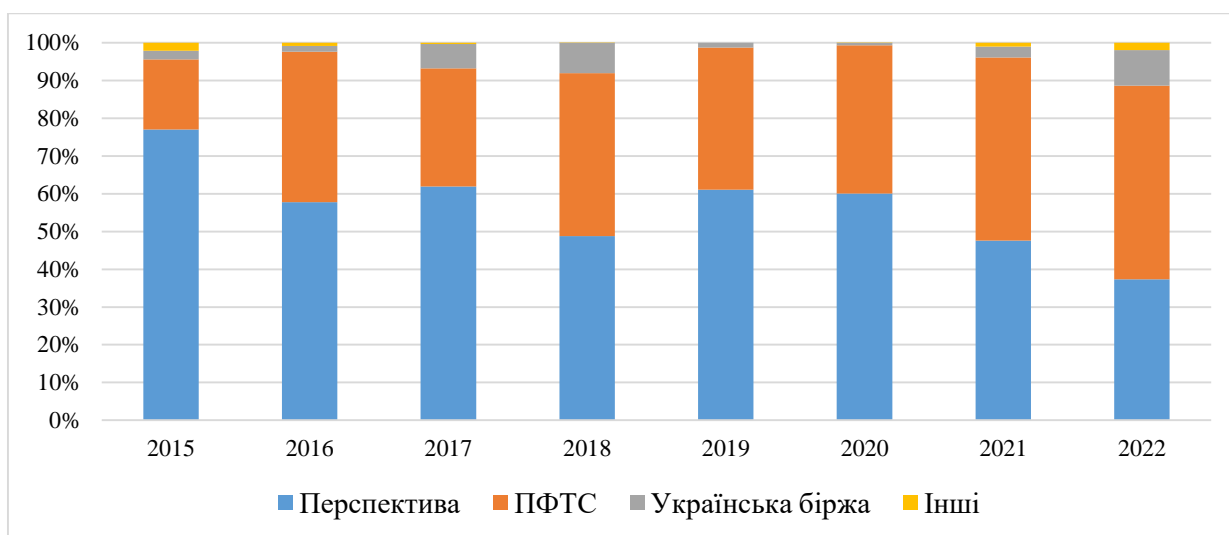


Рисунок 2.5 Структура торгів в розрізі фондових бірж України

Джерело: складно автором за даними НКЦПФР

Співвідношення торгів за період з 2015 по 2022 рр. суттєво коливається. Так в 2015 р. основна маса торгів здійснювалась на АТ «Українська біржа», але якщо станом на січень 2015 року частка біржі становила майже 88 % і поступово зменшувалась до 60 %, то вже станом на січень 2016 року торги на цій фондовій біржі займали лише 1,5 %. Поступово співвідношення торгів між біржами ПФТС та Перспектива вирівнялось і на сьогодні коливається майже в

співвідношенні 1:1. Але варто відзначити, що з початку 2021 року АТ «Українська біржа» поступово нарощує обсяги торгів, і якщо на початок року її частка становила лише 0,6 %, то станом на червень 2021 року частка біржі в торгах збільшилась до 5 %.

Аналіз стану торгів та структури операцій з цінними паперами в розрізі фондових бірж засвідчує, що фондові біржі ПФТС та Перспектива в основному обслуговують операції з облігаціями внутрішньої державної позики (рисунок 2.6). Їх частка поступово витісняє обсяги операцій з іншими фінансовими інструментами, які мають бути базовими – акціями та корпоративними облігаціями.

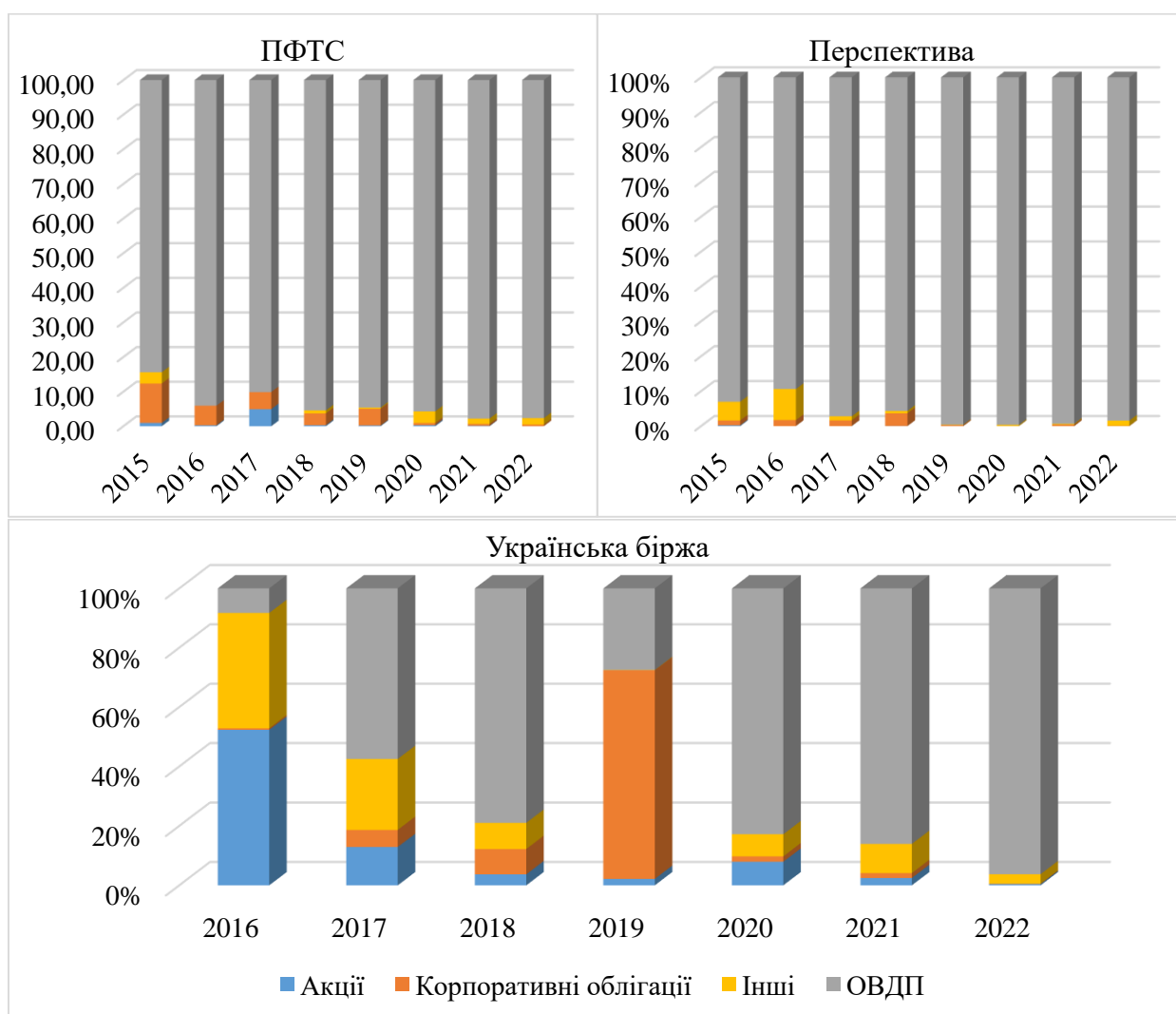


Рисунок 2.6 – Структура операцій з цінними паперами в розрізі фондових бірж

Джерело: складено автором за звітами фондових бірж

Так, фондова біржа «Перспектива» в структурі торгів станом на 2019 та 2020 рр. має виключно облігації внутрішньої державної позики. При цьому на цій фондовій біржі практично не відбувається торгівля акціями. В результаті індекс даної фондової біржі не розраховується. Фактично набір фінансових інструментів на фондовій біржі «Перспектива» є недиверсифікований. Для корпоративних фінансів функціонування цієї фондової біржі не відіграє майже ніякої ролі. Певна частка операцій з корпоративними цінними паперами здійснюється на фондовій біржі ПФТС. Максимально диверсифікованими є операції, що здійснюються на Українській фондовій біржі, хоча в розрізі кожного року, представленого на рис. 2.6 структура операцій є нестабільною. Водночас практично кожного року представлені і акції і облігації. Нажаль тенденція витискання корпоративних цінних паперів облігаціями внутрішньої державної позики продовжується, що підтверджується структурою операцій на всіх фондових біржах в 2020 р..

Якщо проаналізувати детальний розподіл операцій з цінними паперами між фондовими біржами (рисунком 2.7), то підтверджуються попередні висновки, а саме, операції з акціями в основному відбуваються на фондових біржах ПФТС та Українській біржі. Починаючи з 2019 року на цих фондових біржах також здійснюються операції з акціями іноземних емітентів. Основними площадками для операцій з облігаціями внутрішньої державної позики є ПФТС та Перспектива. Стосовно корпоративних облігацій, то операції з ними відбуваються на всіх площадках, але вагома їх частка зосереджена на ПФТС.

Враховуючи, що значна частка операцій з акціями та облігаціями зосереджена на фондовій біржі ПФТС, а також той факт, що саме на основі торгів на цій площадці розраховується фондовий індекс впродовж тривалого часу і саме він береться до уваги, в тому числі при побудові прогнозів стабільності фінансової системи в Україні більш детально проаналізуємо стан операцій з акціями та облігаціями на цій фондовій біржі.

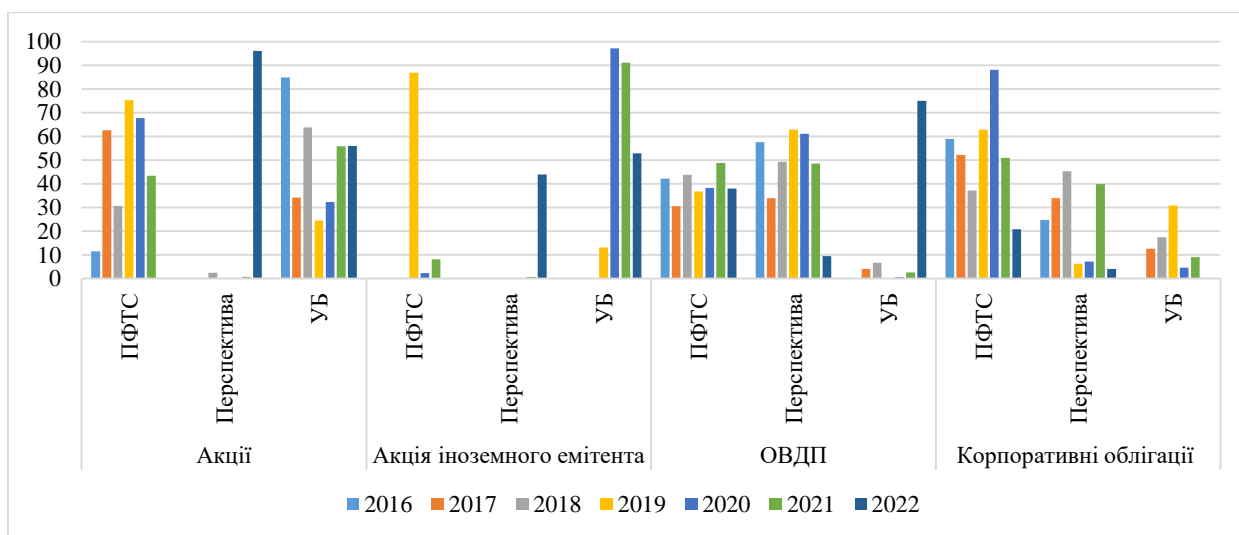


Рисунок 2.7 – Розподіл операцій з цінними паперами між фондовими біржами

Джерело: складено автором на основі звітів фондових бірж

По-перше необхідно відзначити, що досить чітко простежується наявність двох періодів, які можна виокремити за 2015 – 2022 рр., а саме період з 2015 по 2019 рр., коли відбувалось поступове скорочення кількості контрактів, що були укладені на біржі як з акціями так і з корпоративними облигаціями. Так у 2015 р. середньомісячна кількість контрактів по акціям/облігаціям становила близько 2300/530, в 2016 їх кількість суттєво скоротилась та склала в середньому за місяць 460/34 контрактів, та поступово скорочувалась. У 2019 р. відповідно цей показник склав вже близько 200/35 контрактів, за період 2020-2021 років – 39/14 контрактів на місяць. Питома вага та відповідно і кількість контрактів, що укладались по корпоративним облигаціям за весь період була значно меншою, ніж з акціями. Стосовно ситуації, що склалась у 2022 р., то в цілому торги не зупинялись, але з лютого по серпень включно проводились торги лише з ОВДП, торги з акціями та облигаціями були відновлені лише в серпні місяці і їх кількість є вкрай обмеженою.

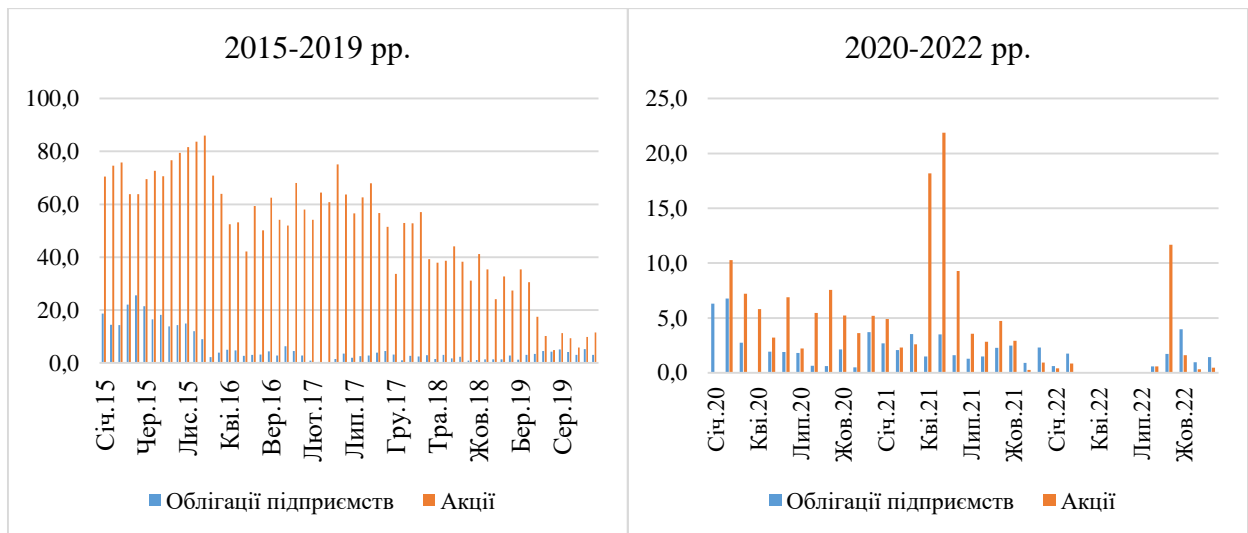


Рисунок 2.8 – Питома вага контрактів від загальної кількості укладених на фондовій біржі ПФТС

Джерело: складено автором на основі звітності фондової біржі ПФТС

Стосовно обсягу торгів від загальної їх суми, то вони вкрай несуттєві, а враховуючи також і незначну кількість контрактів, що укладались, особливо з 2020 по 2022 рр. суттєвого впливу на стан фінансування корпоративних підприємств вони не мають. Незначне поживлення торгів, що відбувались у 2015 – 2019 рр. не мало впливу на стан формування капіталу корпоративних підприємств.

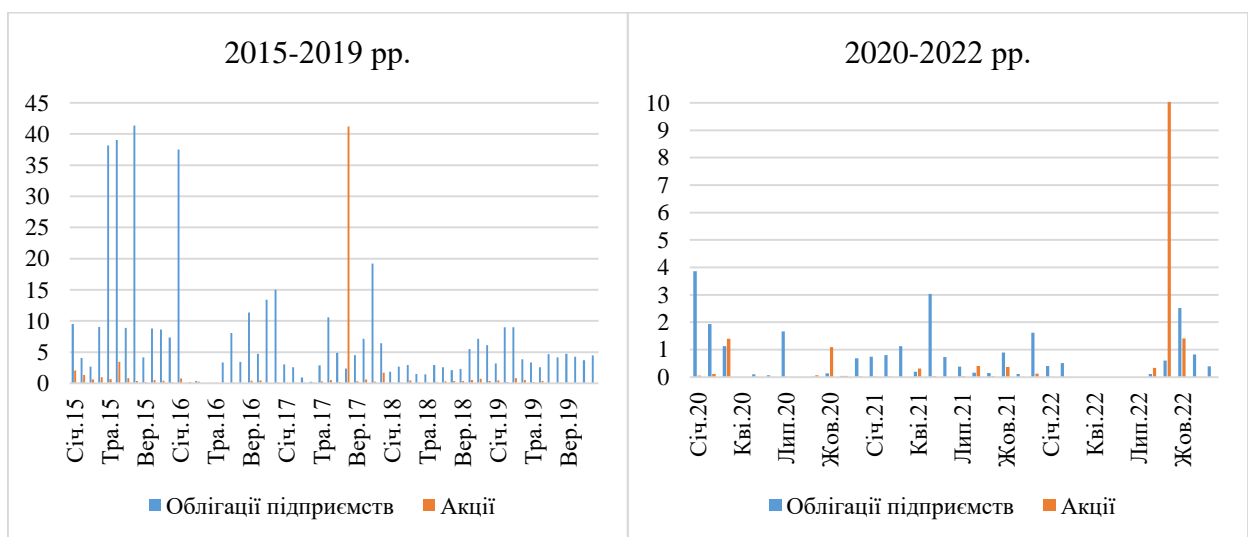


Рисунок 2.9 – Питома вага обсягу торгів від загальної їх суми на фондовій біржі ПФТС

Джерело: складено автором на основі звітності фондової біржі ПФТС

Отже, аналіз операцій, які відбуваються на фондовому ринку засвідчує, що він повноцінно не виконує своїх функцій і не є джерелом для формування капіталу для підприємств реального сектору економіки. Варто зазначити, що після того, як НКЦПФР розпочато процеси, спрямовані на виведення з фондового ринку спекулятивних цінних паперів були суттєво посилені вимоги щодо перебування акцій та корпоративних облігацій в лістингу фондової біржі та допуску до біржового реєстру, що буде більш детально розглянуто нижче. Це з одного боку призвело до очищення ринку, а з іншого – суттєво знизило обсяги ринкової капіталізації та привело до перегляду і скорочення кошків фондових бірж. Крім того, значна частина акціонерних товариств, після внесення змін до законодавства та зміни підходів до визначення статусу публічності, змінили свою організаційно-правову форму на приватну, або ж взагалі на товариства з обмеженою відповідальністю та інші, тим самим підтвердивши відсутність потреби в здійсненні операцій первинного публічного розміщення як акцій так і облігацій.

2.2 Банківське кредитування як джерело нарощення капіталу корпоративних підприємств

Одним із вагомих джерел фінансування діяльності НФК в світовій фінансовій практиці є банківське кредитування, в першу чергу це характерно для країн з банкоцентричною фінансовою системою. В Україні, враховуючи, що банки є основними фінансовими посередниками, і порівняно з іншими фінансовими посередниками мають значно вищу частку активів відносно ВВП, питання співпраці банків з НФК є значимим, порівняно з позиціонуванням НФК на фондовому ринку.

Для країн з банкоцентричною фінансовою системою, якою є Україна для ефективного економічного розвитку на макrorівні важливого значення набуває рівень кредитної глибини, яка розглядається як окремий показник, що

може характеризувати рівень фінансової глибини економіки. Останню варто розглядати як «комплексну характеристику економічної системи, яка формується в результаті розвитку сектору фінансових корпорацій і його взаємодії з іншими інституційними секторами та проявляється в насиченості економіки фінансовими ресурсами, фінансовими інструментами та фінансовими відносинами» [165]. Також можна цілком погодитись з В. Козюком [138], який зазначає, що «Фінансова або кредитна глибина у випадку країн з домінування банківського сектора у фінансовій системі, - індикатор, покликаний продемонструвати масштаб фінансового розвитку». Враховуючи, що в розумінні як першого так і другого показника серед наукової спільноти не лише в Україні, але і в цілому в світі відсутня узгодженість, пропонуємо його розглядати як співвідношення обсягу кредитів до ВВП країни. А враховуючи спрямованість дослідження розглянемо стан кредитної глибини саме за приватними кредитами, наданими НФК, усунувши з аналізу державний сектор як кредитора, і як позичальника одночасно, а також сектор домашніх господарств. Показник кредитної глибини дозволяє оцінити насиченість економічної системи, в першу чергу НФК кредитними ресурсами і дає змогу визначити здатність кредитного ринку країни до перерозподілу саме банківською системою закумуляованих в її межах фінансових ресурсів. Він певною мірою дозволяє також визначити вплив кредитних ресурсів на економічне зростання в країні.

Аналізуючи рівень кредитної глибини (рис. 2.10) варто відзначити, що спостерігається загальна тенденція в динаміці показника по всіх без виключення країнах, а саме зростання значення показника до 2008 року та падінням після світової кризи, яка була спричинена зокрема і «кредитним бумом». Водночас значення показника в розрізі країн суттєво відрізняється. В першу чергу виділяється Об'єднане Королівство та США, суттєва розбіжність в значеннях показників цих країн обумовлена кардинально різними побудовами фінансових систем, а саме банко-орієнтованою для Об'єданого Королівства та орієнтованою на фондовий ринок – для США.

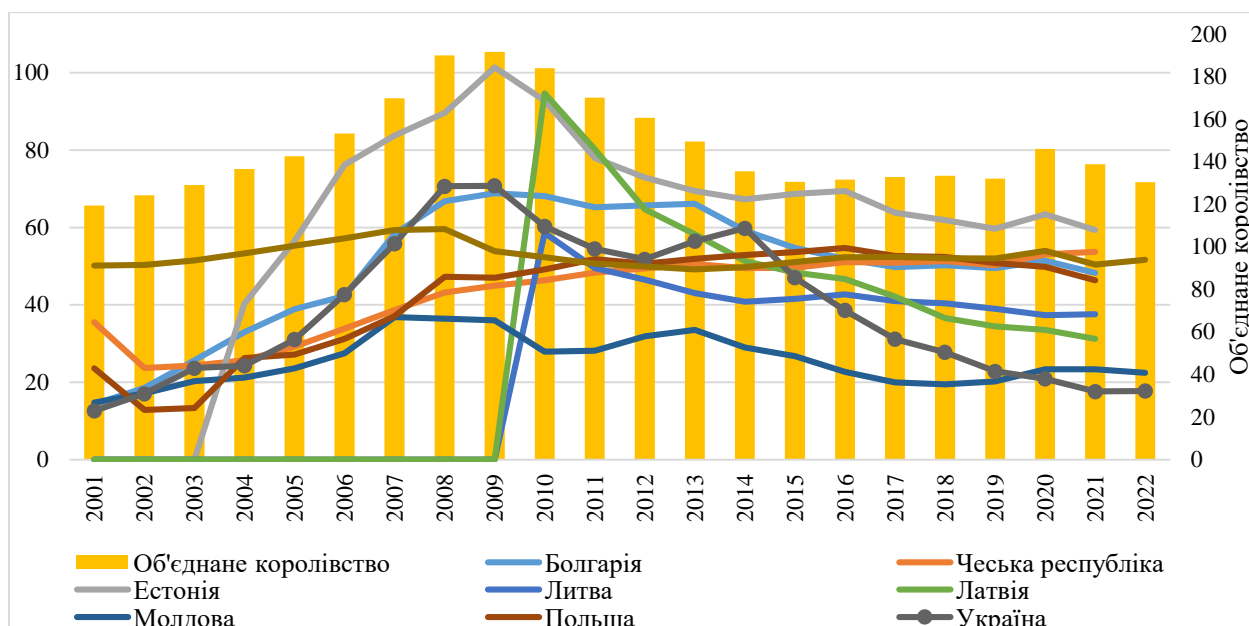


Рисунок 2.10 – Динаміка внутрішнього кредиту, наданого приватному сектору, у % до ВВП

Джерело: складено автором за даними Світового банку

Об'єднане Королівство має найвищий рівень кредитної глибини, мінімальне та максимальне значення впродовж аналізованого періоду становить відповідно 119,4 % та 191,59 %. Натомість США, як і інші країни, в т. ч. і Україна мають значення показника, який в кілька разів менший за значення по Об'єднаному Королівству. При цьому значення даного показника для США становить від 49,2 % до 59,5 %. Варто також зазначити, що на відміну від інших країн, за аналізований період в США цей показник демонструє найнижчий рівень волатильності, оскільки розмах варіації становить лише 10 %, в той час як в Україні розрив між мінімальним та максимальним значенням становить 58,2 %. На фоні всіх інших країн, представлених на рисунку 2.11 в Україні ситуація є найбільш негативною, особливо починаючи з 2014 р. рівень кредитної глибини суттєво скорочується з 60 % до 18 %, що свідчить про стискання не лише банківського сектору, а і фінансового в цілому, враховуючи, що саме банки відіграють роль основних фінансових посередників. На відміну від України показник кредитної глибини Польщі демонструє зовсім іншу тенденцію, маючи майже однакове мінімальне

значення з Україною – 12,9 %, починаючи з 2002 року поступово відбувалось зростання показника, і навіть після 2008 року демонструє стабільне зростання.

Варто також зазначити, що найбільше значення рівня кредитної глибини демонструє група країн з доходом вище середнього, а також із середнім доходом, що свідчить про певну залежність, яка існує між станом кредитування приватного сектору та рівнем доходів в країні (додаток Б рис. Б1). Значення показника кредитної глибини України значно нижче, ніж в середньому по країнах з низьким і середнім доходом, до групи яких вона належить згідно класифікації Світового банку, а також і по країнах з доходом нижче середнього. І що більш важливо, на відміну від динаміки аналізованого показника за всіма представленими групами країн, як демонструють хоч і досить повільне, але зростання, динаміка показника кредитної глибини для України є низхідною і ця тенденція зберігається.

Враховуючи, що Україна має намір стати членом Європейського Союзу, то доцільно порівняти також значення показника кредитної глибини із середніми значеннями по країнах ЄС, а також по географічній ознаці – країнам Центральної Європи та Балтії, як їх групує Світовий банк (додаток Б рис. Б2). В даному випадку Україна також має значення показника значно нижче. Так по країнах Центральної Європи та Балтії мінімальне значення становить 37 %, що в три рази більше ніж в Україні, розбіжність показника з країнами ЄС та єврозони ще більше, оскільки мінімальне значення становить 86 % та 85 % відповідно, що в 7 разів більше ніж мінімальне значення в Україні. При цьому більш важливим є те, що в Україні, на відміну від зазначених груп країн, динаміка останніх років є негативною, а побудовані логарифмічні тренди поведінки для країн Європи засвідчують поступальне зростання.

Для України поглиблення кредитної глибини є досить складним питанням, оскільки «при високій і нестабільній інфляції поглиблення фінансової системи неможливе через нездатність застрахувати себе від ризику знецінення позик.» [138]. Зниження показника кредитної глибини відбувалось починаючи з 2014 року, та частково було також пов'язано з політикою очищення банківського

сектору від неякісних активів, що проводилась НБУ. Частковим підтвердженням цього є досить значне зростання в Україні, починаючи з 2015 року частки непрацюючих кредитів, які становили більше 60 %. Відзначимо, що в Україні цей показник значно вище, ніж в країнах Європейського Союзу та її найближчих сусідів (додаток Б рис. Б 3). Причинами існування такої ситуації була значна частка наданих ризикових кредитів в минулі роки, що пов'язано з існуванням низьких стандартів оцінювання платоспроможності позичальників, в тому числі і корпоративних клієнтів, а також з існуванням досить розповсюдженої практики надання кредитів пов'язаним особам. Позитивною тенденцією було поступове зменшення з 2018 по 2021 рр. цього показника (з 54 % до 31 %), що відбувалось навіть в умовах пандемії, проте війна, розпочата росією призвела до зростання в 2022 р. показника до рівня 38 %. В країнах Європи значення цього показника є значно меншим.

В дослідженні Баженової Ю. [7], присвяченому впливу проведеної політики очищення банківського сектору НБУ на зміну умов кредитування корпоративних підприємств зроблено висновок, що процентні ставки за кредитами знизилась. Автор зазначає, що це стало зокрема наслідком зниження ризиків банків та, відповідно зменшення процентних спредів в результаті підвищення вимог до позичальників. Крім того зроблено висновок, що у фінансово стійких банків можливість отримання кредитів корпоративним позичальникам за нижчою ціною значно підвищилась, при цьому вирішальними факторами отримання кредиту є стабільна рентабельність та кредитна історія позичальника. Водночас в дослідженні зроблено висновок, що на рішення щодо надання кредиту не впливають такі чинники як розмір компанії та коефіцієнта фінансового левериджу.

Стосовно стану кредитування НФК, то в довоєнному періоді в 2021 р. спостерігалась в цілому позитивна динаміка щодо надання нових кредитів НФК, їх розмір поступово зростав, що свідчило в тому числі і про адаптацію бізнесу до впливу пандемії Covid-19.

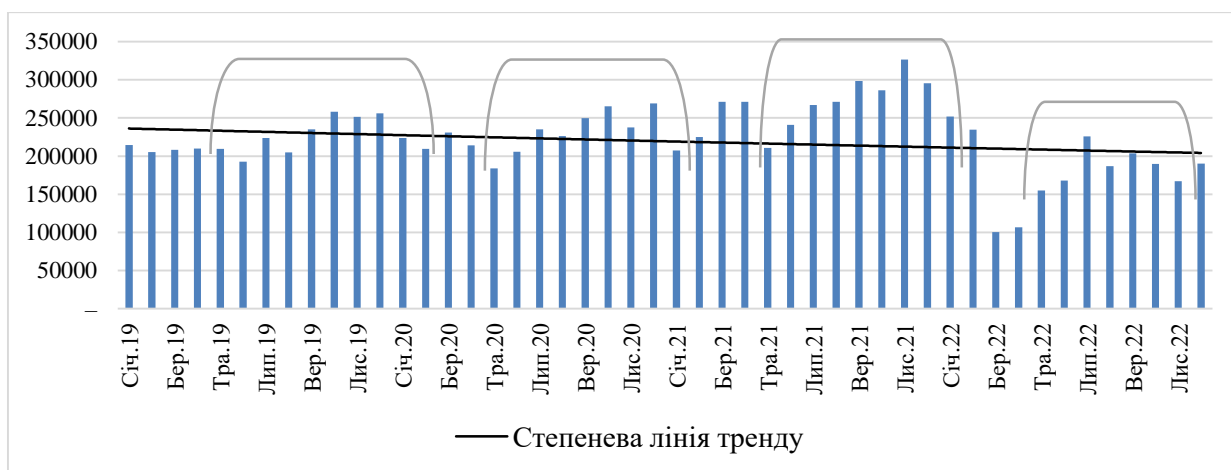


Рисунок 2.11 – Динаміка обсягу нових кредитів, наданих НФК, млн грн
Джерело: складено автором на основі даних НБУ

Показники січня 2022 року також налаштували на позитивну динаміку в 2022 р., але розпочата війна суттєво вплинула на стан кредитування корпоративного сектору, в результаті чого обсяг кредитів суттєво скоротився.

Крім того, за аналізований період досить чітко простежується певна закономірність щодо надання нових кредитів, а саме їх певна сезонність. Так пікові навантаження щодо надання нових кредитів впродовж періоду 2019-2022 рр. припадає на осінні місяці з вересня по листопад. Аналіз коефіцієнта сезонності за новими кредитами в розрізі видів економічної діяльності (далі – ВЕД) буде проведено нижче.

Ще однією досить вагомою проблемою структури кредитних ресурсів, наданих НФК є строки їх надання (рис. 2.12). Домінуюча частка кредитів припадає на строк до 1 року, яка впродовж аналізованого періоду коливається в межах від 72,3 % до 88,5 %. При цьому структурно-динамічна картина, яка подана в додатку Б табл. Б 2 засвідчує, що структурні зрушення є досить нерівномірними, так із січня 2019 по липень 2020 років існувала тенденція до зростання частки таких кредитів, що є негативним явищем з точки зору фінансування діяльності НФК, натомість з серпня 2020 і по лютий 2022 року відбувалось несуттєве зменшення частки короткострокових кредитів на

користь більш тривалих термінів. Знову ж початок війни дав підстави для формування зворотної тенденції.

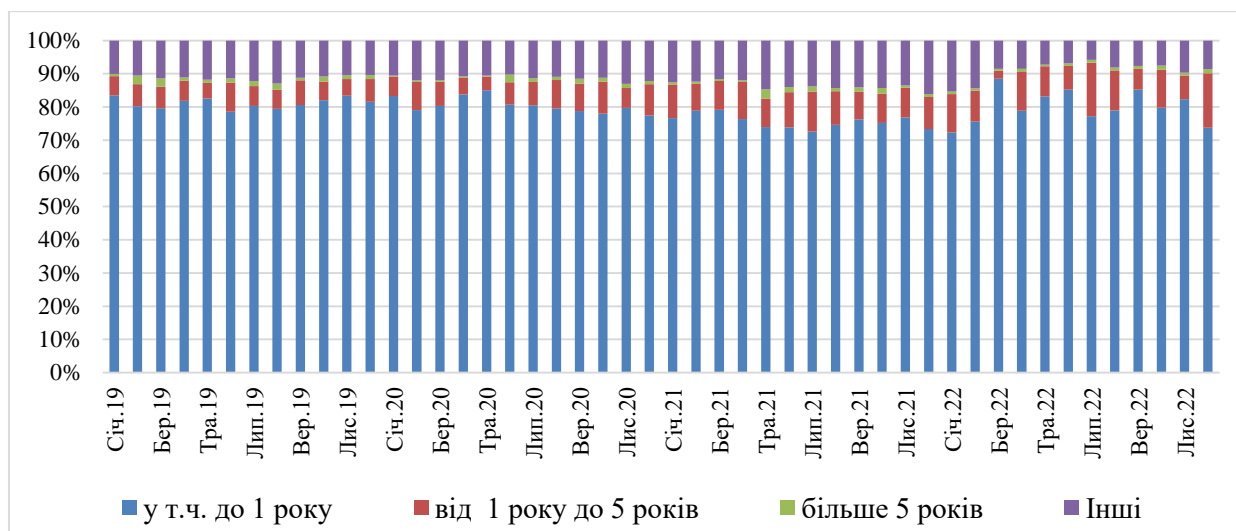


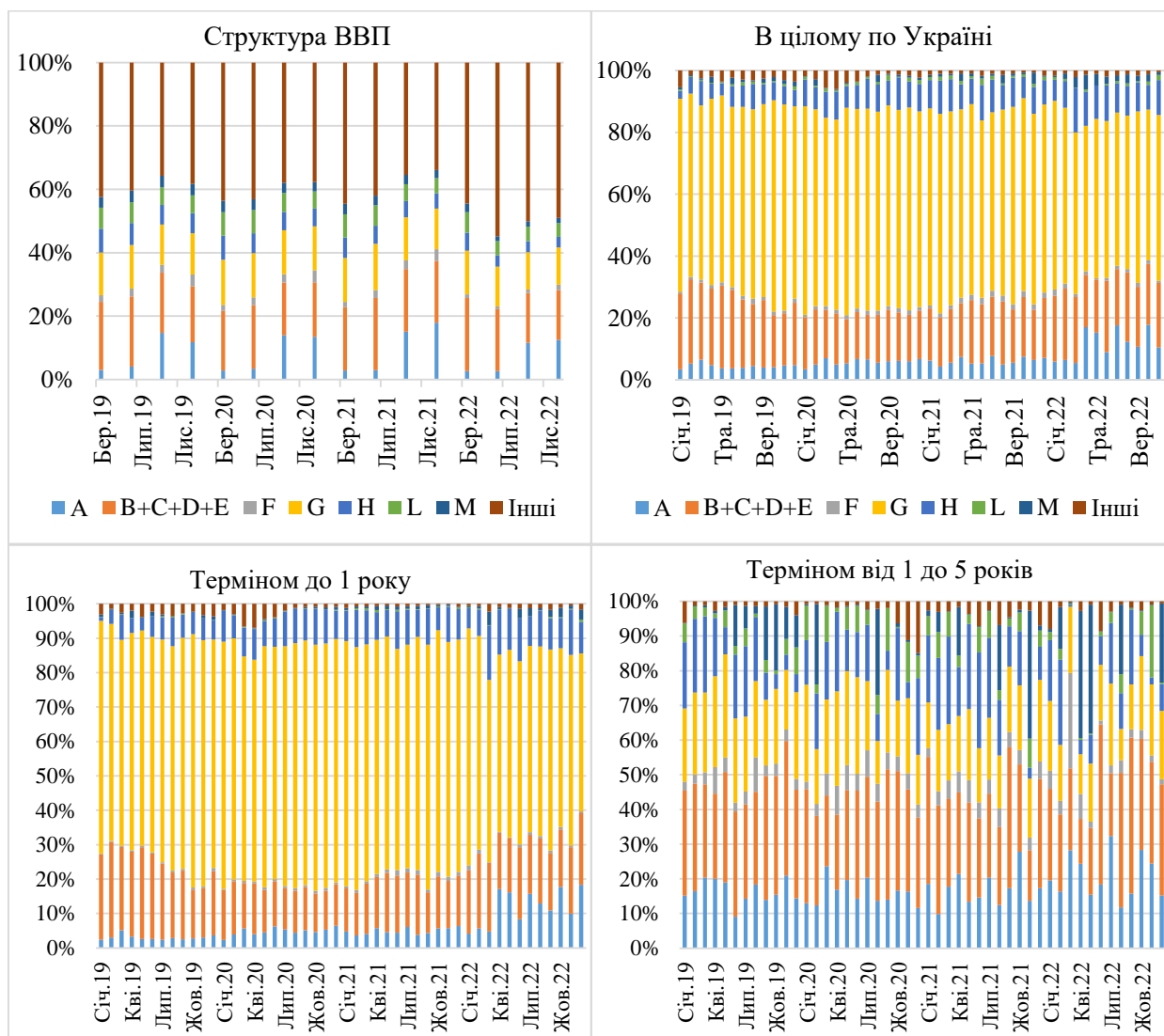
Рисунок 2.12 – Структура наданих кредитів НФК за строками

Джерело: складено автором на основі даних НБУ

По суті НФК використовують кредити лише під фінансування своєї поточної діяльності, що суттєво звужує їх можливості створення нових виробничих потужностей, чи модернізації існуючих. Досить синхронну поведінку з короткостроковими кредитами демонструє і структурна динаміка кредитів, строком від 1 до 5 років, зокрема в періоди, які було зазначено вище, у випадку коли частка короткострокових кредитів мала тенденцію до зменшення, частка кредитів з терміном погашення від 1 до 5 років поступово збільшувалась і навпаки. Це певною мірою може свідчити про більшу впевненість з боку менеджменту НФК щодо покращення бізнес-середовища та позитивні зрушення в ділових очікуваннях. Водночас частка кредитів зі строком від 1 до 5 років є вкрай низькою, мінімальне та максимальне значення складають відповідно від 2,4 % до 16,4 % і навіть при поживленні не може суттєво сприяти розширеному відтворенню виробництва.

Важливого значення також набуває структура наданих кредитів НФК за видами їх економічної діяльності. Відповідні дані наведені на рисунку 2.13. Для більшої наочної суттєвої розбалансованості між структурою кредитних

ресурсів та структурою виробництва на рисунку також надано структуру ВВП України в розрізі ВЕД (поквартально). В структурі ВВП найбільшу питому вагу (не беручи до уваги інші ВЕД, окрема частка яких є несуттєвою) займає промисловість, її частка становить від 15,7 % до 23 %, а також оптова та роздрібна торгівля, частка якої становить від 11,8 % до 14,6 %.



*А - Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство; В+С+D+E – промисловість; F – будівництво; G - Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; H - Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність; L - Операції з нерухомим майном; M - Професійна, наукова та технічна діяльність.

Рисунок 2.13 – Структура ВВП та виданих кредитів НФК в розрізі видів економічної діяльності та термінів погашення

Джерело: складено автором на основі даних НБУ

Також вагому роль у формуванні ВВП відіграє сільське господарство, коливання частки якого поквартально обумовлено особливостями

виробництва, основна маса виручки припадає на третій та четвертий квартали, коли відбувається реалізації продукції рослинництва при цьому в ці періоди частка цього ВЕД за аналізований період коливається в межах 11,5 % - 17,9 %. Натомість структура кредитів, виданих НФК суттєво відрізняється, оскільки в ній домінуючу частку займає саме оптова та роздрібна торгівля з показниками від 0,43 до 0,68. Стосовно промисловості, то тут ситуація більш врівноважена, оскільки частка кредитів за цим ВЕД коливається в межах від 0,14 до 0,27, що приблизно відповідає частці промисловості в структурі ВВП, аналогічна ситуація і по сільському господарству. Необхідно також звернути увагу і на те, що беручи до уваги, що основну питому вагу в структурі кредитів займають кредити терміном до 1 року, а в їх структурі найбільшу питому вагу займають кредити оптовій і роздрібній торгівлі, то саме вони визначають і загальну структуру кредитів, наданих НФК.

Для підприємств, які займаються саме цим ВЕД наявність короткострокових кредитів є цілком закономірною, оскільки цю діяльність відрізняє високий рівень оборотності активів, а отже і можливість більш ефективно використовувати короткострокові кредити. Натомість сільське господарство та промисловість, в яких рівень оборотності активів є значно меншим, а тривалість виробничого циклу значно більшою більш важливим є використання кредитів з терміном від 1 до 5 років. Структура цих кредитів є більш диверсифікованою та наближеною до структури ВВП. Зокрема отримане середнє значення частки кредитів за аналізований період становить 0,18 для НФК сільського господарства, 0,29 – для промисловості, 0,2 – для оптової та роздрібною торгівлі та 0,14 – для транспорту, складського господарства. Негативною є ситуація щодо кредитування сфери будівництва, середнє значення частки кредитів за якою становить лише 0,05. Крім того і в структурі ВВП частка будівництва є несуттєвою. Натомість саме цей ВЕД може свідчити про введення в експлуатацію нових промислових об'єктів, що свідчить про оновлення виробничих потужностей підприємств в кожному

ВЕД і непрямо підтверджувати наявність підстав для економічного зростання в країні.

Якщо порівняти структуру залишків кредитів, що обслуговують НФК за аналізований період (рис. 2.14), то вона є більш наближеною до структури ВВП України.

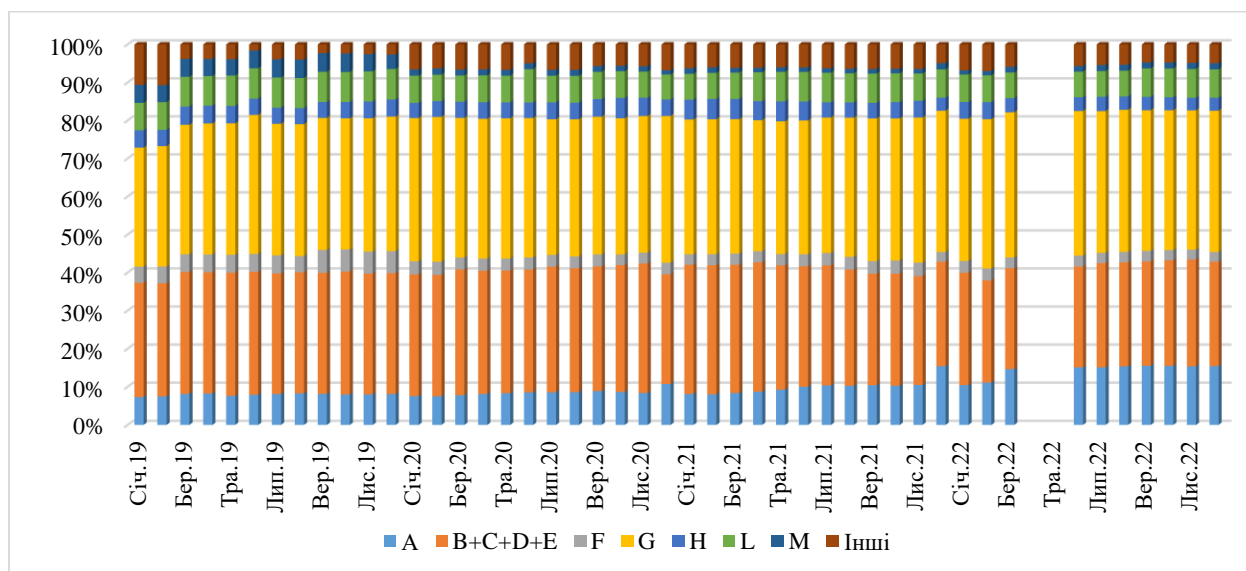


Рисунок 2.14 – Структура залишків за кредитами, наданими НФК в розрізі ВЕД

Джерело: складено автором за даними НБУ

Так розраховані показники описової статистики по структурі залишків кредитів (додаток Б табл. Б 2 та Б 3) засвідчують, що частка оптової та роздрібної торгівлі, яка є домінуючою за новими кредитами, особливо з терміном до одного року, в залишках кредитів має значно менше значення. Так якщо в нових кредитах частка коливалась по роках від 43 до 68 %, то в залишках коштів частка коливається в межах від 31 до 39 %. Натомість частка промисловості суттєво зростає і коливається в межах від 26 до 34 %, а частка сільського господарства також значно збільшується, зокрема мінімальне значення по залишках становить 7,3 %, максимальне – 15,5 % (за новими – 3,4 % та 17,8 % відповідно). Це в першу чергу обумовлено тим, що саме ці види діяльності мають більше кредитів, з терміном повернення більше 1 року, тобто

в залишках коштів за кредитами часка короткострокових кредитів, сформованих в основному підприємствами торгівлі є значно меншою.

В ході аналізу було розраховано коефіцієнти сезонності по отриманим кредитам в розрізі ВЕД (додаток Б рис. Б 4). Найбільш чіткими ознаки сезонності є у сільському господарстві, що узгоджується з особливостями виробничого процесу, а також впливу цього чинника на формування грошових потоків. Стосовно інших ВЕД, то існування чіткої закономірності та наявність ознак сезонності не встановлено.

Важливого значення в процесі кредитування НФК набуває ціна кредитних ресурсів, яка визначається розміром процентної ставки, оскільки саме ціна має найбільший вплив на формування ефекту фінансового левариджу. Для ефективного використання кредитів НФК, вони повинні мати рівень рентабельності своєї операційної діяльності вище, ніж ціна кредитів, залучених підприємством. В цьому випадку буде сформований значний диференціал фінансового важелю, а отже фінансовий ризик буде нижчим і підприємство матиме певний запас в структурі капіталу, для нарощення позикових коштів. Динаміка процентних ставок за кредитами в розрізі термінів їх погашення та в розрізі ВЕД представлена в додатку Б рис. Б 5, а розраховані показники описової статистики поведінки процентних ставок за ВЕД, а також коефіцієнти парної кореляції подані в додатку Б табл. Б 5. Варто відзначити, що динаміка процентної ставки (усього), а також динаміка процентної ставки за кредитами терміном до 1 року є максимально узгодженою, що підтверджує коефіцієнт парної кореляції на рівні 0,995. Також є досить тісний зв'язок між процентною ставкою (усього) та ставкою за кредитами з терміном погашення від 1 до 5 років. Натомість відсутній будь який зв'язок із процентною ставкою за кредитами терміном більше 5 років. Необхідно зазначити, що за виключенням процентної ставки за кредитами більше 5 років, інші ставки сформували однакові тенденції, а саме з січня 2019 по січень 2022 року відбувалось поступове зниження. Тобто політика

очищення банківського сектору, проведена НБУ почала давати свої позитивні результати навіть не зважаючи на пандемію COVID-19.

Так станом на початок 2019 року процентна ставка становила 16,3 %, а у січні 2022 року вона становила 9,1 % (зниження в 55 %), але початок війни зумовив і зростання процентної ставки, яка станом на грудень 2022 року фактично повернулася до рівня січня 2019 року – 16,6 %. Аналогічна ситуація в поведінці процентної ставки за кредитами до 1 року: на початок 2019 р. її значення становило 15,8 %, яке зменшилось вдвічі та в січні 2022 становило близько 8 %, але на кінець 2022 року перевищило значення за 2019 р. – близько 17 %. Дещо вищі ставки, але з аналогічною тенденцією сформувались і за кредитами з терміном від 1 до 5 років.

Аналіз процентних ставок за кредитами в цілому в розрізі ВЕД дозволив зробити висновок, що за переважною більшістю ВЕД (С, G, H) сформовані тенденції мали ознаки кореляції. Так найбільш тісний зв'язок між процентними ставками демонструють оптова та роздрібна торгівля (G – 0,9971), транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність (H – 0,9802), переробна промисловість (C – 0,9671). В сільському господарстві (A – 0,6825), добувній промисловості і розробленні кар'єрів (B – 0,6346), в будівництві (F – 0,6063), у водопостачанні та каналізації (E – 0,6042) коефіцієнт парної кореляції засвідчив існування зв'язку, але не з високим рівнем тісноти. Така ситуація визначається в першу чергу переважанням кредитів, а отже і процентних ставок по кредитах терміном до 1 року, що також підтверджують значення коефіцієнтів парної кореляції (див. додаток Б табл. Б 4). За процентними ставками по кредитах терміном від 1 до 5 років зв'язок є не таким тісним.

Стосовно рівня ставок по ВЕД, то найнижчі ставки за аналізований період були в транспортній діяльності та складському господарстві – 6,9 % (листопад 2020 р.), та за операціями з нерухомістю – 6,6 % (квітень 2022 р.), а також і найвищі ставки за цими ж видами діяльності відповідно 21,5 % (листопад 2022 р.) та – 21,75 % (березень 2019 р.). Стосовно основних ВЕД в

структурі кредитів, то в оптовій та роздрібній торгівлі мінімальне та максимальне значення становило – 7,69 % та 17,45 %; в сільському господарстві – 9,4 % та 17,84 %, серед галузей промисловості найбільший інтервал між ставками в 12,97 % був у добувній промисловості та розробленні кар'єрів, відповідно мінімальне та максимальне значення становило 7,07 % та 20,04. Таким чином можна відзначити, що в залежності від ВЕД вартість кредитів змінювалась, але в цілому тенденція поведінки процентної ставки була по більшості ВЕД була схожа.

Ситуація з поведінкою процентних ставок за непогашеними кредитами в цілому демонструє таку ж динаміку, як і за новими кредитами, але більш згладжена (додаток Б табл. Б 5). Так різке скорочення розміру процентної ставки відбулось на початку 2019 р., далі досить повільне з незначними темпами зниження до квітня 2022 р. і поступове зростання. Те, що процентна ставка знижувалась впродовж лютого, березня та квітня, коли вже відбувалась війна є характерним саме для непогашених кредитів, оскільки впродовж саме цього періоду нових кредитів майже не видавалось, тому і зростання ставок не було. Крім того, динаміку процентних ставок визначає два чинники, а саме процентні ставки за кредитами для інших НФК, і процентні ставки по кредитам термінами до 1 року та термінами від 1 до 5 років. Процентні ставки по кредитам, наданим державним НФК мають відмінності як в розмірах процентних ставок, так і в векторах руху. Можна відзначити, що на відміну від процентних ставок по кредитах для інших НФК на динаміку процентних ставок по кредитах державних НФК основний вплив має ставка по кредитах з терміном погашення від 1 до 5 років.

З точки зору формування ризиків при використанні кредитів для НФК є їх структура в розрізі валюти (додаток Б рис. Б 7). Так в цілому по кредитах НФК переважають гривневі кредити, при чому їх частка за період 2019 – 2022 рр. поступово зростає, якщо на початок періоду вони склали 49 %, то станом на кінець 2022 р. вже майже 70 %. Формування такої структури відбувалось досить нерівномірно, що засвідчує графік, структурних змін (рис. 2.15).

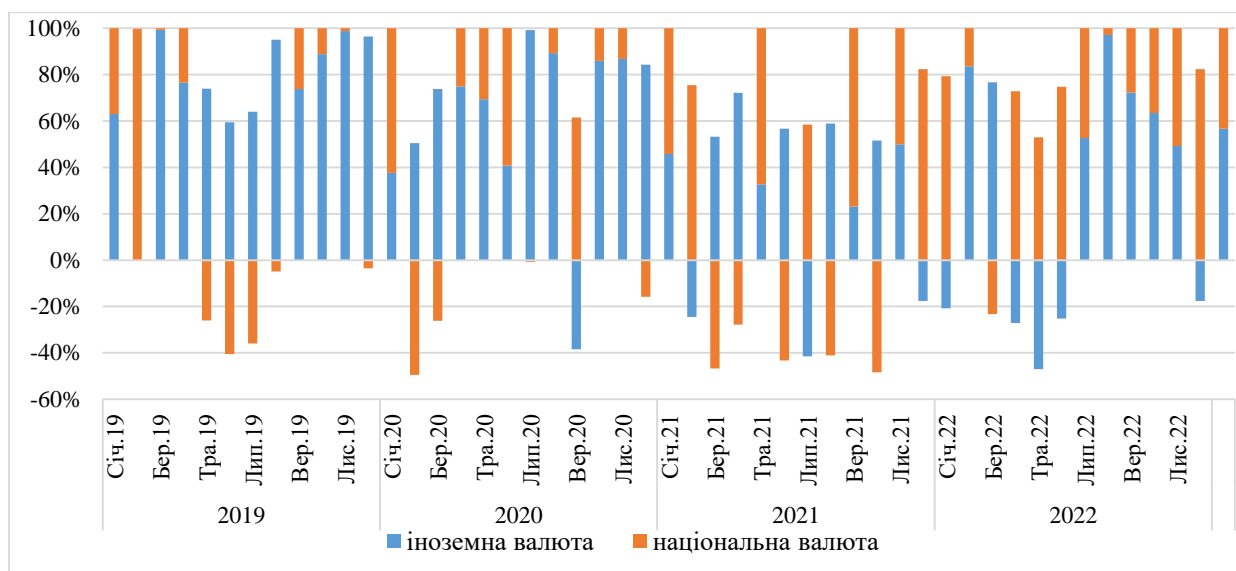


Рисунок 2.15 – Структурні зміни за кредитами в розрізі валюти

Джерело: авторські розрахунки

Попри те, що в загальній масі переважають кредити в національній валюті, в розрізі ВЕД ситуація досить різноманітна (додаток Б рис. Б 7). Так в сільськогосподарських НФК домінуючими є гривневі кредити, їх мінімальні питома вага за аналізований період становила 70,2 %, а максимальна – 78,9 %, а середнє значення – 73,4 %. При цьому структуру можна вважати цілком усталеною, оскільки розмах варіації є несуттєвим, та становить 8 %. Аналогічна ситуація з кредитами в сфері будівництва, де питома вага гривневих кредитів становить від 52 % до 91 %, при чому починаючи з 2020 року суттєво зросла питома вага гривневих кредитів, що в цілому за період забезпечило середнє значення гривневих кредитів на рівні 82 %. Крім того суттєве переважання гривневих кредитів над кредитами, наданими в іноземній валюті характерне для НФК в сфері оптової та роздрібної торгівлі (мінімальне значення – 76,4 % та максимальне – 83,4 %) і саме за цим видом діяльності структура кредитів є найбільш усталеною. Найбільша ж частка кредитів в іноземній валюті сформована НФК в сфері промисловості. Так частка кредитів в іноземній валюті становить від 0,512 до 0,765 при середньому значенні в 0,678. Враховуючи, що частка кредитів для НФК промисловості в загальній

структурі є значимою, то саме ці кредити певною мірою визначають загальну структуру кредитів в розрізі валюти.

Беручи до уваги, що в структурі кредитів більшу частку складають гривневі, то доцільно розглянути структуру цих кредитів за ВЕД (рис. 2.16). В цілому структуру гривневих кредитів сумарно визначають інші ВЕД, але до їх складу віднесено значний перелік, тому більш значимими є виокремлені на рисунку ВЕД. Зокрема, як зазначалось вище значну частку мають кредити для сільськогосподарських НФК, будівництва, торгівлі та складського господарства.

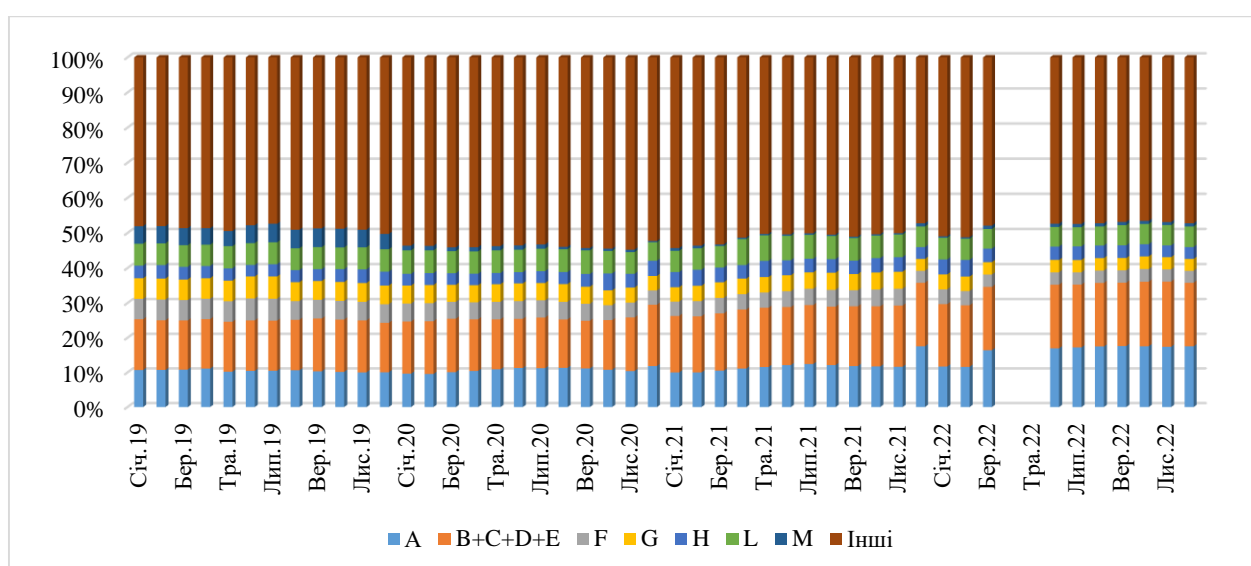


Рисунок 2.16 – Структура кредитів в національній валюті за ВЕД

Джерело: складено автором за даними НБУ

Попри те, що в НФК промисловості переважають кредити в іноземній валюті, тим не менш, враховуючи їх обсяг, вони мають значну питому вагу в структурі. Використання кредитів в національній валюті, та їх поступове зростання в структурі свідчить про більш вигідні умови їх використання для підприємств, а також зменшення ризиків, пов'язаних з коливанням курсів іноземної валюти. Це також в цілому має позитивний вплив на стан економічного розвитку, оскільки зменшує тиск «доларизації» на економічні відносини.

Як вже зазначалось раніше в Україні значна частка кредитів є непрацюючими, що негативно впливає не лише на ефективність функціонування банків, а і суттєво погіршує умови кредитування за новими кредитами. Наявність значної частки непрацюючих кредитів вимагає суттєвого зростання резервів банків, а також стримує зниження процентних ставок. Варто зазначити, що частка непрацюючих кредитів в розрізі ВЕД є досить нерівномірною (рис. 2.17).

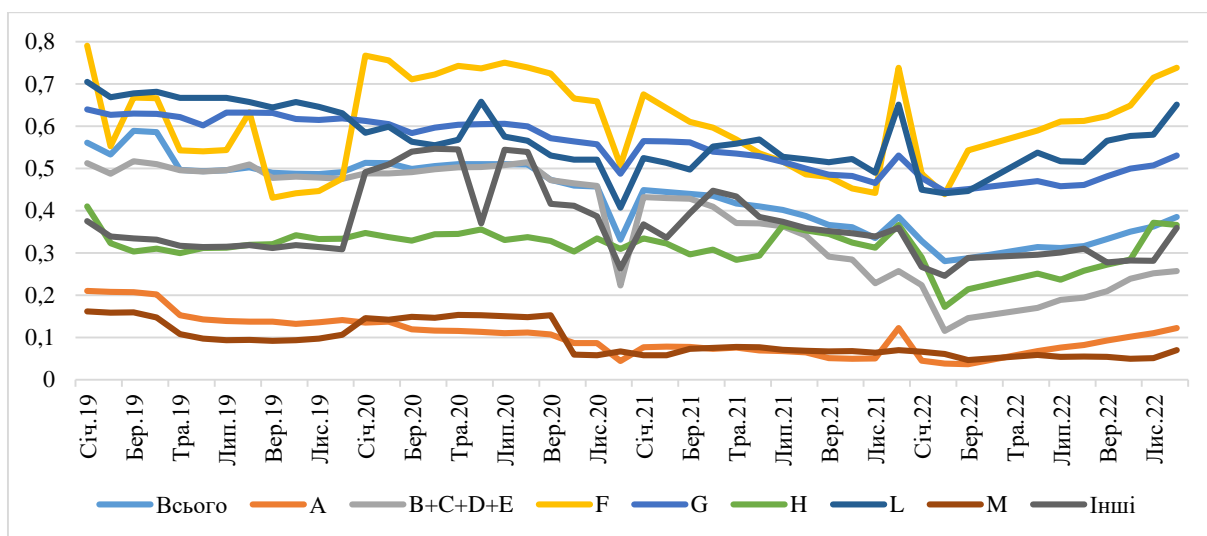


Рисунок 2.17 – Динаміка частки непрацюючих кредитів в розрізі ВЕД
Джерело: складено автором за даними НБУ

Так частка непрацюючих кредитів в цілому в Україні до початку війни мала тенденцію до зниження, але з початком війни почала знову зростати. Це пов'язано з бойовими діями, з втратою контролю над частиною території, де були розташовані підприємства, а також з руйнуваннями та знищеннями суб'єктів господарювання. Така тенденція спостерігається за всіма ВЕД. Якщо аналізувати частку непрацюючих кредитів в розрізі ВЕД, то найнижча частка спостерігається в сільському господарстві, мінімальне та максимальне значення відповідно становить 0,036 та 0,209.

На початку аналізованого періоду значною була також частка кредитів підприємств промисловості, але з поміж інших ВЕД показник продемонстрував найвищі темпи падіння. Так станом на січень 2022 р. їх

частка була майже в 5 разів менше (0,115), ніж на початок аналізованого періоду (0,51), але з початком війни зросла до 0,256. Найбільша частка непрацюючих кредитів спостерігається в сфері будівництва, і порівняно з іншими ВЕД впродовж всього періоду суттєво не зменшувалась та коливалась в межах від 0,431 до 0,79. Крім того значна частка непрацюючих кредитів також сформована в оптовій та роздрібній торгівлі (від 0,446 до 0,64), а враховуючи, що цей ВЕД в значній мірі визначає структуру всіх кредитів, то має суттєвий вплив на стан кредитування суб'єктів господарювання.

Крім того, в розрізі видів валют серед непрацюючих кредитів переважаюча частка є гривневими, що визначається структурою кредитів в цілому. Варто відзначити, що і за окремими ВЕД спостерігається така ж тенденція щодо структури між працюючими та непрацюючими кредитами в розрізі валют. Рівень кореляції є досить суттєвим, а в сільському господарстві, промисловості та оптовій та роздрібній торгівлі становить понад 0,9. Це також має значний тиск на умови кредитування, що формуються для нових кредитів суб'єктів господарювання.

Таким чином можна зробити висновок, що якість кредитних ресурсів в Україні, порівняно з іншими країнами Європи та найближчими сусідами є значно нижчою. Це також суттєво нарощує кредитні ризики. Наявність високої частки непрацюючих кредитів в Україні суттєво впливає на можливості банків щодо кредитування корпоративних клієнтів. Банки не зацікавлені в наданні кредитів позичальникам з невисоким рівнем кредитоспроможності, оскільки це призводить до необхідності нарощення резервів, і відволікає потенційно працюючий капітал від можливості використовувати його для кредитування інших клієнтів. Крім того високий рівень кредитного ризику є суттєвим чинником, що призводить до зростання вартості кредитів корпоративних клієнтів, і відповідно зниження їх зацікавленості у використанні дорогого джерела фінансування власної діяльності.

2.3 Сучасний стан формування структури капіталу корпоративних підприємств

Питання формування структури капіталу корпоративними підприємствами останнім часом звертає на себе все більше уваги не лише на мікрорівні, але і на рівні фінансових регуляторів, оскільки для якісної реалізації макропруденційної політики важливим є належна оцінка стану кредитування НФК. Особливу увагу акцентують також на питанні фінансового левериджу в цілому та кредитного плеча НФК зокрема. Так в роботах зарубіжних вчених [69, 17, 18] акцентується увага на тому, що якщо НФК мають високий рівень фінансового левериджу, то вони є менш фінансово стійкими та більш вразливими до впливу зовнішніх негативних чинників, в результаті чого банки отримують значну частину збитків, та змушені нарощувати свої резерви. Високий рівень в першу чергу кредитного плеча обумовлює суттєвий ризик дефолту та в решті решт і банкрутства НФК. При цьому значне накопичення непрацюючих кредитів може погіршити здатність банків підтримувати пропозицію кредитів, що як наслідок створює негативний тиск на фінансовий розвиток НФК, зокрема і за рахунок зростання процентних ставок. На думку представників Комітету глобальної фінансової системи [9] «у довгостроковій перспективі надмірна заборгованість у приватному секторі може погіршити зростання, оскільки обслуговування боргу поглинає значну частину доходу, який можна було б використати для іншого продуктивного використання.»

Важливість розуміння стану формування структури капіталу НФК на макроекономічному рівні обумовлена тим, що як правило пруденційний нагляд, а також аналіз стабільності фінансової системи зосереджується на ризиках банків та інших фінансових посередників у приватному нефінансовому секторі. Водночас суттєвого значення набуває заборгованість НФК, для визначення чинників, що впливають на рішення щодо кредитного плеча. Дослідження структури потоків банківських кредитів за наслідками

глобальної фінансової кризи 2008 р. дозволило сформувані наступні висновки: по-перше, суттєве скорочення банківських кредитів обумовлено як факторами попиту, так і пропозиції; по-друге, зниження кредитної спроможності банків стало одним із ключових чинників скорочення левериджу в НФК; по-третє скорочення кредитування НФК також спричинене впровадженням більш жорстких пруденційних норм, які поступово вводилися після 2009 року; по-четверте, зростання вимог до кредитоспроможності НФК, змусило їх шукати альтернативні джерела фінансування, зокрема за межами банківської системи, в т.ч. через випуск боргових цінних паперів і кредитування від небанківських фінансових посередників [9].

Ігнорування структури капіталу НФК, в т. ч. і структури сформованих зобов'язань призводить до викривлення в політиці пруденційного нагляду, і, як наслідок, до формування більш ризикованої структури банківських кредитів для НФК. Тому на макроекономічному рівні необхідно акумулювати статистичні дані щодо структури капіталу НФК, та проводити розрахунки фінансового та кредитного плеча, а також забезпечити транспарентність фінансової звітності НФК, яка в Україні знаходиться на досить низькому рівні.

Варто зазначити, що в Україні формується статистична звітність щодо фінансового стану підприємств, але вона досить обмежена та суттєво відрізняється від наявної статистичної звітності в країнах Європейського Союзу. Саме ця ситуація не дозволяє проводити глибокий та системний аналіз стану структури капіталу в Україні, а також не дає можливості більш об'єктивно визначати і показники монетарної політики. Враховуючи цю ситуацію, аналіз стану фінансування діяльності підприємств варто проводити і за опосередкованими показниками. Зокрема, якщо мова йде про довгострокове фінансування, то можна розглянути стан фінансування капітальних інвестицій в Україні в розрізі їх джерел (рис. 2.18). Характерним для вітчизняних підприємств є самофінансування свого подальшого розширеного відтворення. Зокрема за період з 2019 по 2021 рр. в поквартальному розрізі (дані за 2022 р. відсутні) домінуючим джерелом є

власні кошти підприємств та організацій, які становлять від 66,5 % до 78,2 %. Далі зі значним відривом маємо кошти державного (мінімальне значення – 1,7 % та максимальне – 9,2 %) та місцевих бюджетів (4,2 % та 10,4 % відповідно) і на такому ж рівні знаходяться кошти банків та інші позики (4,7% та 9,1 %).

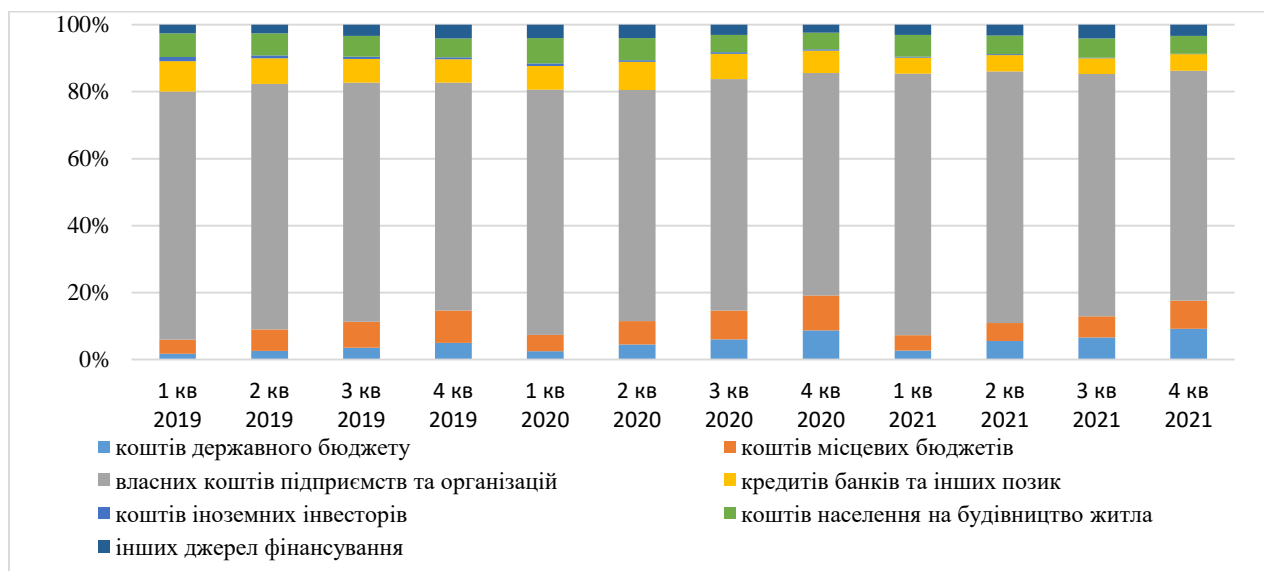


Рисунок 2.18 – Структура капітальних інвестицій за джерелами їх фінансування

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Враховуючи, що ці дані представлені за всіма ВЕД, що здійснюються в Україні, то можна відзначити, що для НФК значення показників буде дещо іншим, із ще більшим домінуванням власних джерел фінансування. З точки зору оцінювання ефективності функціонування фінансової системи України ці показники засвідчують, що вона не направлена не просто на фінансування, але в цілому на стимулювання економічного зростання. Варто також відзначити стійку негативну динаміку щодо залучення коштів іноземних інвесторів, які починаючи з 2019 року скоротились з 1,3 % до 0,1 %, що засвідчує поступове зниження інвестиційної привабливості вітчизняних суб'єктів господарювання. Крім того серед джерел капітальних інвестицій відсутні джерела, які б міг створити фондовий ринок України, зокрема через емісію боргових цінних паперів – облігацій підприємств. Не зважаючи, що емісія цих цінних паперів

відбувається, про що свідчить вище надана інформація, але їх частка настільки несуттєва, що не відображається в структурі джерел фінансування капітальних інвестицій.

Певні позитивні риси має структура витрат на капітальні інвестиції (рис. 2.19). Зокрема за даними на 2022 р. в розрізі всіх ВЕД переважає придбання та створення нових активів при цьому найменша частка – 65,1 % припадає на підприємства промисловості (B+C+D+E), а найвища 95,4 % – підприємства будівництва (F), значну частку також мають аграрні підприємства (A) – 82,8 %.

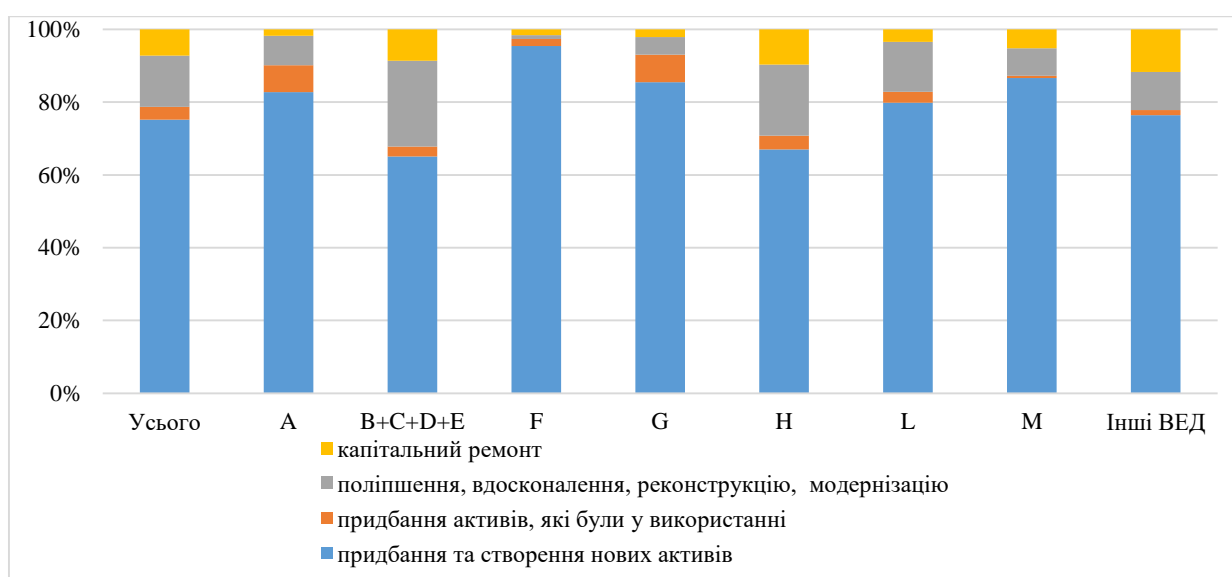


Рисунок 2.19 - Структура витрат на капітальні інвестиції за ВЕД у 2022 р.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Не зважаючи на найнижчий показник по промисловості, щодо придбання нового обладнання, досить значна частка коштів вкладається у вдосконалення, реконструкцію та модернізацію, що також має позитивний вплив на економічне зростання НФК.

Важливим з точки зору фінансування діяльності НФК є аналіз стану джерел фінансування капітальних інвестицій в розрізі ВЕД. На рисунку 2.20 надано таку структуру станом на 2019 р. Нажаль на сьогодні відсутня системна статистична інформація щодо розподілу джерел фінансування у розрізі ВЕД.

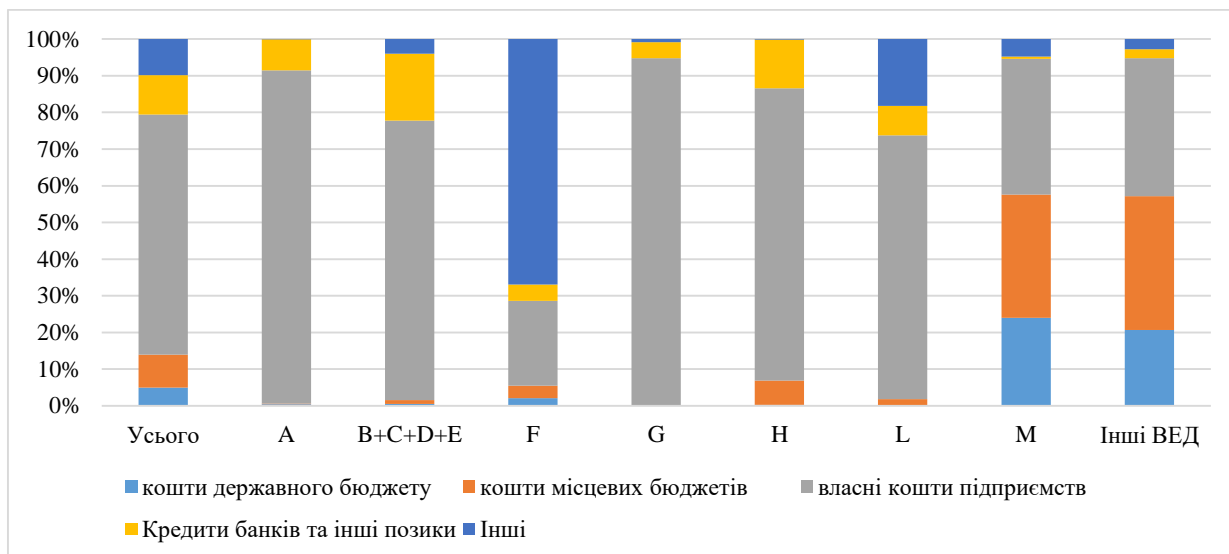


Рисунок 2.20 – Джерела фінансування капітальних інвестицій в розрізі ВЕД, 2019 р.

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Саме в такому розрізі інформація формувалась лише в 2018 та 2019 роках. Враховуючи інформацію, надану на рисунку 2.19, де в т.ч. представлено і стан фінансування за 2019 р., вважаємо, що такий аналіз є доречним, оскільки більш повно дозволяє обґрунтувати висновки. Зокрема щодо використання для фінансування коштів державного та місцевих бюджетів, які становлять більше 50 % в таких ВЕД як професійна, наукова та технічна діяльність (М) та в інших видах діяльності серед яких в першу чергу освіта та охорона здоров'я. Фінансування капітальних вкладень за рахунок коштів бюджетів різних рівнів в цих ВЕД обумовлено тим, що як в системі освіти, так і в сфері охорони здоров'я переважають саме державні заклади. Стосовно професійної та науково-технічної діяльності, то також значна частина коштів, це ті, які спрямовуються на фінансування системи закладів Національної академії наук України та закладів вищої освіти.

Виключенням серед всіх ВЕД стали НФК в сфері будівництва, в яких основна частина фінансування припадає на інші кошти, які є незначимими в інших ВЕД. Основна частина серед цих коштів є кошти населення на

фінансування будівництва житла. Стосовно кредитів банків, то їх найбільша частка припадає на НФК промисловості (B+C+D+E), підприємства сільського господарства (A), транспорт та складське господарство та поштова діяльність (H).

Враховуючи ситуацію щодо стану кредитування діяльності НФК в розрізі ВЕД, яка досліджена в п. 2.2 (див. рис. 2.13), то цілком логічним було б переважання кредитів в оптовій та роздрібній торгівлі (G), оскільки саме цей ВЕД є домінуючим в структурі виданих кредитів, але інформація, подана на рисунку 2.20 свідчить про зворотне, адже частка кредитів є незначною. Це ще раз дозволяє підтвердити висновок, що НФК в сфері торгівлі в основному використовують короткострокові кредити під фінансування своєї поточної діяльності.

В цілому варто відзначити, що ринкові джерела фінансування не відіграють вагомої ролі у забезпеченні капітальних інвестицій НФК. Це також пов'язано з тим, що джерелами фінансування капітальних інвестицій як правило є довгострокові кошти – як то кредити терміном від 1 до 5 років і особливо понад 5 років, а їх частка в структурі кредитування НФК є несуттєвою, особливо останніх. А також джерелами фінансування капітальних інвестицій мають виступати емісія власних цінних паперів – як акцій так і облігацій, які дозволяють залучати значні суми коштів і здійснювати кардинальне розширення своєї діяльності. Враховуючи, що капітальні інвестиції з точки зору їх витратної складової (див. рис. 2.19) є не що інше як реальні інвестиції з точки зору фінансового менеджменту, то і обсяги, які вони передбачають мають забезпечуватись довгостроковими джерелами фінансування.

Варто зазначити, що за даними Держстату України, яка оприлюднює результати опитувань підприємств щодо оцінки стану ділового середовища, одним із найбільш значимих чинників. Які впливають на діяльність НФК відзначають фінансові обмеження.

Для більш повної картини варто розглянути узагальнену структуру балансу НФК за ВЕД (рис. 2.21 та додаток В). Структуру капіталу для більш об'єктивного висновку варто розглядати одночасно порівнюючи із існуючою агрегованою структурою активів.



Рисунок 2.21 – Структура активів та капіталу НФК

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Оскільки саме в такому вигляді є розуміння узгодженості за термінами як активів, що використовуються у виробничому процесі, так і капіталу за строками обслуговування. Аналізуючи стан узгодженості між структурою активів та структурою капіталу варто відзначити, що ситуація є кардинально різною в залежності від ВЕД. Якщо розглядати стан фінансування активів підприємств в цілому в економіці України, то певною мірою можна вважати ситуацію збалансованою, оскільки структура активів може бути визначена як достатньо мобільна, а структура капіталу засвідчує переважання поточних зобов'язань. Так впродовж аналізованого періоду питома вага поточних активів в структурі активів підприємств становила від 50,7 % до 57,1 %, що є свідчення мобільності структури активів, а питома вага поточних зобов'язань також знаходилась на рівні від 50,0 % до 56,9 %, за виключенням другого кварталу 2019 р. коли було зафіксовано переважання довгострокових зобов'язань над поточними. Тобто структура капіталу в цілому по Україні по-перше є максимально усталеною – без суттєвих коливань, і по-друге в цілому відповідає правилу фінансування, коли поточні активи формуються завдяки поточним зобов'язанням. Розглядаючи співвідношення між структурою активів та структурою капіталу у сільському, лісовому та рибному господарстві (діаграма А) можна зробити наступні висновки. Щодо структури активів, по-перше, її можна вважати усталеною із переважанням поточних активів (мінімальне значення частки поточних активів становить 0,524, а максимальне – 0,697); по-друге, впродовж аналізованого періоду спостерігаються несуттєві коливання частки непоточних та поточних активів, при цьому розмах варіації становить 17 %.

Щодо структури капіталу, то на відміну від структури активів, вона характеризується суттєвим розбалансуванням та засвідчує наявність складного фінансового стану НФК за даним ВЕД. Зокрема впродовж аналізованого періоду частка власного капіталу є вкрай низькою при незначних частках і довгострокових зобов'язань. Негативним явищем, що засвідчує збитковість даного ВЕД є від'ємна сума власного капіталу в 1

кварталі 2022 р. таким чином мінімальне значення власного капіталу становило (-10,9%), а максимальне – 19,9 % в нетиповому 2 кварталі 2019 р. Даний ВЕД характеризується суттєвим переважанням поточних зобов'язань, максимальне значення яких становить майже 100 % в збитковому періоді, що засвідчує критичний стан фінансової стійкості. Попри характерну рису даного ВЕД у вигляді чинника сезонності виробництва, це не відображається в формування капіталу, оскільки проведені розрахунки не підтвердили наявності ознак сезонності в формування грошових потоків. Таким чином можна зробити попередній висновок про структурну розбалансованість джерел фінансування та їх неузгодженість із структурою активів у сільському, лісовому та рибному господарстві.

Стосовно сфери промисловості (діаграма В+С+D+E), то за цим ВЕД ситуація складається більш врівноважена, крім того саме цей ВЕД за структурою капіталу максимально корелює із загальноекономічною картиною, оскільки коефіцієнт парної кореляції по структурі капіталу становить 0,985, що є максимальним значенням серед всіх розрахованих коефіцієнтів за ВЕД. Враховуючи, що в аналізованих показниках об'єднані дані за різними сферами промисловості, а саме: В – добувна промисловість і розроблення кар'єрів; С – переробна промисловість; D - постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря; Е – водопостачання; каналізація, поводження з відходами, то структура активів є досить усередненою, оскільки в секторах В та Е структура активів балансу є важною, або іммобільною, із суттєвим переважанням непоточних активів, що обумовлено особливостями виробничого процесу, але в переробній сфері (С) спостерігається суттєве переважання поточних активів, що в цілому урівноважує структуру активів промисловості. Питома вага непоточних активів за період з 2019 по 2022 рр. коливається в межах від 49,3 до 57,5 %, тобто розмах варіації по структурі є несуттєвим та становить 8,2 %. Водночас структура капіталу тяжіє до використання короткострокових джерел фінансування діяльності, оскільки в структурі стабільно переважають поточні

зобов'язання, їх частка становить від 0,567 до 0,604, якщо не враховувати статистичний викид по 2 кварталу 2019 р. Такий стан фінансування може спричиняти для підприємств формування високих ризиків втрати перспективної фінансової стійкості.

Схожими між собою є структура активів в сфері будівництва, та оптової та роздрібною торгівлі та складського господарства. Зокрема спостерігається суттєве переважання поточних активів в структурі зобов'язань (додаток В), їх питома вага становить в сфері будівництва (F) – від 78 % до 85,2 %, а в сфері торгівлі та складського господарства (G) – від 82,2 % до 86,8 %. Відповідне узгодження спостерігається і в структурі капіталу, оскільки в ній суттєве переважання мають поточні зобов'язання в сфері будівництва (F) – від 70 % до 80 %, а в сфері торгівлі та складського господарства (G) – від 79,1 % до 85,1 %. Така структура капіталу є закономірною, особливо для сфери торгівлі, оскільки саме ця сфера характеризується високим рівнем оборотності всіх активів і не потребує суттєвих основних засобів для здійснення своєї діяльності, досить часто торговельні підприємства мають на балансі незначну частку основних засобів у вигляді торговельного обладнання, орендуючи при цьому торговельні площі, що не викликає потреби у використанні значних обсягів довгострокових джерел фінансування. Стосовно сфери будівництва, то базовим джерелом фінансування є кошти населення на фінансування будівництва житла, що було зазначено вище, а власне будівельні компанії також не мають суттєвих потреб у наявності значного обсягу основних засобів та відповідно довгострокових джерел фінансування своєї діяльності.

Отже попередньо можна зробити висновок, що структура активів НФК за розглянутими ВЕД є усталеною і суттєво не відрізняється по періодах. Водночас структура капіталу в цілому та за базовими виробничими ВЕД (сільське, лісове та рибне господарство і промисловість) є неузгодженою зі структурою активів, в першу чергу за термінами.

Важливим показником, що обчислюється Європейською Радою Системних ризиків (European Systemic Risk Board) є так званий валовий

леверидж [9], який обчислюється як співвідношення всіх зобов'язань до активів НФК. В нашому випадку він представлений на рисунку 2.22 як сума часток довгострокових та короткострокових зобов'язань.

З точки зору забезпечення перспективної фінансової стійкості, то одним із базових показників є коефіцієнт фінансової незалежності (автономії). В переважній більшості вітчизняних наукових публікацій, його визначають як частку власного капіталу в загальному обсязі капіталу підприємства [134, 164, 193, 111, 200]. При цьому автори досить часто відзначають, що «Склад і структура фінансових ресурсів, правильний вибір тактики і стратегії управління – значні фактори фінансової стійкості підприємства. Чим більше у підприємства власних фінансових ресурсів (або надходжень), що формуються на його рахунку, тим більша впевненість у збереженні ним фінансової стійкості. [200]» Тобто автори відзначають, що чим більший рівень фінансової незалежності, тим це краще для підприємства. На наш погляд більш важливим є ефективне використання всього капіталу, оскільки функціонування НФК, опираючись на власний капітал створює цілий ряд обмежень, зокрема темпів економічного зростання підприємства, формування суттєвих ризиків для власників підприємства, обмеження їх можливості в нарощенні обсягів фінансування, можливості застосовувати більш дешеві ринкові фінансові ресурси, тощо.

На рисунку 2.22 наведено динаміку коефіцієнтів фінансової незалежності в розрізі аналізованих ВЕД. В цілому у НФК частка власного капіталу є не досить значною та коливається в межах від 0,271 до 0,324, при цьому характер динаміки показника засвідчує, що цей показник є досить усталеним, а отже переважна більшість НФК має відносно невисокий рівень фінансової стійкості. Максимальний коефіцієнт кореляції між загальноекономічним значенням та значенням в розрізі ВЕД має промисловість (0,549) та транспорт та складські приміщення (0,645).

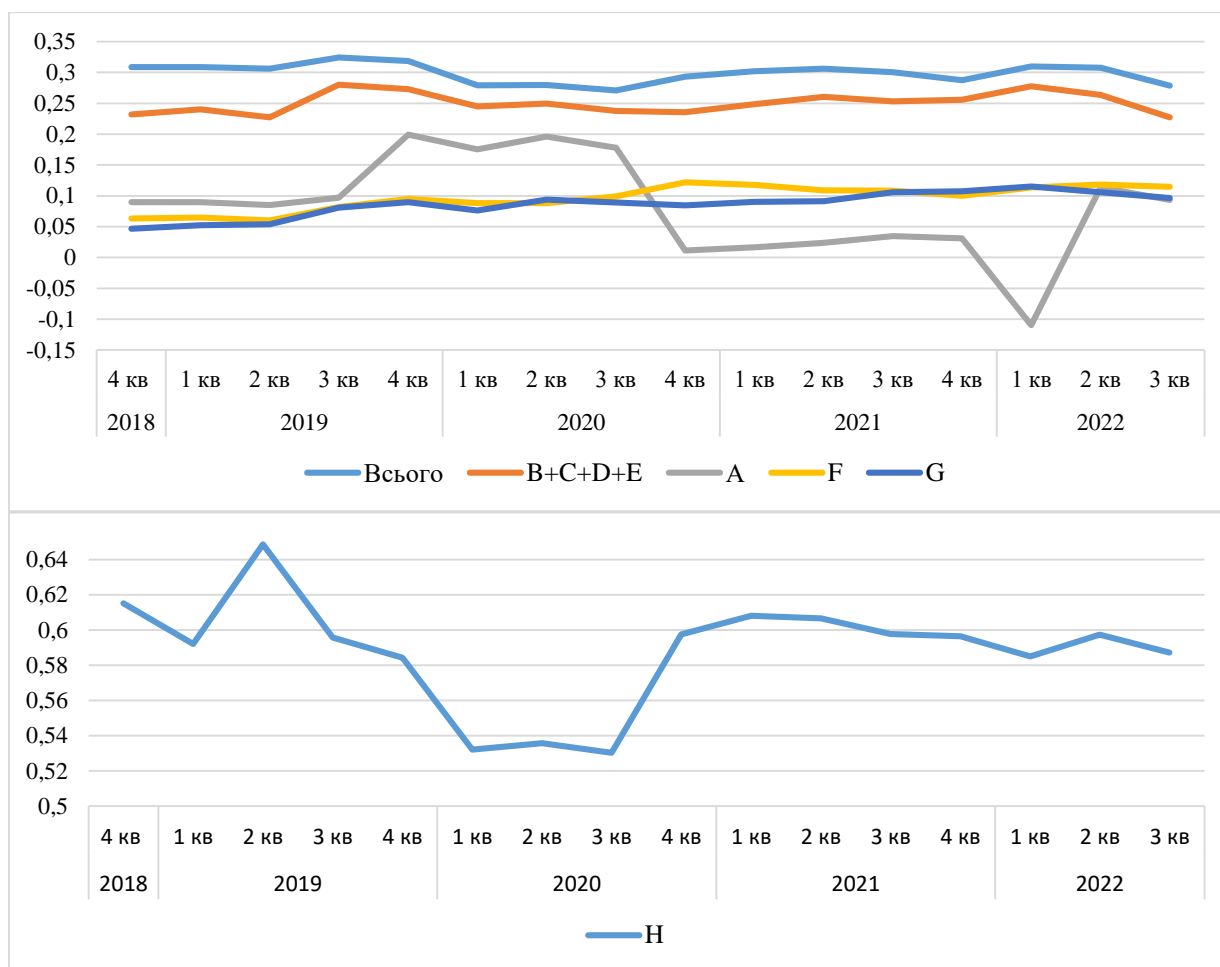


Рисунок 2.22 – Коефіцієнт фінансової незалежності за ВЕД

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Частка власного капіталу в структурі всіх джерел фінансування в промисловості (В+С+D+E) коливалась впродовж аналізованого періоду між 0,227 та 0,28. Водночас два ВЕД суттєво вирізняються за значеннями даного показника, а саме – сільське, лісове та рибне господарство (А), яке на фоні інших ВЕД має неусталену динаміку і більш того є єдиним, який має в 1 кварталі 2022 р. від'ємне значення показника (-0,11), що означає, виходячи із структури фінансової звітності, що в цьому ВЕД в цей період непокриті збитки перебільшили розмір статутного, резервного та інших елементів власного капіталу НФК. Така тенденція формувалась впродовж тривалого періоду, починаючи із 4 кварталу 2020 р.. з-поміж проаналізованих ВЕД саме транспорт та складські приміщення (Н) демонструє максимальні значення коефіцієнта фінансової незалежності, який становить від 0,53 до 0,649. Таке значення

коефіцієнта фінансової незалежності цілком узгоджується із структурою активів за даним ВЕД, оскільки понад 70 % становлять непоточні активи. І навіть маючи таке високе значення коефіцієнта, тим не менш непоточні активи повністю не фінансуються за рахунок власного капіталу, а отже говорити про абсолютний тип фінансової стійкості неможна. З точки зору формування структури капіталу важливого значення набуває сформований коефіцієнт фінансового левериджу, який, враховуючи наявні статистичні дані по НФК можна розрахувати як співвідношення всіх зобов'язань (довгострокових та короткострокових) до власного капіталу (рис. 2.23).

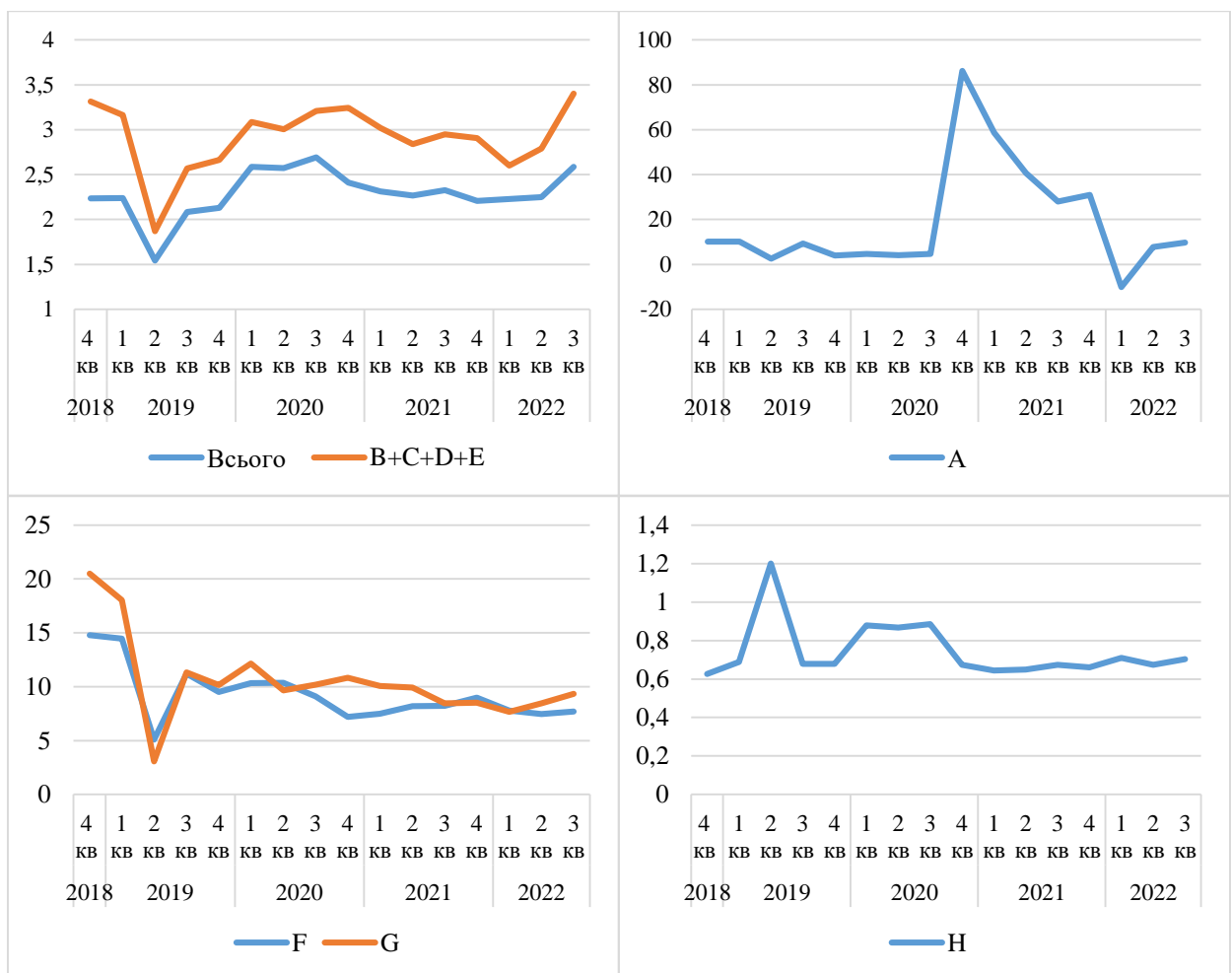


Рисунок 2.23 – Коефіцієнт фінансового левериджу НФК за ВЕД

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Як було зазначено в розділі 1, коефіцієнт фінансового левериджу відображає потенційний рівень фінансового ризику. Виходячи з цього, чим

більше значення коефіцієнта, тим потенційний ризик збільшується. По суті цей показник відображає скільки гривень зобов'язань сформовано НФК на 1 гривню власного капіталу. Проведені розрахунки засвідчили, що кожен розглянутий ВЕД має певні особливості у формуванні фінансового ризику і їх значення не корелюють між собою. Це обумовлено значним колом чинників, серед яких вагомими є особливості здійснення виробничого процесу та, відповідно формування грошових потоків, більша чи менша залученість до здійснення зовнішньоекономічних операцій, переважання в структурі залучених кредитів, в залежності від валюти кредиту – в національній чи в іноземній, а отже і вплив валютного курсу, тощо. З-поміж аналізованих ВЕД максимальний рівень фінансового ризику притаманний НФК сільськогосподарського та лісового та рибного господарства (А), особливо критичним є 1 квартал 2022 року, коли коефіцієнт має від'ємне значення. Критична ситуація спостерігається, починаючи з 3 кварталу 2020 року, коли відбулось суттєве зростання значення показника, що пов'язано із зростанням обсягів непокритих збитків у підприємств, наслідком чого стало зменшення власного капіталу. Найнижчий рівень фінансового левериджу демонструє діяльність НФК в сфері транспорту, складського господарства (Н), тут значення левериджу є мінімальним і становить менше 1, за виключенням початку аналізованого періоду. Також незначний рівень левериджу сформований підприємствами промисловості (в межах від 1,871 до 3,4). Варто зазначити, що розрахований коефіцієнт парної кореляції між коефіцієнтами фінансового левериджу промисловості та загальноекономічним показником на рівні 0,842 засвідчує наявність високого рівня зв'язку, тобто ризику, які формуються в структурі капіталу промисловими НФК визначають в значній мірі ризику на загальноекономічному рівні. Значні за обсягом також є ризику, пов'язані зі структурою капіталу у будівництві (F) та оптовій та роздрібній торгівлі (G), попри їх суттєве скорочення в 2019 р. в 4 рази, рівень ризику залишається достатньо високий. Розраховані коефіцієнти парної кореляції засвідчують відсутність впливу на загальноекономічний показник. Зазначений показник

характеризує стан структури капіталу НФК з позиції ризиковості та не може розглядатись, як основний. Не менш важливого значення набувають показники ефективності використання сформованого капіталу підприємствами. Наразі, враховуючи набір статистичних даних, який надає Державна служба статистики України, можна розрахувати вкрай обмежений перелік показників, зокрема рентабельність активів (ROA) та рентабельність власного капіталу (ROE).

Щодо рентабельності активів, то варто відзначити, що поведінка показника є нестабільною, як в цілому на загальноекономічному рівні, так і на рівні окремих ВЕД (рис. 2.24). Зазначимо, що відсутність на рисунку значень показника в окремі періоди означає, що в ці періоди було отримано збиткові результати діяльності.

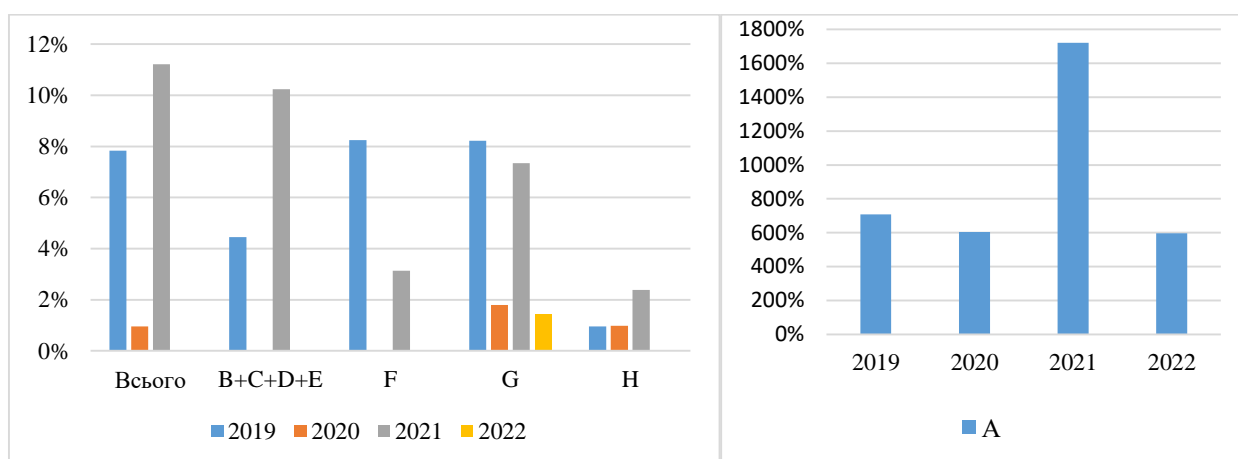


Рисунок 2.24 – Рентабельність активів НФК за ВЕД

Джерело: складено автором за даними Держстату України

В цілому варто відзначити зростання рівня рентабельності активів в 2019 та 2021 р.. Певною мірою на зростання цих показників вплинула зміна валютного курсу гривні до долара, який зростав саме в ці періоди, що сприяло і зростанню чистого прибутку підприємств внаслідок виникнення курсових різниць. Досить складним був 2020 р., оскільки як в промисловості, так і в будівництві були сформовані досить суттєві збитки. Але найбільш збитковим

став 2022 р., коли переважна більшість ВЕД і в цілому загальноекономічний показник демонстрували збитковість. Так рівень збитковості активів в цілому в Україні в 2022 р. становив 3 %, будівництво – 10 %, промисловість – 6 %, при цьому практично на рівень беззбитковості вийшла оптова та роздрібна торгівля. Окремо варто відзначити сільське, лісове та рибне господарства, саме цей ВЕД продемонстрував надвисокі показники рентабельності, що в тому числі обумовлено його експортною орієнтованістю.

Певна схожість в тенденціях закладених і в показнику рентабельності власного капіталу, який характеризує ефективність вкладеного капіталу власниками НФК (рис. 2.25). Також, як і в попередньому випадку в 2022 р. власники мали збитково вкладений капітал, що також є характерним і для 2020 року, але за різних чинників, що обумовили цей результат.

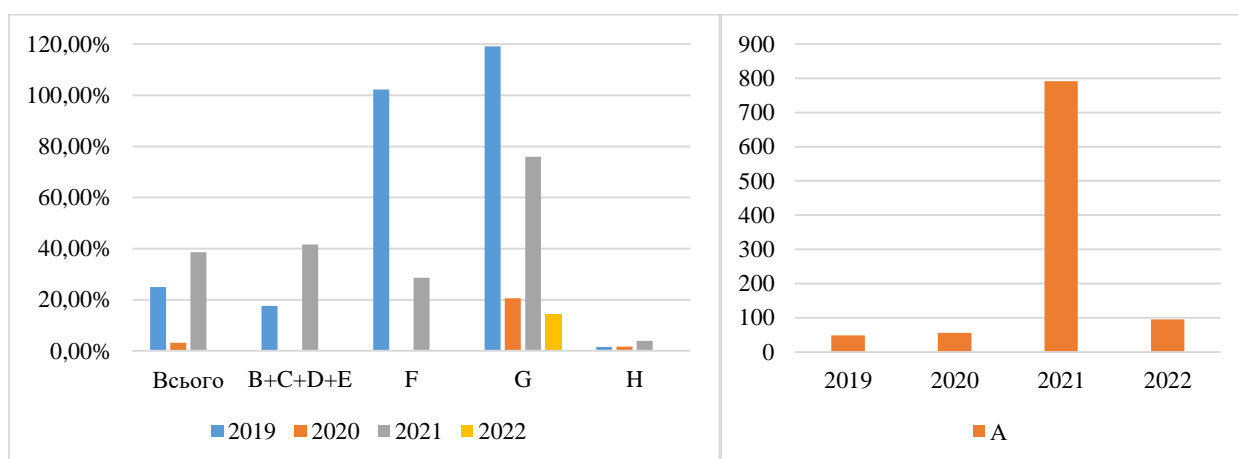


Рисунок 2.25 - Рентабельність власного капіталу НФК за ВЕД

Джерело: складено автором за даними Держстату України

Так 2022 р. мав основний чинник у вигляді війни, який особливо в кінці першого та в другому кварталі суттєво знизив ділову активність підприємств, що також підтверджено і в результатах опитування, що проводиться НБУ, щодо очікувань ділової активності, адже лише в другій половині 2022 р. почали проявлятися позитивні настрої в очікуваннях підприємств. До кінця 2022 р. та на початку 2023 підприємства змушені були адаптуватись та

переналаштовуватись на здійснення економічної діяльності в умовах війни, енергетичних проблем, тощо. Виключення складає сільське, лісове та рибне господарство, яке впродовж всього періоду характеризується рентабельністю власного капіталу з досить вагомими, порівняно з іншими ВЕД показниками, при цьому значення отриманих показників є дуже високими, нетиповими – найнижче значення – 47,9 % та найвище – 791,8 %.

На фоні таких показників, які характеризують ефективність використання сформованого капіталу НФК показники рентабельності усієї діяльності та операційної діяльності мають іншу динаміку (рис. 2.26). Розглядаючи показник рентабельності усієї діяльності варто відзначити, що в цілому на загальноекономічному рівні кожен рік завершувався рентабельно, лише 1 квартал 2020 та 1 квартал 2022 рр. продемонстрували збитковість. Порівняно з вище розглянутими показниками збитковість в першу чергу демонстрували НФК сільського, лісового та рибного господарства (А), які з-поміж розглянутих ВЕД продемонстрували найвищу збитковість, зокрема 1-3 квартал 2022 р., але при цьому в 4 кварталі отримали найвищий показник рентабельності в 20,3 % В 2022 р. за річним підсумком прибутковими стали діяльність в оптовій та роздрібній торгівлі (G) – 16,6 та промисловості (B+C+D+E) – 1,4 %. Варто також відзначити загальну тенденцію, яка об'єднує всі розглянуті показники рентабельності, а саме періоди 2020 та 2022 рр., які демонструють показники збитковості або ж за окремими ВЕД мінімальні показники рентабельності. Найбільш важливим з точки зору формування та оптимізації структури капіталу НФК є показник рентабельності операційної діяльності, оскільки його варто розглядати як мінімально допустимий рівень вартості позикового капіталу, адже в прибутку від операційної діяльності закладені фінансові витрати, які включають в себе в першу чергу витрати на обслуговування позикового капіталу. Якщо порівняти показники рентабельності операційної діяльності в розрізі ВЕД та показники процентних ставок, як за новими так і за непогашеними кредитами, які були проаналізовані

в п. 2.2, то очевидним є перевищення вартості кредитів над рентабельністю операційної діяльності НФК.

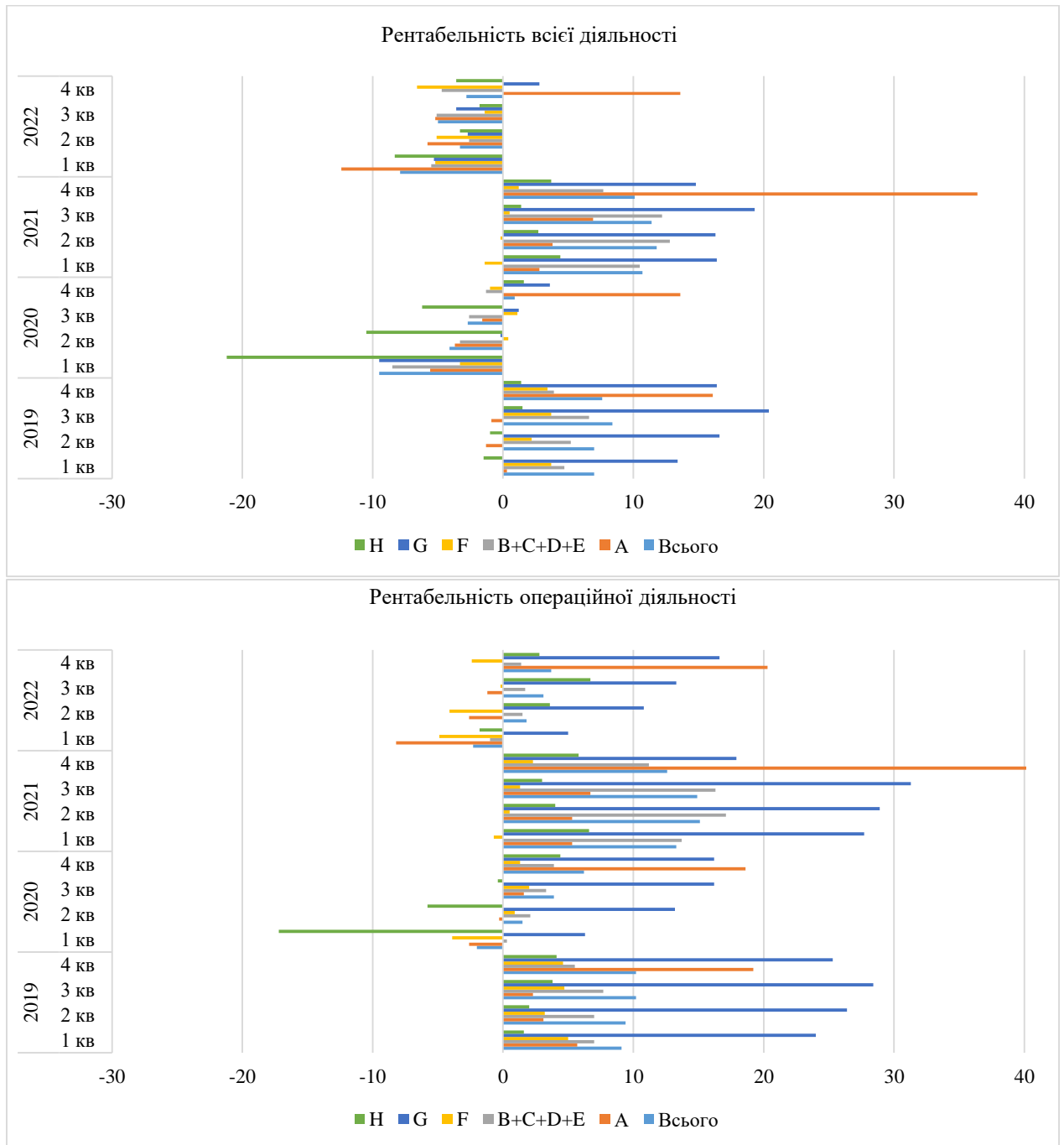


Рисунок 2.26 – Показники рентабельності НФК за ВЕД

Джерело: складено автором за даними Держстату України

За виключенням оптової та роздрібної торгівлі, яка демонструє максимально високі показники рентабельності операційної діяльності, і саме

цей ВЕД максимально використовує банківське кредитування, займаючи домінуючу частку в коротко та середньострокових кредитах. Це є однією із вагомих причин, чому сформована незначна частка в структурі капіталу НФК банківських кредитів. Їх вартість для підприємств є суттєвою і їх використання призводить до формування збиткової діяльності.

Таким чином, проведений аналіз структури капіталу підприємств, враховуючи наявну статистичну інформацію можна зробити висновок, що НФК в основному не налаштовані на залучення позикового капіталу в силу ряду об'єктивних причин, а саме, низького рівня операційної рентабельності своєї діяльності, що не дозволяє залучати банківські кредити, вартість яких перевищує рівень рентабельності, а отже сформовані фінансові витрати перевищують сформований прибуток від операційної діяльності; низького рівня кредитоспроможності в силу низьких показників рентабельності діяльності та окупності вкладеного капіталу, відсутності формальних підстав для виходу на фондовий ринок з метою здійснення первинного публічного розміщення акцій; застарілих виробничих потужностей, оскільки рівень капітальних інвестицій є досить низьким, оскільки їх основними джерелами є власні фінансові ресурси підприємств, які є вкрай обмеженими.

В силу ряду зовнішніх обмежень, що створені кредитним та фондовим ринком, пошук та формування оптимальної структури капіталу для НФК стає все більш складним. Найбільш вагомим негативним чинником, що впливає на формування умов залучення капіталу із зовнішніх джерел (кредити банків, емісія цінних паперів на фондовому ринку) є війна, а отже неможливість здійснювати прогнозування фінансових витрат та результатів діяльності НФК на термін до 1 року та більше 1 року.

Висновки до розділу 2

Формування капіталу НФК відбувається під впливом стану кредитного та фондового ринку України, які мають суттєвий вплив, оскільки їх кон'юнктура формує ціни на позиковий капітал, а також можливі обсяги цього капіталу для потреб конкретного корпоративного підприємства. З точки зору світових фондових ринків розмір вітчизняного фондового ринку є незначним, він не входить до переліку країн, фондові ринки яких є мінімально значимі. В 2022 р. за даними індексу Financial Times Stock Exchange (FTSE) та S&P Dow Jones Indices український ринок не віднесено до жодної з груп за якими класифіковано фондові ринки. Індекс Morgan Stanley Capital International World (MSCI) відносить Україну до групи країн, що мають автономні індекси фондових ринків.

На стан фондового ринку України суттєвий вплив мали реформаційні кроки щодо очищення фінансової системи, здійснені НБУ та НКЦПФР. Крім того показники 2022 року суттєво відрізняються від попередніх періодів під впливом війни. З початку війни, фондовий ринок не працював, за виключенням здійснення операцій з державними облігаціями, операції з корпоративними цінними паперами з березня по липень включно не проводились, а певне відновлення відбулось лише у вересні. Фондовий ринок в Україні є ринком державних облігацій: з 2015 по 2022 р. їх частка в структурі торгів зросла з 90 % до 98 % та витісняє найбільш значимі цінні папери для розвитку підприємств не лише реального, а і фінансового сектору економіки.

В Україні торги повноцінно відбуваються на трьох фондових біржах – АТ «Фондова біржа ПФТС», АТ «Українська біржа» та ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива». Остання здійснює виключне обслуговування операцій з облігаціями внутрішньої державної позики. Певна частка операцій з корпоративними цінними паперами здійснюється на фондовій біржі ПФТС. Максимально диверсифікованими є операції, що здійснюються на Українській фондовій біржі.

Аналіз операцій, які відбуваються на фондовому ринку засвідчує, що він повноцінно не виконує своїх функцій і не є джерелом формування капіталу для НФК. Значна частина акціонерних товариств, після внесення змін до законодавства та зміни підходів до визначення статусу публічності, змінили свою організаційно-правову форму на приватну, або на товариства з обмеженою відповідальністю та інші, тим самим підтвердивши відсутність потреби в здійсненні операцій IPO.

Україна має банкоцентричну фінансову систему, тому для ефективного економічного розвитку на макrorівні важливого значення набуває рівень кредитної глибини. Аналіз рівня кредитної глибини засвідчив, що на відміну від країн ЄС ситуація в Україні є найбільш негативною: починаючи з 2014 р. рівень кредитної глибини суттєво скорочується з 60 % до 18 %, що свідчить про стискання не лише банківського сектору. Динаміка показника кредитної глибини для України є низхідною і ця тенденція зберігається. Якість кредитних ресурсів в Україні, порівняно з іншими країнами ЄС значно нижча.

Стан кредитування НФК в довоєнному періоді мав позитивну динаміку щодо надання нових кредитів НФК, їх розмір поступово зростав, що свідчило і про адаптацію бізнесу до впливу пандемії Covid-19. Домінуюча частка кредитів припадає на строк до 1 року, яка коливається в межах від 72,3 % до 88,5 %. По суті НФК використовують кредити лише під фінансування своєї поточної діяльності, що суттєво звужує їх можливості створення нових виробничих потужностей, чи модернізації існуючих.

Структура наданих кредитів НФК за ВЕД демонструє суттєву розбалансованість між структурою кредитних ресурсів та структурою ВВП України. В структурі ВВП найбільшу питому вагу займає промисловість (від 15,7 до 23 %), сільське господарство (від 11,5 до 17,9 %), оптова та роздрібна торгівля (від 11,8 до 14,6 %). Структура ж залишків кредитів, що обслуговують НФК є більш наближеною до структури ВВП України.

Аналіз динаміки процентної ставки за кредитами засвідчив, що з 2019 р. по січень 2022 р. відбувалось їх поступове зниження внаслідок реалізації

політики очищення банківського сектору, проведеної НБУ. Те, що процентна ставка знижувалась впродовж лютого, березня та квітня, коли вже відбувалась війна є характерним для непогашених кредитів, оскільки впродовж цього періоду нових кредитів майже не видавалось. Динаміку процентних ставок визначає два чинники: процентні ставки за кредитами для інших НФК, і процентні ставки по кредитах термінами до 1 року та термінами від 1 до 5 років.

По кредитах НФК переважають гривневі кредити, їх частка за період 2019 – 2022 рр. поступово зростає з 49 %, до майже 70 %. Використання кредитів в національній валюті, та їх поступове зростання в структурі свідчить про більш вигідні умови їх використання для підприємств, а також зменшення ризиків, пов'язаних з коливанням курсів іноземної валюти.

Важливість розуміння стану формування структури капіталу НФК на макроекономічному рівні обумовлена тим, що пруденційний нагляд, а також аналіз стабільності фінансової системи зосереджується на ризиках банків та інших фінансових посередників. Ігнорування структури капіталу НФК призводить до викривлення в політиці пруденційного нагляду і до формування більш ризикованої структури банківських кредитів. На макроекономічному рівні важливим є акумулювання статистичних даних щодо структури капіталу НФК, та проведення розрахунків фінансового та кредитного плеча, а також забезпечення транспарентності фінансової звітності НФК, яка в Україні знаходиться на низькому рівні.

Рівень узгодженості між структурою активів та структурою капіталу є кардинально різним в залежності від ВЕД. Стан фінансування активів НФК в цілому в економіці України є збалансованим, оскільки структура активів може бути визначена як достатньо мобільна, а структура капіталу засвідчує переважання поточних зобов'язань: питома вага поточних активів в структурі активів становила від 50,7 % до 57,1 %, а питома вага поточних зобов'язань – від 50,0 % до 56,9 %. При цьому структура капіталу за базовими виробничими

ВЕД (сільське, лісове та рибне господарство і промисловість) є неузгодженою зі структурою активів, в першу чергу за термінами.

Кожен ВЕД має певні особливості у формуванні фінансового ризику, це обумовлено значним колом чинників, серед яких вагомими є особливості здійснення виробничого процесу, особливості формування грошових потоків, здійснення зовнішньоекономічних операцій, структури залучених кредитів, в розрізі валюти. З-поміж аналізованих ВЕД максимальний рівень фінансового ризику притаманний НФК сільського, лісового та рибного господарства. Найнижчий рівень фінансового левериджу демонструє діяльність НФК в сфері транспорту, складського господарства – значення левериджу є мінімальним і становить менше 1, незначний рівень левериджу сформований підприємствами промисловості (в межах від 1,871 до 3,4).

НФК в основному не налаштовані на залучення позикового капіталу враховуючи низький рівень операційної рентабельності діяльності, що не дозволяє залучати банківські кредити, вартість яких перевищує рівень рентабельності; низький рівень кредитоспроможності в силу низьких показників рентабельності діяльності та окупності вкладеного капіталу, відсутності формальних підстав для виходу на фондовий ринок з метою проведення IPO.

Основні положення цього розділу дисертації автором опубліковано в роботах [82, 109, 169, 210, 223].

РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ НАУКОВО-МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ЩОДО ОЦІНЮВАННЯ СТАНУ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

3.1 Транспарентність фінансової діяльності як чинник залучення капіталу корпоративних підприємств

Одним із значимих чинників, який не знайшов належного опрацювання в дослідженнях щодо оптимізації структури капіталу є транспарентність фінансової діяльності корпоративних підприємств. Водночас це один із ключових моментів, що може створювати суттєві розриви в асиметрії інформації, і значною мірою впливати на можливості НФК залучати новий капітал, в першу чергу шляхом емісії власних цінних паперів. Саме транспарентність НФК може стати визначальним чинником при прийнятті інвестором рішення щодо розміщення свого капіталу, як то в пайові, так і в боргові цінні папери. Крім того, це є додатковим позитивним чинником, що впливає на прийняття рішення банком чи небанківською фінансовою установою щодо виділення кредитів підприємству. Як зазначено в Принципах корпоративного управління країн ОЕСР «суворе дотримання режиму розкриття інформації, який сприяє реальній транспарентності є основою ринково-орієнтованого моніторингу компанії і відіграє ключову роль в здатності акціонерів використовувати свої права власників з врахуванням повної їх поінформованості. Суворе дотримання режиму розкриття інформації може допомогти залученню капіталу та збереженню довіри до ринків капіталу» [29]. При цьому також зазначається, що низький рівень транспарентності, неточність інформації може мати негативні наслідки не лише для фінансової стабільності діяльності компанії на мікрорівні, але і впливати на макроекономічні показники, що може проявлятися у зростанні вартості

капіталу, неефективному його використанні, зниженню довіри до ринку капіталів та сприяти формуванню кризових явищ на них.

Варто зазначити що на законодавчому рівні передбачені певні вимоги щодо оприлюднення фінансової звітності, зокрема Законом України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність» [178]. Він містить статтю 14 подання та оприлюднення фінансової звітності у відповідності до якої передбачено вимоги щодо оприлюднення річної фінансової звітності для підприємств різних категорій, а саме для: «підприємств, що становлять суспільний інтерес (крім великих підприємств, які не є емітентами цінних паперів), публічних акціонерних товариств, суб'єктів природних монополій на загальнодержавному ринку та суб'єктів господарювання, які здійснюють діяльність у видобувних галузях» річна фінансова звітність має бути оприлюднена в повному обсязі в термін до 30 квітня року, що настає за звітним періодом. При цьому такі підприємства зобов'язані оприлюднювати річну фінансову звітність та річну консолідовану фінансову звітність разом з відповідними аудиторськими звітами, звітом про управління, консолідованим звітом про управління, звітом про платежі на користь держави, консолідованим звітом про платежі на користь держави на своїй веб-сторінці або своєму веб-сайті (у повному обсязі) [178].

Така ж вимога, але із зміщеним терміном до 1 червня діє до великих підприємств, малих підприємств, що є суб'єктами господарювання державного сектору економіки (має бути оприлюднена річна фінансова звітність та аудиторський звіт, якщо він передбачений вимогами законодавства для відповідного підприємства), а також ряду інших груп підприємств. Щодо прозорості фінансової діяльності банківських та небанківських фінансових установ, то вона регламентується іншими нормативними документами та її дотримання контролюється фінансовими регуляторами – НБУ та НКЦПФР.

Варто відзначити, що максимально дотримуються прозорості своєї діяльності в Україні банківські установи, оскільки ці вимоги жорстко

регламентовані не лише на національному, а в першу чергу на світовому рівні. Зокрема Базельським комітетом з банківського нагляду визначається, що прозорість – це «публічне розголошення повної та своєчасної інформації, що надає можливість користувачам цієї інформації здійснювати точну оцінку фінансового стану та діяльності банку, наявних ризиків та реалізації ризик-менеджменту» [23].

Стосовно НФК, то тут варто відзначити, що вперше в Україні були розроблені та запроваджені принципи корпоративного управління ще у 2003 р., які містили розділ 4 «Розкриття інформації та прозорість», і в т.ч. стосувались умов розкриття і фінансової інформації, в частині оприлюднення фінансових звітів та результатів аудиторської перевірки в засобах масової інформації (друковані видання) та з використанням мережі Інтернет [183]. В 2014 р. НКЦПФР було оновлено Принципи корпоративного управління, які є чинними і на сьогодні [184], але вони станом на сьогодні не мають повної змістовної кореляції з Принципами корпоративного управління країн ОЕСР, які були схвалені р. пізніше [29]. Приведення вітчизняної нормативної бази у відповідність до Європейських та міжнародних вимог стає особливо актуальним в умовах прийняття рішення щодо членства України в Європейському Союзі. Так чинні вітчизняні принципи передбачають 6 позицій, які змістовно включають: 1) мета товариства, 2) права акціонерів, 3) наглядова рада і виконавчий орган, 4) розкриття інформації та прозорість, 5) контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства, 6) заінтересовані особи. Натомість сучасні Принципи корпоративного управління країн ОЕСР передбачають також 6 розділів, але які змістовно суттєво розширені, та включають наступні позиції: I) Забезпечення основи ефективної системи корпоративного управління; II) Права та справедливе ставлення до акціонерів і ключових функцій власності; III) Інституційні інвестори, фондові ринки та інші посередники; IV) Роль зацікавлених сторін; V) Розкриття та прозорість; та VI) Обов'язки правління [29]. Зокрема порівняно з вітчизняними чинними принципами розділ «Розкриття та

прозорість» є значно ширшим, включає вимоги до розкриття не лише фінансової, але і нефінансової звітності.

Варто зазначити, що в 2020 р. НКЦПФР прийнято рішення «Щодо узагальнення практики застосування законодавства з питань корпоративного управління» [225], яким затверджено «Кодекс корпоративного управління: Ключові вимоги і рекомендації» [137]. Зазначений документ має змістовну відповідність Принципам корпоративного управління країн ОЕСР [29], а також цілому ряду інших міжнародних документів, в т.ч. і рекомендацій Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), зокрема розділ 5 «Розкриття інформації і прозорість». Він зокрема передбачає такі підрозділи як:

- «Комунікація з акціонерами», в межах якого сформовані вимоги щодо розкриття всієї суттєвої інформації, з точки зору ухвалення інвестиційних рішень, а також містить рекомендацію щодо затвердження політики щодо розкриття інформації та визначення шляхів підтримки комунікацій не лише з акціонерами, а і з ринками.

- «Фінансова звітність», в якому зазначається, що фінансова звітність компанії «є ключовим елементом корпоративної комунікації». Він містить вимоги щодо складання фінансової звітності та її змісту. Зокрема рекомендується підприємствам, що представляють суспільний інтерес складати та оприлюднювати фінансову звітність згідно міжнародних стандартів фінансової звітності, а для інших достатньо звітності, що складена на основі національних стандартів бухгалтерського обліку.

- «Нефінансова звітність», який має містити звітність з питань управління, а також екологічну та соціальну звітність.

- «Незалежний зовнішній аудит», який в обов'язковому порядку передбачений для підприємств, що представляють суспільний інтерес. Для інших підприємств він є необов'язковим, але наявність об'єктивного незалежного аудиторського висновку може потенційно знижувати вартість

позикового капіталу для такого підприємства та підвищувати рівень його кредитоспроможності.

– «Дивіденди та дивідендна політика», яка має бути зрозумілою не лише акціонерам, а і ринкам. Попри те, що цей розділ не є обов'язковим, з точки зору формування структури капіталу він має виключно важливе значення. Саме в дивідендній політиці можуть закладатись стратегічні таргети, зокрема вимоги до платоспроможності, вимоги щодо розподілу прибутку з урахуванням операційних та інвестиційних потреб підприємства, а також встановлюватись параметри кредитних ковенант.

– «Веб-сайт Компанії» який передбачає, що підприємство повинно мати власний веб-сайт та надавати на ньому структуровану та легко доступну інформацію для акціонерів, інших стейкголдерів та ринків.

Враховуючи тему дослідження важливими є вимоги, які висуваються до фінансової звітності. Зокрема підрозділ містить рекомендації підприємствам щодо використання кращих практик при формуванні своєї річної звітності, а саме: представлення загальної інформації про компанію; лист звернення від Голови наглядової ради до акціонерів; лист акціонерам від головного виконавчого директора / Голови правління, тощо; Звіт виконавчого органу підприємства (згідно його бізнес-структури) щодо розгляду та аналізу фінансового стану підприємства та результатів його діяльності; основні показники операційної та фінансової діяльності з відповідним зрозумілим текстовим описом, який доречно супроводжувати графіками і фото; всі форми фінансової звітності згідно міжнародних стандартів фінансової звітності та/або національних стандартів бухгалтерського обліку, а також додатки і облікову політику; звіт та висновок незалежного аудиту.

Всі зазначені рекомендації в першу чергу стосуються підприємств, що представляють суспільний інтерес. Відповідно до Закону України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність» до таких підприємств належать «підприємства - емітенти цінних паперів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку капіталу або щодо цінних паперів яких здійснено

публічну пропозицію, банки, страховики, недержавні пенсійні фонди, інші фінансові установи (крім інших фінансових установ та недержавних пенсійних фондів, що належать до мікропідприємств та малих підприємств) та підприємства, які відповідно до цього Закону належать до великих підприємств. [178]» В другому розділі роботи було досліджено стан емісії вітчизняними підприємствами цінних паперів та зазначено, що їх кількість є невиправдано низькою. При цьому можна відзначити, що і кількість вітчизняних підприємств, які виходять з емісією на міжнародні фондові біржі є вкрай обмеженою.

За даними Світової Федерації Фондових бірж (World Federation of Exchanges) [87] станом на 2022 р. відстежує та формує статистичну інформацію по 84 світових фондових біржах (для порівняння в 2020 р. – 88 бірж), серед яких 12 бірж регіону Америки (16 в 2020 р.), 23 (22 – в 2020 р.) біржі в Азії та Тихоокеанському регіоні та 49 (50 – в 2020 р.) бірж в регіоні Європа – Близький Схід – Африка. Сумарно обсяг ринкової капіталізації фондових бірж в 2022 р. становить 101176601,5 млн дол, що порівняно з 2020 р. зменшилась на 9,2 %. При цьому в переліку Світової Федерації представлена Україна, але дані по вітчизняним фондовим біржам відсутні. Водночас, навіть, якщо б фондові біржі України було відображено в переліку, їх розмір ринкової капіталізації є вкрай низьким, і порівняно з біржами, що є в незначимим. Так на рисунку 3.1 представлені результати розрахунків частки основних світових фондових бірж у сумарній ринковій капіталізації. Варто зазначити, що структура ринкової капіталізації в розрізі бірж та регіонів є нестабільною та щорічно змінюється. Найбільшою за обсягами ринкової капіталізації є Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), яка впродовж 2019 – 2022 років утримувала лідерські позиції, її частка в 2022 р. становила 23,8 %. На другій позиції - біржа Насдак (Nasdaq), її частка в 2022 р. становила 16,1 %, але значення коливалось від 14 % в 2019 до 20,3 % у 2021 р.. Стосовно останньої необхідно відзначити, що порівняно з 2019 р. обсяг ринкової капіталізації зріс на 46,6 %, але в 2022 р. порівняно з 2021 р. ринкова капіталізація була втрачена на 33,9 %. У всіх

регіонах переважна більшість компаній, які є в лістингу фондових бірж є національними компаніями: регіон Америки – 82 %, Азія та Тихоокеанський регіон – 98 %, Європа – Близький Схід – Африка – 82 %.

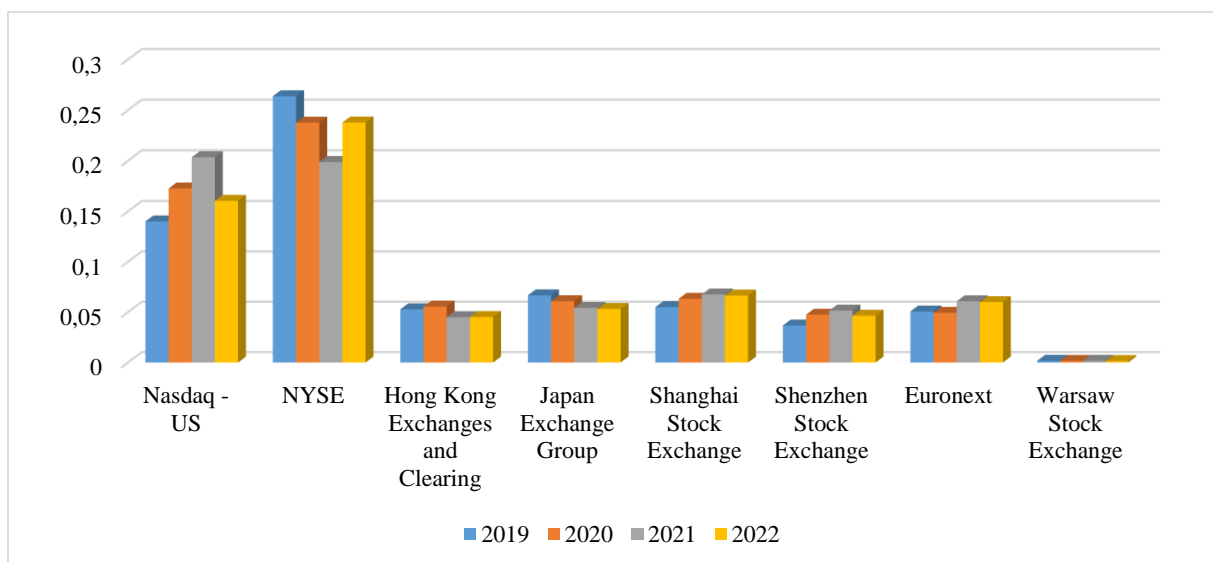


Рисунок 3.1 – Частка основних світових фондових бірж у ринковій капіталізації

Джерело: складено автором за даними Світової Федерації фондових бірж

Варто також відзначити, що в цілому на американський регіон припадає 44 % світової ринкової капіталізації, що порівняно з 2020 р. на майже 6 % менше. Частка азіатського регіону в сукупній ринковій капіталізації становить 32,2 % і за аналізований період майже не змінилась. Серед бірж цього регіону, які входять до переліку найбільших світових бірж станом на 2020 р. варто виокремити Гонконгську біржу (Hong Kong Exchanges and Clearing) частка якої становить більше 4,5 %, а також Японська група фондових бірж (Japan Exchange Group) – 5,3 % (2022 р.). Крім того серед бірж цього регіону варто виділити Шанхайську фондову біржу (Shanghai Stock Exchange) – частка якої поступово зростає та станом на 2022 р. становить 6,7 %.

Стосовно регіону Європа – Близький Схід – Африка, то його частка порівняно з двома іншими регіонами становить 23,6 %. Серед найбільших

бірж регіону варто виокремити Євронекст (Euronext) – її частка збільшилась з 5 % до 6%. В цьому регіоні також можна ще виокремити групу LSE, яка включає Лондонську фондову біржу (London Stock Exchange) та Італійську Борсу (Borsa Italiana), але їх частка становить 3,1 % в 2022 р. та демонструє поступове скорочення обсягу ринкової капіталізації. Серед фондових бірж цього регіону варто також виокремити Варшавську фондову біржу, її частка в сумарній світовій ринковій капіталізації становить в 2022 р. 0,15 %, і за 2022 р., порівняно з 2021 р. втрати ринкової капіталізації становили більше 25 %. Саме цю фондову біржу українські компанії досить часто, порівняно з іншими використовують для проведення операцій із розміщення цінних паперів.

Стосовно вимог щодо транспарентності, то вони також включені до мінімальних вимог (Додаток Г), що визначаються чинними нормативними документами, зокрема рішенням НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» [182]. Після проходження процедури лістингу цінні папери допускаються до біржового реєстру, порядок якого визначається положенням про функціонування фондових бірж [182]. Проаналізувавши Правила Акціонерного товариства «Фондова біржа «ПФТС» [175] щодо встановлених вимог допуску цінних паперів емітентів до біржового реєстру варто відзначити, що вони повністю відповідають встановленим мінімальним вимогам, тобто фондова біржа «ПФТС» не встановлює додаткових або завищених вимог до цінних паперів, які включаються до її біржового реєстру.

Враховуючи важливість транспарентності фінансової діяльності для формування оптимальної структури капіталу було проаналізовано стан транспарентності корпоративних підприємств України. Для формування вибірки взято перелік корпоративних підприємств із списку Топ-100 українських підприємств за величиною доходу. Із зазначеного переліку обрано 46 корпоративних підприємств з врахуванням таких умов: по-перше, вони належать до тих ВЕД, які забезпечують формування частки ВВП більше 2 %; по-друге частка цих ВЕД в структурі кредитів, наданих НФК мають частку

більше 2 %; по-третє, у відкритому доступі є фінансова звітність за період 2019 – 2022 рр., яку можна ідентифікувати на відповідність конкретному підприємству, враховуючи її розміщення на офіційному сайті підприємства, або ж представлення в проекті clarity-project [195] на сайті <https://clarity-project.info/about>. Зазначений проект є системою аналітики відкритих даних, що формується з відкритих джерел відповідно до Закону України «Про доступ до публічної інформації», яка представлена «у форматі, що дозволяє її автоматизоване оброблення електронними засобами, вільний та безоплатний доступ до неї, а також її подальше використання», а також, яка є «дозволеною для її подальшого вільного використання та поширення. Будь-яка особа може вільно копіювати, публікувати, поширювати, використовувати, у тому числі в комерційних цілях, у поєднанні з іншою інформацією або шляхом включення до складу власного продукту, публічну інформацію у формі відкритих даних з обов'язковим посиланням на джерело отримання такої інформації.» [180] Для нашого дослідження важливим чинником вибору цієї системи було використання джерела даних агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ), а також можливість ідентифікувати підприємство за кодом ЄДРПОУ.

Таким чином було сформовано перелік із 46 корпоративних підприємств, які представляли шість ВЕД: А – Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство; В+С+D+E – промисловість; F – будівництво; G – Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; H – Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність; J – Інформація та телекомунікації. Вихідні дані подані в додатку Д.

Оцінювання стану транспарентності фінансової діяльності корпоративних підприємств пропонується здійснювати шляхом розрахунку комплексного індексу транспарентності. Індекс транспарентності варто вимірювати за певним переліком якісних індикаторів та з їх певним групуванням у сектори (таблиця 3.1).

Таблиця 3.1 – Змістовне наповнення індексу прозорості фінансової діяльності НФК

Вимоги згідно Кодексу корпоративного управління, [137]	Ваги	Критерій прозорості	Умова оцінювання критерію	Значення
Загальна інформація про компанію	0,15	Наявність	Наявний сайт компанії та інформація про неї	1
			Сайт компанії не знайдено	0
		Доступність	Інформація є у вільному доступі	1
			Інформацію можна отримати за умови авторизації	0,5
			Інформацію можна отримати лише на умовах платності, або ж вона повністю відсутня	0
Звіт виконавчого органу щодо розгляду та аналізу фінансового стану компанії і результатів її діяльності	0,1	Наявність	Звіт наявний	1
			Звіт відсутній	0
Основні показники операційної і фінансової діяльності	0,25	Наявність	Інформація наявна	1
			Інформація відсутня	0
		Актуальність	Інформація за останній звітний період наявна	1
			Інформація за останній звітний період відсутня	0
		Регулярність	Інформація оновлюється регулярно у відповідності до законодавчих вимог, доступна за ряд попередніх періодів	1
			Інформація оновлюється нерегулярно, відсутня в окремих періодах	0,5
			Інформація не оновлюється	0
		Використованість	Інформація представлена в машиночитному форматі (<i>xlsx</i> (структуровані дані), <i>csv</i> , <i>xml</i> – для числової інформації; <i>doxs</i> , <i>pdf</i> (не сканований текст) – для текстової інформації)	1
			Наявну інформацію можна скопіювати або обробити (числова в форматі <i>doxs</i> , <i>pdf</i> , <i>html</i> , <i>xlsx</i> (неструктуровані дані))	0,5
Інформація представлена не машиночитному форматі (<i>jpg</i> , <i>jpeg</i> , <i>png</i> , <i>pdf</i> (сканований текст))	0			
Фінансові звіти	0,3	Наявність	Інформація наявна	1

Вимоги згідно Кодексу корпоративного управління, [137]	Ваги	Критерій транспарентності	Умова оцінювання критерію	Значення
			Інформація відсутня	0
		Актуальність	Інформація за останній звітний період наявна	1
			Інформація за останній звітний період відсутня	0
		Регулярність	Інформація оновлюється регулярно у відповідності до законодавчих вимог, доступна за ряд попередніх періодів	1
			Інформація оновлюється нерегулярно, відсутня в окремих періодах	0,5
			Інформація не оновлюється	0
		Використованість	Інформація представлена в машиночитному форматі (<i>xlsx</i> (структуровані дані), <i>csv</i> , <i>xml</i> – для числової інформації; <i>doxs</i> , <i>pdf</i> (не сканований текст) – для текстової інформації)	1
			Наявну інформацію можна скопіювати або обробити (числова в форматі <i>doxs</i> , <i>pdf</i> , <i>html</i> , <i>xlsx</i> (неструктуровані дані)	0,5
			Інформація представлена не машиночитному форматі (<i>jpg</i> , <i>jpeg</i> , <i>png</i> , <i>pdf</i> (сканований текст)	0
		Аудиторський звіт і висновок аудиторів	0,2	Наявність
Інформація відсутня	0			
Актуальність	Інформація за останній звітний період наявна			1
	Інформація за останній звітний період відсутня			0
Регулярність	Інформація оновлюється регулярно у відповідності до законодавчих вимог, доступна за ряд попередніх періодів			1
	Інформація оновлюється нерегулярно, відсутня в окремих періодах			0,5
		Інформація не оновлюється	0	

Джерело: складено автором

Перелік індикаторів визначено виходячи з вимог «Кодексу корпоративного управління: Ключові вимоги і рекомендації» [137], які зазначено вище. Враховуючи наявність інформації, виходячи із проведеного аналізу вебсайтів НФК, що увійшли у вибірку визначено такі групи індикаторів: загальна інформація про НФК, основні показники операційної і фінансової діяльності, фінансові звіти, аудиторський звіт і висновок аудитора. Враховуючи, що при аналізі веб-сайтів у жодної НФК не було виявлено лист акціонерам від голови наглядової ради, а також, що лист акціонерам від Головного виконавчого директора був наявний лише у звіті одного підприємства було прийнято рішення, щодо вилучення цих індикаторів із переліку тих, що оцінювались. Кожна група індикаторів оцінюється за певними критеріями, а саме: загальна інформація про компанію за критеріями наявність та доступність з визначеними балами для оцінювання; звіт виконавчого органу щодо розгляду та аналізу фінансового стану компанії і результатів її діяльності за критерієм його наявності; основні показники операційної та фінансової діяльності – за розширеним переліком критеріїв (наявність, актуальність, регулярність та використованість); фінансові звіти – оцінені за аналогічним переліком критеріїв; а аудиторський звіт та висновок аудиторів – за критеріями наявності, актуальності та регулярності. Критерії щодо наявності та актуальності наданої інформації мають оцінку 0 або 1. Критерії «Доступність», «Регулярність» та «Використованість» оцінені в 0 або 0,5 або 1 бал.

Для побудови субіндексів за окремими критеріями використовувався підхід з розрахунком середніх арифметичних оцінок. Розрахунок комплексного індексу прозорості здійснено за формулою:

$$FT = 0.15t_{ci} + 0.1t_{rfm} + 0.25t_{mfor} + 0.3t_{fs} + 0.2t_{ar} \quad (3.1)$$

FT – індекс прозорості фінансової діяльності НФК;

t_{ci} – субіндекс прозорості загальної інформації про НФК;

t_{rfm} – субіндекс за критерієм «звіт виконавчого органу»;

t_{mfor} – субіндекс прозорості основних показників операційної та фінансової діяльності;

t_{fs} – субіндекс прозорості фінансових звітів компанії;

t_{ar} – субіндекс прозорості аудиторського звіту.

Питома вага кожного субіндекса розраховувалась з врахуванням кількості критеріїв в його розрахунку, а також його вагомості з точки зору формування у зовнішніх стейкхолдерів системного уявлення про фінансовий стан компанії та впливу на прийняття рішення щодо формування структури капіталу підприємства. Отримані результати представлені в таблиці 3.2.

Таблиця 3.2 – Результати розрахунку індексу прозорості фінансової діяльності НФК та субіндексів

№ п/п	Назва	ВЕД	t_{ci}	t_{rfm}	t_{mfor}	t_{fs}	t_{ar}	FT
1	ТОВ "Кернел-трейд"	A	1	1	1	1	1	1
2	ТОВ "Вінницька птахофабрика"	A	0,5	0	0	0	0	0,075
3	ПрАТ «МХП»	A	1	1	1	1	1	1
4	ТОВ "Катеринопільський елеватор"	A	0,5	0	0	0	0	0,075
5	ТОВ "Нібулон"	A	1	0	0,625	0,375	0,5	0,51875
6	ПрАТ "Лебединський насінневий завод" LNZ Group	A	1	0	0,625	0,625	0	0,49375
7	ПрАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	B	0	0	0	0	0	0
8	ПрАТ "Шахтоуправління "Покровське"	B	0,5	0	0	0	0	0,075
9	ПрАТ "Нафтогазвидобування"	B	0,5	0	0,375	0,375	0,5	0,38125
10	ПрАТ "Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат"	B	0	0	0	0	0	0
11	АТ "НАК "Нафтогаз України"	B	1	0	1	0	0	0,4
12	ПАТ "Запоріжсталь"	C	0,5	0	0	0	0	0,075
13	ПАТ "АрселорМіттал Кривий Ріг"	C	0	0	0	0	0	0
14	ТОВ "Дніпросталь"	C	0,5	0	0,375	0,375	0	0,28125
15	ТОВ "Інтерпайп Ніко тьюб"	C	1	0	0	0,375	0,5	0,3625
16	ПрАТ "Запоріжжюкс"	C	1	0	0,25	0,375	0,5	0,425
17	ПАТ "Мотор Січ"	C	1	0	0	0,625	0,5	0,4375
18	ТОВ "Метінвест холдінг"	C	1	1	1	1	1	1
19	ДП "Кондитерська корпорація "Рошен"	C	1	0	0	0	0	0,15
20	ТОВ "Газопостачальна компанія "Нафтогаз трейдинг"	D	1	0	0	0,875	0	0,4125
21	ДП "НАЕК "Енергоатом"	D	1	0	0,75	0,75	0	0,5625
22	ПрАТ "НЕК "Укренерго"	D	1	0	0,875	0,625	0,5	0,65625

№ п/п	Назва	ВЕД	t_{ci}	t_{rfm}	t_{mfor}	t_{fs}	t_{ar}	FT
23	ПрАТ "Укргідроенерго"	D	1	0	0,375	0,375	0,5	0,45625
24	ПАТ "Центренерго"	D	0,5	0	0,375	0,625	0,5	0,45625
25	ТОВ "ДТЕК трейдинг"	D	0	0	0	0,5	0,5	0,25
26	ТОВ "Євроенерготрейд"	D	1	0	0	0	0	0,15
27	ТОВ "Альянс енерго трейд"	D	0	0	0	0	0	0
28	ТОВ «АТБ-Маркет»	G	1	0	0,375	0	0	0,24375
29	ТОВ "Сільпо-фуд"	G	1	1	0,75	0,875	1	0,9
30	ТОВ "Метро кеш енд кері Україна"	G	1	0	0	0,75	1	0,575
31	ТОВ "Фора"	G	1	0	0	0	0	0,15
32	ТОВ "Розетка. УА"	G	0,5	0	0	0,375	0,5	0,2875
33	ТОВ "ОККО-бізнес партнер"	G	0	0	0	0	0	0
34	ТОВ "Тедіс Україна"	G	1	0	0	0	0	0,15
35	ТОВ "ВОГ ресурс"	G	1	0	0	0	0	0,15
36	ТОВ "БадМ"	G	1	0	0	0	0	0,15
37	ТОВ "Оптіма-фарм"	G	1	0	0	0,625	0	0,3375
38	ТОВ "Вест петрол маркет"	G	0	0	0	0	0	0
39	ТОВ "Філіп Морріс селз енд дистриб'юшн"	G	1	0	0,75	0	0	0,3375
40	ПП "Укрпалетсистем"	G	1	0	0	0,375	0,5	0,3625
41	ТОВ "АДМ Юкрейн"	G	0	0	0	0	0	0
42	ДК "Укрспецекспорт"	G	1	0	0	0,75	1	0,575
43	ТОВ "Нова пошта"	H	1	0	0	0,375	0,5	0,3625
44	ПрАТ «Київстар»	J	1	1	0,75	1	1	0,9375
45	ТОВ "ЕПАМ системз"	J	1	0	0	0,75	1	0,575
46	ПрАТ "ВФ Україна"	J	1	1	0,75	1	1	0,9375

Джерело: складено автором

Стосовно результатів розрахунку субіндексів, то варто відзначити наступні моменти 8 із 46 НФК не мають офіційної вебсторінки, або ж їй неможливо було знайти за запитом юридичної назви підприємства, а отже і всі інші параметри також були оцінені в «0» як відсутні. Зокрема як приклад ТОВ «ОККО-бізнес партнер», так в інтернет просторі є сайт ОККО, але це інформація для споживачів палива, власне ні назви підприємства ні жодної інформації про його діяльність на цьому сайті не значиться. Лише 6 НФК представили звіт виконавчого органу щодо розгляду та аналізу фінансового стану та результатів діяльності підприємства. 18 із 46 НФК представляють на сайті основні результати своєї діяльності із них лише 4 НФК надають інформацію, що відповідає всім вимогам транспарентності, а саме наявності,

актуальності, регулярності та використованості. Майже половина з проаналізованих підприємств (20) не представляють у відкритому доступі фінансові звіти, при цьому лише 10 підприємств надають їх на регулярній основі, і лише 14 надають в машиночитному форматі, а інші як правило у сканованому вигляді, що не дозволяє швидко та якісно обробляти та аналізувати доступну інформацію. Щодо представленості аудиторських звітів та висновків, то 25 із 46 компаній (більше 50 %) не оприлюднюють відповідні документи.

Інтерпретація значення індексу транспарентності фінансової діяльності НФК подана в таблиці 3.3. за виключенням найнижчого та найвищих значень, крок в оцінюванні рівня транспарентності НФК становить 0,199.

Таблиця 3.3 – Інтерпретація значення індексу транспарентності фінансової діяльності НФК

Значення індексу	Рівень транспарентності
0,95-1	Абсолютна транспарентність
0,9-0,949	Високий рівень транспарентності
0,7-0,899	Транспарентність вище середнього
0,5-0,699	Середній рівень транспарентності
0,3-0,499	Транспарентність нижче середнього
0,1-0,299	Низький рівень транспарентності
0-0,099	Неприйнятний рівень транспарентності

Джерело: складено автором

В результаті проведених розрахунків побудовано рейтинг транспарентності фінансової діяльності НФК (таблиця 3.3). В результаті найвищий рівень транспарентності – абсолютну транспарентність продемонстрували три НФК, які мають значення індексу, що дорівнює 1, відповідно це потужні підприємства, що мають цінні папери, які знаходяться в обігу на світових фондових площадках. Це ТОВ «Кернел-трейд», ПрАТ «МХП» та ТОВ «Метінвест холдінг». Зазначимо, що в лістингу українських фондових бірж дані НФК не представлені.

Таблиця 3.4 – Результати рейтингу прозорості фінансової діяльності НФК

№	Назва	ВЕД	FT	Інтерпретація індексу
1.	ТОВ "Кернел-трейд"	A	1	Абсолютна прозорість
2.	ПрАТ «МХП»	A	1	
3.	ТОВ "Метінвест холдінг"	C	1	
4.	ПрАТ «Київстар»	J	0,9375	Високий рівень прозорості
5.	ПрАТ "ВФ Україна"	J	0,9375	
6.	ТОВ "Сільпо-фуд"	G	0,9	
7.	ПрАТ "НЕК "Укренерго"	D	0,65625	Середній рівень прозорості
8.	ТОВ "Метро кеш енд кері Україна"	G	0,575	
9.	ДК "Укрспецекспорт"	G	0,575	
10.	ТОВ "ЕПАМ системз"	J	0,575	
11.	ДП "НАЕК "Енергоатом"	D	0,5625	
12.	ТОВ "Нібулон"	A	0,51875	
13.	ПрАТ "Лебединський насіннєвий завод" LNZ Group	A	0,49375	Прозорість нижче середнього
14.	ПАТ "Центренерго"	D	0,45625	
15.	ПрАТ "Укргідроенерго"	D	0,45625	
16.	ПАТ "Мотор Січ"	C	0,4375	
17.	ПрАТ "Запоріжжюкс"	C	0,425	
18.	ТОВ "Газопостачальна компанія "Нафтогаз трейдинг"	D	0,4125	
19.	АТ "НАК "Нафтогаз України"	B	0,4	
20.	ПрАТ "Нафтогазвидобування"	B	0,38125	
21.	ТОВ "Інтерпайп Ніко тьюб"	C	0,3625	
22.	ПП "Укрпалетсистем"	G	0,3625	
23.	ТОВ "Нова пошта"	H	0,3625	
24.	ТОВ "Оптіма-фарм"	G	0,3375	
25.	ТОВ "Філіп Морріс селз енд дистриб'юшн"	G	0,3375	
26.	ТОВ "Розетка. УА"	G	0,2875	Низький рівень прозорості
27.	ТОВ "Дніпросталь"	C	0,28125	
28.	ТОВ "ДТЕК трейдинг"	D	0,25	
29.	ТОВ «АТБ-Маркет»	G	0,24375	
30.	ДП "Кондитерська корпорація "Рошен"	C	0,15	
31.	ТОВ "Євроенерготрейд"	D	0,15	
32.	ТОВ "Фора"	G	0,15	
33.	ТОВ "Тедіс Україна"	G	0,15	
34.	ТОВ "ВОГ ресурс"	G	0,15	
35.	ТОВ "БадМ"	G	0,15	
36.	ТОВ "Вінницька птахофабрика"	A	0,075	Неприйнятний рівень прозорості
37.	ТОВ "Катеринопільський елеватор"	A	0,075	
38.	ПрАТ "Шахтоуправління "Покровське"	B	0,075	
39.	ПАТ "Запоріжсталь"	C	0,075	
40.	ПрАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	B	0	

№	Назва	ВЕД	FT	Інтерпретація індексу
41.	ПрАТ "Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат"	B	0	
42.	ПАТ "АрселорМіттал Кривий Ріг"	C	0	
43.	ТОВ "Альянс енерго трейд"	D	0	
44.	ТОВ "ОККО-бізнес партнер"	G	0	
45.	ТОВ "Вест петрол маркет"	G	0	
46.	ТОВ "АДМ Юкрейн"	G	0	

Джерело: складено автором

Вебсайти даних НФК мають значний обсяг інформації, яка дозволяє зробити висновки щодо стану їх операційної та фінансової діяльності, зокрема вся фінансова звітність представлена англійською мовою та складена не лише за національними стандартами бухгалтерського обліку, але і за міжнародними стандартами фінансової звітності, відзначимо, що саме ці три НФК мають також листи звернення від виконавчого директора до акціонерів та інших стейкхолдерів; на сайті в реальному режимі часу відображається стан ринкової ціни акцій, крім того присутня інформація про дивідендну політику. Варто також підкреслити, що саме ці НФК та ще ряд інших з представленої вибірки оприлюднили звіти щодо досягнення цілей сталого розвитку. До групи НФК, транспарентність фінансової діяльності якої оцінюється як висока ввійшли ще три підприємства, зокрема два з них це конкуренти в своєму ВЕД – ПрАТ «Київстар» та ПрАТ «ВФ Україна», значення їх показників однакові та становлять 0,9375. Єдиний показник, за яким варто було б покращити транспарентність – це використання основних показників операційної та фінансової діяльності, які у НФК – лідерів представлені в машиночитному форматі.

В результаті проведених розрахунків не було виявлено жодної НФК, транспарентність якої була б оцінена вище середнього рівня. 6 (13 % від вибірки) НФК мають значення показника, що відповідає середньому рівню транспарентності, 13 – демонструють транспарентність нижче середнього, 10 – низький рівень транспарентності і 11 – показали неприйнятний рівень

транспарентності, тобто сумарно 45 % проаналізованих компаній демонструють дуже низький рівень транспарентності. Серед останніх 7 корпоративних підприємств мають нульове значення показника, тобто будучи одними із найбільших в Україні підприємств за обсягом отриманого доходу вони не мають власного сайту, або навіть сторінки в інтернет просторі, яку можна було б ідентифікувати за юридичною назвою. Такі підприємства як ТОВ «Вінницька птахофабрика» та ТОВ «Катеринопільський елеватор» входять до агрохолдингу ПрАТ «МХП», який має максимальну прозорість, але будучи самостійною юридичною особою не оприлюднюють їх власну фінансову звітність та результати операційної та фінансової діяльності.

Таким чином можна зробити висновок, що стан транспарентності фінансової діяльності НФК є вкрай низьким. Менеджмент вітчизняних підприємств не вбачає в цьому потреби і не усвідомлюють зв'язку між транспарентністю своєї фінансової діяльності та можливості формування оптимальної структури капіталу.

3.2 Удосконалення науково-методичних підходів щодо визначення оптимальної структури капіталу корпоративних підприємств

Питання пошуку оптимальної структури капіталу та оптимального значення фінансового левериджу для НФК останнім часом набуває нового поштовху і навіть не стільки з точки зору окремо взятого підприємства, скільки з позиції макрофінансового регулювання економічних процесів. Підтвердженням цьому є та увага, яку центральні банки європейських країн стали приділяти формуванню капіталу та значенню корпоративного левериджу НФК. Зокрема в останні декілька років Європейський комітет центральних офісів балансових даних (The European Committee of Central Balance Sheet Data Offices, ECCBSO), який створений групою центральних банків європейських країн (Австрія, Італія, Іспанія, Португалія, Франція,

Люксембург, Греція, Бельгія, Чеська республіка, Німеччина, Хорватія, Словаччина, Польща, Туреччина) активно проводить дослідження щодо фінансового стану НФК. В рамках діяльності комітету створені 5 груп: з оцінки ризиків; з аналізу фінансової звітності; група структурного аналізу НФК; група ERICA (Європейські записи консолідованих звітів за МСФЗ); група VASN. Група з оцінки ризиків відповідає за корпоративний аналіз, здійснює уніфікацію аналізу ризиків НФК (в першу чергу тих, чії зобов'язання використовуються як забезпечення (застава) в операціях монетарної політики, співпрацюючи з певними підрозділами Європейського центрального банку. Група з аналізу фінансової звітності проводить оцінювання стану НФК, що працюють у міжнародному середовищі, за всіма напрямками фінансового аналізу, використовуючи методи вертикального та горизонтального аналізу, а також аналізу часових рядів. Робоча група ERICA займається оцінюванням впливу Міжнародних стандартів фінансової звітності на зміни в бухгалтерському обліку НФК. Робоча група VASN формує бази даних із податкової та консолідованої фінансової звітності європейських НФК та проводить порівняльний аналіз щодо їх економічного та фінансового стану [5].

Щорічно на основі сформованої VASN бази даних фахівці інститутів Європейської системи фінансового нагляду формують розгорнутий аналітичний звіт щодо впливу фінансового стану НФК на економічну стабільність країн Європейського Союзу. Один із останніх аналітичних звітів Європейської системи фінансового нагляду присвячений корпоративному кредитуванню та корпоративному левериджу [9]. Зокрема в ньому зазначається, що традиційний підхід в оцінюванні кредитних ризиків, побудований на показниках, які співвідносяться із показниками ВВП, хоч за розміром корпоративного підприємства, хоч за його ВЕД не є ефективним. Більш точним може бути показник, який визначається через масштабування боргу та його аналізу у співвідношенні до змін по активам та власному капіталу НФК. Також акцентується увага на тому, що зміна рівня

корпоративного левериджу може бути наслідком: по-перше, реального зменшення використання НФК кредитів банків та боргових цінних паперів; по-друге, коригування статей балансу НФК в результаті зміни ринкової вартості; та по-третє як поєднання і першого і другого випадків.

Фінансові регулятори Європейського Союзу розуміють важливість немонетарної складової в регулюванні кредитних ризиків та формуванню загроз фінансовій стабільності економічної системи як країни, так і Європейського Союзу в цілому, під впливом фінансової стійкості НФК, які займають значну частку як в структурі ВВП так і в структурі економічних активів.

Варто зазначити, що суттєві зміни в структурі капіталу НФК відбулися після глобальної фінансової кризи 2007-2008 рр. Це проявилось в наступному: 1) зменшення корпоративного левериджу НФК; 2) перерозподіл джерел фінансування між банками та небанківськими фінансовими посередниками, на користь останніх, особливо у фінансуванні великих НФК, які відіграють все більшу роль у наданні фінансування.

Стосовно зменшення корпоративного левериджу, то воно відбулось під впливом чинників, які були спровоковані як пропозицією так і попитом на гроші. З боку пропозиції грошей зменшення пропозиції кредитів банками для НФК у 2009 – 2014 рр. відіграло важливу, навіть на перших роках періоду позитивну роль, з точки зору макропруденційної політики, бо призводило до зменшення кредитного ризику для банків, і відповідно сприяло зниженню розміру резервів, які банк мав утримувати на покриття кредитних ризиків. З боку попиту, зменшення обсягу кредитів банків, які залучали НФК для фінансування своєї діяльності обумовлено погіршенням перспектив їх фінансового розвитку та зростання ринкової ціни акцій, оскільки на фінансовому ринку на перші позиції почали виходити акції компаній, які активно працювали в напрямку діджиталізації своїх процесів та здійснювали інтенсивні інвестиції в нематеріальні активи, не маючи при цьому потреби в значних обсягах капіталу для фінансування технологічних процесів без яких

неможливо здійснювати реальне виробництво продукції, зокрема в промисловості, аграрному секторі, будівництві, транспорті, тощо. Крім того, світова фінансова криза змусила НФК шукати альтернативні банківським кредитам джерела фінансування, і тому більше уваги стали приділяти співпраці з фінансовими компаніями, тим самим зменшуючи залежність НФК від банків. Як зазначають Альдасоро І., Доер С. Чжоу Х. [3] «Небанківські кредитори завоювали значну частку на ринку синдікованих кредитів, і їхня участь зараз порівнянна з участю банків за важливими параметрами. Приблизно дві п'ятих усіх небанківських кредиторів, активних на ринку синдікованих позик, виступають в якості провідних організаторів, частка подібна до частки банків. Подібним чином окремі учасники як банки так і небанківські фінансові установи в середньому вносять порівняльні частки до загальної синдікованої суми та надають кредити. Фінансові компанії є дуже активними в операціях фінансового лізингу, факторингу, залучення фінансових активів із зобов'язаннями їх подальшого повернення, надання гарантій тощо.» Суттєвим з точки зору забезпечення макрофінансової стабільності є те, що небанківські фінансові установи кредитують більш ризиковану групу позичальників, що може перетворити їх на дестабілізуючу силу.

Такі зміни в перерозподілі джерел фінансування можуть мати вплив на монетарну та макропруденційну політики, які традиційно зосереджені на банкоцентричних інструментах. Потребує більш уважного нагляду структура кредитів за ВЕД, щоб не допустити суттєві зміщення у розподілі кредитів на ті ВЕД, які можуть створити кредитні бульбашки (іпотечне кредитування як приклад) та порушити фінансову рівновагу та сприяти зростанню процентних ставок, в т.ч. внаслідок зниження рентабельності діяльності НФК та зростання їх фінансових ризиків. Крім того, розвиток ринково-орієнтованого фінансування та зростання ролі небанківських фінансових посередників як альтернатива банкоцентричності фінансування НФК, зменшує залежність економічної стабільності європейських економік від стану банківської

системи. Проте неконтрольованість цих процесів та відсутність належного нагляду за фінансовими компаніями може створити суттєві системні ризики, а отже це вимагає перегляду підходів, що застосовуються у фінансовому надгляді фінансової системи в цілому. В зв'язку з цим виникає потреба щодо підвищення кваліфікації кадрів наглядових органів в частині корпоративного сектору, про що зазначається в дослідженнях Джорда О., Шуларік М., Тейлор А. [45] та Мюллер К., Вернер Е. [58] Все це вимагає доступу фінансових регуляторів не лише до кредитних реєстрів банків, а також і до таких реєстрів фінансових установ, а також, що більш важливо до всіх форм фінансової звітності НФК.

Ці висновки є характерними в більшості випадків і для НФК України. Зокрема щодо рівня фінансового левериджу НФК, який було проаналізовано в розрізі ВЕД в п.2.3. Водночас банкоцентричність фінансового ринку України є яскраво вираженою, і співвідношення активів банків та фінансових компаній не відповідає тенденціям в країнах, ЄС, що аналізуються робочою групою ВАСН. Зокрема за даними НБУ, який наразі здійснює нагляд як за банками, так і за небанківськими фінансовими установами, в т.ч. і фінансовими компаніями, активи банків за період 2020 – 2 квартал 2023 року більш ніж в 9 разів перевищували активи фінансових установ. Але при цьому варто відзначити, що активи фінансових установ мають стабільно зростаючу динаміку. Натепер НБУ не проводить цільового ґрунтовного аналізу стану корпоративного левериджу НФК та його впливу на стан макрофінансової стабільності України. На наш погляд це питання стає дедалі більш актуальним, оскільки наразі склалась ситуація, коли банки зациклені саме в межах фінансового ринку і не надто бажають виходити за її межі та забезпечити кредитування НФК у відповідності до їх потреб, тим самим стимулюючи економічне зростання.

Орієнтуючись на досвід діяльності робочої групи ВАСН нами запропоновано науково-методичний підхід, який передбачає оцінювання

стану ефективності формування структури капіталу НФК. Реалізація зазначеного підходу передбачає декілька етапів.

На першому етапі сформована вибірка НФК, взятих для дослідження. Вона обґрунтована в п.3.1. при побудові індексу прозорості фінансової діяльності. Дані сформовані на основі аналізу фінансової звітності, яка представлена у відкритому доступі на сайтах обраних НФК або ж на сайті clarity-project [195] за період 2019 – 2022 рр. Вся звітність ідентифікована на відповідність конкретному підприємству. На основі даних фінансової звітності НФК розраховано 19 показників (табл. 3.5), що характеризують стан та ефективність формування структури капіталу. Вхідні дані по показниках, в розрізі підприємств за період з 2019 по 2022 рр. подані в додатку Е (табл. Е 1, Е 4, Е 7, Е 10).

Таблиця 3.5 – Групування показників, що характеризують стан та ефективність сформованої структури капіталу НФК

Група	Показники
Структурні показники балансу (G ₁)	$X_1 = \text{Поточні активи} / \text{Активи}$
	$X_2 = \text{Непоточні активи} / (\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові зобов'язання})$
	$X_3 = \text{Активи} / \text{Власний капітал}$
	$X_4 = \text{Довгострокові зобов'язання} / \text{Активи}$
	$X_5 = \text{Поточні зобов'язання} / \text{Активи}$
	$X_6 = \text{Зобов'язання} / \text{Власний капітал}$
Показники процентного навантаження (G ₂)	$X_7 = \text{ЕВТ} / \text{ЕВІТ}$
	$X_8 = \text{Сплачені відсотки} / \text{Чистий дохід}$
	$X_9 = \text{Сплачені відсотки} / \text{Прибуток від операційної діяльності}$
Показники рентабельності діяльності (G ₃)	$X_{10} = \text{Валовий прибуток} / \text{Чистий дохід}$
	$X_{11} = \text{Прибуток від операційної діяльності} / \text{Чистий дохід}$
	$X_{12} = \text{ЕВТ} / \text{Чистий дохід}$
	$X_{13} = \text{ЕВІТ} / \text{Чистий дохід}$
	$X_{14} = \text{ЕВІТДА} / \text{Чистий дохід}$
Показники ефективності використання капіталу (G ₄)	$X_{15} = \text{Чистий прибуток} / \text{Власний капітал}$
	$X_{16} = \text{Чистий прибуток} / \text{Активи}$
	$X_{17} = \text{Прибуток від операційної діяльності} / \text{Зобов'язання}$
	$X_{18} = \text{Дивіденди} / \text{Чистий прибуток}$
	$X_{19} = \text{Дивіденди} / \text{Власний капітал}$

На другому етапі на основі звітів про фінансовий стан, звіту про фінансові результати та звіту про рух грошових коштів сформовані групи показників, які певною мірою корелюють із показниками, які обраховуються робочою групою ВАСН, з огляду також на можливість їх обрахунку за національними стандартами фінансової звітності. Таким чином сформовано 4 групи показників: структурні показники балансу, в т.ч. структури капіталу; показники процентного навантаження; показники рентабельності діяльності; показники обслуговування та ефективності використання капіталу.

Система показників, яка представлена у вигляді цих чотирьох груп дозволила сформувати відповідну матрицю вхідних даних:

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & \dots & X_{1x} \\ X_{n1} & & X_{nx} \end{bmatrix} \quad (3.2)$$

де x – показники, що характеризують стан та ефективність сформованої структури капіталу НФК;

n – кількість періодів, роки.

На третьому етапі здійснено нормалізацію вхідних даних для побудови моделі, при цьому використано відносний підхід для нормування даних. Визначено максимальне значення в розрізі кожного показника, яке взято за еталонний вектор.

$$E(e_q) \xrightarrow{Norm} E^N(e_q), q = 1, \dots, Q, \quad (3.3)$$

$$e_q^N(s_k) = \frac{e_q(s_k)}{e_q^{ideal}}, k = 1, \dots, x \quad (3.4)$$

$$e_q^{ideal} = (\max_{S_i \in S} e_1(s_i); \dots; (\max_{S_i \in S} e_q(s_i)); \dots (\max_{S_i \in S} e_Q(s_i))) \quad (3.5)$$

$$e_q^N(s_k) = \frac{e_q(s_k)}{\max_{S_i \in S} e_1(s_i)}, q = 1, \dots, Q; k = 1, \dots, x \quad (3.6)$$

Результати нормалізації для обраних підприємств в розрізі кожного з аналізованих років – 2019 – 2022 рр. подано в таблицях Е 2, Е 5, Е 8, Е 11 додатку Е. Таким чином всі показники приведені до одномірних значень.

При односторонньому обмеженні, яке використано в даному дослідженні функція бажаності задається формулою:

$$d_k = \exp(-\exp(-\bar{x}_k)) \quad (3.7)$$

де, k -кількість показників, що використовувались для визначення бажаності;

d_k – частинна функція, відповідно до шкали Харрінгтона;

\bar{x}_k – показник у безрозмірному вигляді.

Результати значень експоненти надані в таблицях Е 3, Е 6, Е 9, Е 12 додатку Е.

На четвертому етапі на основі використання функції бажаності Харрінгтона проведено розрахунок частинних функцій для визначених чотирьох груп показників. Функція бажаності Харрінгтона має такі характеристики як безперервність, монотонність та згладжуваність. Це дозволяє її використовувати при визначенні оптимальних значень показників в економічних дослідженнях, підтвердженням чому є роботи таких авторів як: А. Бухтіарової та І. Школьник [218], О. Кузьменко та В. Койбійчук [148], Т. Лютик [152], С. Лубенець та В. Гришуніна [151], В. Матвійчук та А. Акопян [153], В. Мирончук [157] та ін. Результати розрахунку субіндексів за 2022 р. по вибраному переліку НФК представлено в таблиці 3.6, за інші роки наведено в таблиці Е 13 додатку Е.

Таблиця 3.6 – Розрахункові значення субіндексів по групах показників за 2022 р.

№	Підприємство	G ₁	G ₂	G ₃	G ₄
1	ТОВ "Кернел-трейд"	0,440253	0,459927	0,443214	0,392074
2	ТОВ "Вінницька птахофабрика"	0,449524	0,423348	0,406330	0,372300
3	ПрАТ «МХП»	0,395591	0,424812	0,385053	0,368268
4	ТОВ "Катеринопільський елеватор"	0,428079	0,460808	0,380042	0,369151
5	ТОВ "Нібулон"	0,458418	0,513328	0,550100	0,369583
6	ПрАТ "Лебединський насінневий завод"	0,429723	0,429413	0,377388	0,368336
7	ПрАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	0,392222	0,429413	0,463297	0,387406
8	ПрАТ "Шахтоуправління "Покровське"	0,406044	0,429432	0,545931	0,397039
9	ПрАТ "Нафтогазвидобування"	0,402163	0,429413	0,684683	0,450681
10	ПрАТ "Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат"	0,399556	0,429413	0,517386	0,391832
11	АТ "НАК "Нафтогаз України"	0,395323	0,429413	0,377553	0,367879
12	ПАТ "Запоріжсталь"	0,405746	0,435829	0,501083	0,407239
13	ПАТ "АрселорМіттал Кривий Ріг"	0,402712	0,477256	0,437638	0,383085
14	ТОВ "Дніпросталь"	0,411117	0,429413	0,393945	0,368764
15	ТОВ "Інтерпайп Ніко тьюб"	0,410502	0,429413	0,478018	0,385754
16	ПрАТ "Запоріжжкокс"	0,408434	0,429413	0,469571	0,404830
17	ПАТ "Мотор Січ"	0,404222	0,432333	0,431261	0,371898
18	ТОВ "Метінвест холдінг"	0,405893	0,429413	0,398352	0,395913
19	ДП "Кондитерська корпорація "Рошен"	0,397294	0,429490	0,492191	0,440563
20	ТОВ "Газопостачальна компанія "Нафтогаз трейдинг"	0,408199	0,429413	0,368061	0,368989
21	ДП "НАЕК "Енергоатом"	0,395769	0,564693	0,443372	0,424200
22	ПрАТ "НЕК "Укренерго"	0,432482	0,525031	0,371013	0,374350
23	ПрАТ "Укргідроенерго"	0,393602	0,434241	0,608508	0,459279
24	ПАТ "Центренерго"	0,400039	0,429413	0,367879	0,369817
25	ТОВ "ДТЕК трейдинг"	0,390754	0,429413	0,372597	0,367898
26	ТОВ "Євроенерготрейд"	0,433151	0,420002	0,375114	0,369196
27	ТОВ "Альянс енерго трейд"	0,430637	0,429413	0,380637	0,385266
28	ТОВ «АТБ-Маркет»	0,404806	0,454159	0,406485	0,480051
29	ТОВ "Сільпо-фуд"	0,393001	0,505041	0,388689	0,399081
30	ТОВ "Метро кеш енд кері Україна"	0,450827	0,436525	0,385574	0,370191
31	ТОВ "Фора"	0,432908	0,414260	0,398243	0,370428
32	ТОВ "Розетка. УА"	0,411231	0,429215	0,388090	0,376093
33	ТОВ "ОККО-бізнес партнер"	0,420409	0,438356	0,429005	0,409575
34	ТОВ "Тедіс Україна"	0,414759	0,425127	0,372363	0,375685
35	ТОВ "ВОГ ресурс"	0,516346	0,416203	0,377045	0,371113
36	ТОВ "БаДМ"	0,408001	0,430168	0,403462	0,401996

№	Підприємство	G_1	G_2	G_3	G_4
37	ТОВ "Оптіма-фарм"	0,408521	0,431971	0,404097	0,412301
38	ТОВ "Вест петрол маркет"	0,432471	0,430747	0,386337	0,379872
39	ТОВ "Філіп Морріс селз енд дистриб'юшн"	0,436545	0,434813	0,373793	0,367879
40	ПП "Укрпалетсистем"	0,453074	0,446269	0,392179	0,387465
41	ТОВ "АДМ Юкрейн"	0,408109	0,445967	0,380875	0,421124
42	ДК "Укрспецекспорт"	0,412726	0,441894	0,373560	0,368449
43	ТОВ "Нова пошта"	0,394188	0,429413	0,443693	0,400751
44	ПрАТ «Київстар»	0,380712	0,483874	0,595921	0,428467
45	ТОВ "ЕПАМ системз"	0,404779	0,429413	0,475184	0,466028
46	ПрАТ "ВФ Україна"	0,400029	0,429413	0,487362	0,379701

Джерело: авторські розрахунки

Базою проведених розрахунків є перетворення натуральних значень окремих показників в безрозмірну шкалу бажаності, остання являє собою сигмоїдальну криву.

Шкала бажаності будується в інтервалі від 0 – як найгірше значення, до 1 – найкраще значення. Зазначимо, що в межах від 0,2 до 0,8 бажаність буде максимальна, що означає, що саме в цьому діапазоні при несуттєвій зміні натуральних значень, може відбутись суттєва зміна бажаності. Водночас наближення значень до 0 або ж до 1, суттєво знижує бажаність.

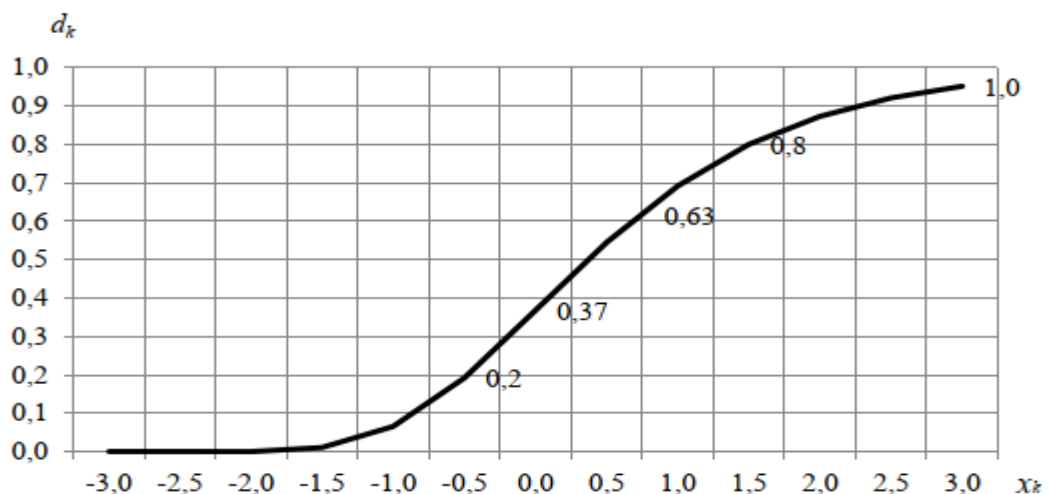


Рисунок 3.2 – Функція бажаності Харрінгтона, [34]

Таким чином на п'ятому етапі обраховано інтегральний показник відповідності критеріям оптимальності структури капіталу підприємств на основі узагальненої функції бажаності Харрінгтона. Відповідність отриманого значення інтегрального показника якості бажаності оптимальної структури капіталу визначаються на основі вербально-числової шкали Харрінгтона:

[0,80-1,00] – дуже високий;

[0,63-0,80] – високий;

[0,37-0,63] – задовільний;

[0,20-0,37] – низький;

[0,00-0,20] – дуже низький.

Комплексний показник, за яким визначається інтегральний показник відповідності критеріям оптимальності структури капіталу підприємств розраховується за формулою:

$$D = \sqrt[m]{\prod_{i=1}^m d_i} \quad (3.8)$$

m – число використаних показників параметрів, що порівнювались в системі.

Таким чином отримані значення інтегрального показника за аналізований період представлені в таблиці 3.7.

Аналізуючи в цілому отримані значення за весь період варто відзначити, що за всіма НФК маємо показники в розрізі кожного року, які знаходяться в інтервалі вербально-числової шкали Харрінгтона, який характеризується як задовільний [0,37-0,63]. Так мінімальне значення за 2019 р. становить 0,3679, а максимальне значення – 0,5156. За інші роки значення суттєво не відхиляються, інтервал є несуттєвим, про що свідчать розраховані показники описової статистики (див. табл. 3.8).

Таблиця 3.7 – Динаміка інтегрального коефіцієнта оптимальної структури капіталу за період 2019-2022

Підприємство	2019	2020	2021	2022	Середнє значення
ПрАТ «Київстар»	↑ 0,5156	↑ 0,47	↑ 0,4821	↑ 0,4722	↑ 0,4850
ПрАТ "Нафтогазвидобування"	↔ 0,4809	↑ 0,4786	↑ 0,4641	↑ 0,4917	↑ 0,4788
ПрАТ "Укргідроенерго"	↑ 0,4944	↔ 0,4406	↑ 0,4633	↑ 0,4739	↑ 0,4681
ПрАТ "Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат"	↔ 0,4657	↔ 0,45	↔ 0,4441	↔ 0,4345	↔ 0,4486
ТОВ «АТБ-Маркет»	↔ 0,4712	↔ 0,4374	↔ 0,4276	↔ 0,4364	↔ 0,4431
ДП "НАЕК "Енергоатом"	↔ 0,4538	↔ 0,413	↔ 0,4272	↔ 0,457	↔ 0,4378
ТОВ "Метро кеш енд кері Україна"	↔ 0,4459	↔ 0,4294	↔ 0,4361	↔ 0,4108	↔ 0,4306
ДП "Кондитерская корпорация "Рошен"	↔ 0,4416	↔ 0,4206	↔ 0,42	↔ 0,4399	↔ 0,4305
АТ "НАК "Нафтогаз України"	↑ 0,4967	↔ 0,4074	↔ 0,425	↓ 0,3925	↔ 0,4304
ТОВ "Нібулон"	↔ 0,4265	↔ 0,4077	↔ 0,4133	↑ 0,4729	↔ 0,4301
ПрАТ "ВФ Україна"	↔ 0,4511	↔ 0,4088	↔ 0,4337	↔ 0,4241	↔ 0,4294
ТОВ "Сільпо-фуд"	↔ 0,4366	↔ 0,4509	↔ 0,4004	↔ 0,4215	↔ 0,4273
ТОВ "Нова пошта"	↔ 0,4445	↔ 0,4161	↔ 0,426	↔ 0,417	↔ 0,4259
ПрАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	↔ 0,4737	↓ 0,3812	↔ 0,4252	↔ 0,4181	↔ 0,4246
ПрАТ "Шахтоуправління "Покровське"	↔ 0,4039	↔ 0,423	↔ 0,4265	↔ 0,4446	↔ 0,4245
ТОВ "Кернел-трейд"	↔ 0,4414	↔ 0,406	↔ 0,411	↔ 0,4339	↔ 0,4231
ПАТ "АрселорМіттал Кривий Ріг"	↔ 0,424	↔ 0,4097	↔ 0,4279	↔ 0,4252	↔ 0,4217
ТОВ "Вінницька пгахофабрика"	↔ 0,4206	↔ 0,4152	↔ 0,4293	↔ 0,4129	↔ 0,4195
ПрАТ «МХП»	↔ 0,4241	↔ 0,4328	↔ 0,4261	↓ 0,3934	↔ 0,4191
ТОВ "ЕПАМ системз"	↔ 0,419	↔ 0,4074	↔ 0,4036	↔ 0,4439	↔ 0,4185
ТОВ "Фора"	↔ 0,4415	↔ 0,4011	↔ 0,4214	↓ 0,404	↔ 0,4170
ПАТ "Запоріжсталь"	↔ 0,4048	↓ 0,3843	↔ 0,4406	↔ 0,4375	↔ 0,4168
ПП "Укрпалетсистем"	↔ 0,4295	↔ 0,4077	↔ 0,4055	↔ 0,4197	↔ 0,4156
ПрАТ "Запріжкокс"	↔ 0,3995	↓ 0,3876	↔ 0,4452	↔ 0,4281	↔ 0,4151
ТОВ "Інтерпайп Ніко тьюб"	↔ 0,4359	↔ 0,4049	↓ 0,3924	↔ 0,4259	↔ 0,4148
ТОВ "Дніпросталь"	↔ 0,4404	↔ 0,4231	↓ 0,3857	↓ 0,4008	↔ 0,4125
ПрАТ "НЕК "Укренерго"	↔ 0,4216	↓ 0,3889	↔ 0,4057	↔ 0,4257	↔ 0,4104
ДК "Укрспецекспорт"	↔ 0,4236	↔ 0,411	↓ 0,3943	↓ 0,3992	↔ 0,4070
ТОВ "Альянс енерго трейд"	↔ 0,4202	↔ 0,4	↓ 0,3993	↓ 0,4065	↔ 0,4065
ТОВ "АДМ Юкрейн"	↔ 0,4085	↔ 0,411	↓ 0,3925	↔ 0,414	↔ 0,4065
ТОВ "БаДМ"	↔ 0,4351	↓ 0,393	↓ 0,3867	↔ 0,4109	↔ 0,4064
ТОВ "Вест петрол маркет"	↔ 0,4022	↓ 0,3894	↔ 0,4248	↓ 0,4074	↓ 0,4059
ТОВ "Оптіма-фарм"	↔ 0,4166	↓ 0,3915	↔ 0,4008	↔ 0,4142	↓ 0,4058
ТОВ "ОККО-бізнес партнер"	↓ 0,3679	↔ 0,4115	↔ 0,4174	↔ 0,4243	↓ 0,4053
ТОВ "Катеринопільський елеватор"	↔ 0,405	↓ 0,3885	↔ 0,4145	↓ 0,4095	↓ 0,4044
ПАТ "Мотор Січ"	↓ 0,3904	↔ 0,4094	↓ 0,3977	↓ 0,4099	↓ 0,4018
ТОВ "Розетка. УА"	↔ 0,4231	↓ 0,3922	↓ 0,386	↓ 0,4012	↓ 0,4006
ТОВ "Метінвест холдінг"	↔ 0,3992	↔ 0,4041	↓ 0,3879	↓ 0,4074	↓ 0,3997
ПрАТ "Лебединський насінневий завод"	↔ 0,4134	↓ 0,3919	↓ 0,3875	↓ 0,4012	↓ 0,3985
ТОВ "Гедіс Україна"	↔ 0,4125	↓ 0,3923	↓ 0,3919	↓ 0,397	↓ 0,3984
ТОВ "Євроенерготрейд"	↔ 0,4183	↓ 0,3876	↓ 0,3821	↓ 0,3994	↓ 0,3969
ТОВ "ВОГ ресурс"	↓ 0,3679	↔ 0,4138	↓ 0,3838	↔ 0,4202	↓ 0,3964
ТОВ "Газопостачальна компанія "Нафтогаз трейдинг"	↔ 0,4102	↓ 0,3969	↓ 0,3823	↓ 0,3937	↓ 0,3958
ТОВ "Філіп Морріс селз енд дистриб'юшн"	↓ 0,394	↓ 0,3864	↓ 0,3818	↓ 0,4033	↓ 0,3914
ПАТ "Центренерго"	↔ 0,4103	↓ 0,3802	↓ 0,3793	↓ 0,3918	↓ 0,3904
ТОВ "ДТЕК трейдинг"	↓ 0,3885	↓ 0,3839	↓ 0,3837	↓ 0,3902	↓ 0,3866

Джерело: авторські розрахунки

Тобто за всіма НФК сформована структура капіталу є усталеною, та не має суттєвих відхилень з точки зору ефективності використання капіталу. Максимальні відхилення спостерігались у 2019 р., що підтверджує максимальний за весь період коефіцієнт осциляції (0,3447), в усі інші роки значення практично не відхилялось та знаходилось в межах 0,24.

Мінімальне значення інтегрального показника також суттєво не змінювалось впродовж всього періоду та знаходилось в межах від 0,37 до 0,39. Несуттєвими, хоча і дещо більшими були максимальні значення, які коливались в межах від 0,48 до 0,52.

Таблиця 3.8 – Описова статистика отриманих значень інтегрального коефіцієнта оптимальності структури капіталу за період 2019-2022

Показники	2019	2020	2021	2022	Середнє значення
Середнє	0,42851	0,40952	0,41267	0,42085	0,41789
Стандартна похибка	0,00466	0,00331	0,00364	0,00351	0,00315
Медіана	0,42336	0,40755	0,41217	0,41562	0,41534
Стандартне відхилення	0,03160	0,02246	0,02466	0,02381	0,02133
Дисперсія вибірки	0,00100	0,00050	0,00061	0,00057	0,00046
Експес	0,66802	1,56048	0,13268	1,13589	2,35184
Асиметричність	0,68226	1,22236	0,67667	1,16619	1,37468
Інтервал	0,14770	0,09844	0,10285	0,10157	0,09839
Мінімум	0,36788	0,38018	0,37927	0,39017	0,38658
Максимум	0,51558	0,47862	0,48212	0,49173	0,48498
Коефіцієнт осциляції	0,34470	0,24038	0,24923	0,24134	0,23545

Джерело: авторські розрахунки

В цілому варто відзначити, що оскільки всі підприємства зайшли в діапазон, який дозволяє оцінити оптимальність структури капіталу як задовільну, то можна зробити висновок, що несуттєві коливання в одній із груп показників можуть привести до суттєвих змін в ефективності використання сформованого капіталу.

Дані, представлені в таблиці 3.6 було умовно відформатовано за спадінням, опираючись на визначене середнє значення отриманого

інтегрального показника за кожним підприємством. Це дозволило виокремити серед проаналізованих НФК ті, які мають значення, що наближаються до інтервалу, де бажаність є високою, а також ті, які мають наближене значення до низького інтервалу. Враховуючи вектор руху значень інтегрального показника виокремлено 4 групи:

1. група НФК, що мають максимальні значення інтегрального показника та демонструють тенденцію щодо подальшого його зростання (↑ зелена стрілка), і які мають високу ймовірність перейти в діапазон з високою бажаністю. Це відповідно підприємства ПрАТ «Київстар», ПрАТ «Нафтогазвидобування», ПрАТ «Укргідроенерго». До цієї групи можна також віднести ПрАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» (↗), середнє значення інтегрального показника якого демонструє тенденцію зростання, що підтверджено його динамікою в 2019-2021 роках;

2. група НФК, які мають значення інтегрального показника в межах від 0,4431 до 0,4273 (→) (ТОВ «АТБ-Маркет», ДП «НАЕК «Енергоатом», ТОВ «Метро кеш енд кері Україна», ДП «Кондитерська корпорація «Рошен», АТ «НАК «Нафтогаз України», ТОВ «Нібулон», ПрАТ «ВФ Україна», ТОВ «Сільпо-фуд») попри несуттєві відхилення по роках в цілому мають досить рівномірні показники і знаходяться в межах одного діапазону;

3. До складу третьої групи (↘) увійшли такі підприємства як: ТОВ «Нова пошта», ПрАТ «ДТЕК Павлоградвугілля», ПрАТ «Шахтоуправління «Покровське», ТОВ «Кернел-трейд», ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг», ТОВ «Вінницька птахофабрика», ПрАТ «МХП», ТОВ «ЕПАМ системз», ТОВ «Фора», ПАТ «Запоріжсталь», ПП «Укрпалетсистем», ПрАТ «Запоріжжкокс», ТОВ «Інтерпайп Ніко тьюб», ТОВ «Дніпросталь», ПрАТ «НЕК «Укренерго», ДК «Укрспецекспорт», ТОВ «Альянс енерго трейд», ТОВ «АДМ Юкрейн», ТОВ «БадМ». Інтегральний показник по даній групі підприємств коливається в межах від 0,4064 до 0,4259, але за середнім значенням всі НФК демонструють усталену тенденцію до подальшого зниження, а в окремих

періодах вона наближається до рівня, коли інтегральний показник можна оцінювати як такий, що має низьку бажаність;

4. Четверта група (↓) включає ТОВ «Вест петрол маркет», ТОВ «Оптіма-фарм», ТОВ «ОККО-бізнес партнер», ТОВ «Катеринопільський елеватор», ПАТ «Мотор Січ», ТОВ «Розетка. УА», ТОВ «Метінвест холдінг», ПрАТ «Лебединський насінневий завод», ТОВ «Тедіс Україна», ТОВ «Євроенерготрейд», ТОВ «ВОГ ресурс», ТОВ «Газопостачальна компанія «Нафтогаз трейдинг», ТОВ «Філіп Морріс селз енд дистриб'юшн», ПАТ «Центренерго», ТОВ «ДТЕК трейдинг». До цієї групи увійшли підприємства, які мають значення інтегрального показника на рівні 0,3866 – 0,4059, та які демонструють стійку тенденцію практично по всіх роках і в середньому за період, до слабкої бажаності та відповідно мають слабкий рівень оптимізації структури капіталу підприємства.

Таким чином запропонований науково-методичний підхід щодо визначення отриманих інтегрального коефіцієнта оптимальності структури капіталу дає змогу не лише визначити рівень бажаності сформованої структури капіталу підприємством, який враховує структурні показники балансу, показники процентного навантаження, показники рентабельності діяльності, показники обслуговування та ефективності використання капіталу, а і визначити подальшу тенденцію, щодо її покращення чи погіршення.

Висновки до розділу 3

Транспарентність фінансової діяльності НФК є одним із ключових чинників, що створює суттєві розриви в асиметрії інформації, значною мірою впливає на прийняття інвестором рішення щодо розміщення капіталу, є додатковим позитивним чинником, що впливає на прийняття рішення банком чи небанківською фінансовою установою щодо виділення кредитів.

В роботі проаналізовано стан транспарентності НФК на основі вибірки, яка сформована із списку Топ-100 українських підприємств за величиною доходу, які відповідають таким умовам: 1) належать до тих ВЕД, які забезпечують формування частки ВВП більше 2 %; 2) частка цих ВЕД в структурі кредитів, наданих НФК становить більше 2 %; 3) у відкритому доступі є фінансова звітність за період 2019 – 2022 рр., яку можна ідентифікувати на відповідність конкретному підприємству, враховуючи її розміщення на офіційному сайті підприємства, або ж представлення в проекті clarity-project який є системою аналітики відкритих даних, що формується з відкритих джерел. Сформовано перелік із 46 НФК, які представляють шість ВЕД: сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство; промисловість; будівництво; оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність; інформація та телекомунікації.

Враховуючи наявність інформації, виходячи із проведеного аналізу вебсайтів НФК визначено такі групи індикаторів, кожна з яких оцінена за критеріями: група «Загальна інформація про НФК» (наявність та доступність); «Звіт виконавчого органу щодо розгляду та аналізу фінансового стану компанії і результатів її діяльності» (наявність); групи «Основні показники операційної та фінансової діяльності» та «Фінансові звіти» (наявність, актуальність, регулярність та використаність); «Аудиторський звіт та висновки аудиторів» (наявність, актуальність та регулярність). Критерії щодо наявності та актуальності наданої інформації мають оцінку 0 або 1. Критерії «Доступність», «Регулярність» та «Використаність» оцінені в 0/0,5/1 бал.





Для побудови субіндексів за окремими критеріями використано підхід з розрахунком середніх арифметичних оцінок. Питома вага кожного субіндекса розрахована з врахуванням кількості критеріїв в його розрахунку, а також його вагомості з точки зору формування у зовнішніх стейкхолдерів системного уявлення про фінансовий стан НФК та впливу на прийняття рішення щодо формування структури капіталу підприємства.

Побудовано рейтинг прозорості фінансової діяльності НФК, який засвідчив, що стан прозорості їх фінансової діяльності є вкрай низьким. Менеджмент вітчизняних підприємств не вбачає потреби і не усвідомлює зв'язку між прозорістю своєї фінансової діяльності та можливості формування оптимальної структури капіталу. Результати рейтингу продемонстрували такий рівень прозорості: абсолютна (3 НФК/6 %); високий рівень (3/6 %); вище середнього рівня (0); середній рівень (6 /13 %); нижче середнього (13/29 %); низький (10/22 %); неприйнятний рівень прозорості (11/24 %).

В останні декілька років Європейський комітет центральних офісів балансових даних, створений групою центральних банків європейських країн (Австрія, Італія, Іспанія, Португалія, Франція, Люксембург, Греція, Бельгія, Чеська республіка, Німеччина, Хорватія, Словаччина, Польща, Туреччина) активно проводить дослідження щодо фінансового стану НФК. В рамках діяльності комітету створені 5 груп: з оцінки ризиків; з аналізу фінансової звітності; група структурного аналізу НФК; група ERICA (Європейські записи консолідованих звітів за МСФЗ); група ВАСН. Суттєві зміни в структурі капіталу НФК відбулися після глобальної фінансової кризи 2007-2008 рр, зокрема: 1) зменшення корпоративного левериджу НФК; 2) перерозподіл джерел фінансування між банками та небанківськими фінансовими посередниками, на користь останніх, особливо у фінансування великих НФК, які відіграють все більшу роль у наданні фінансування. Ці зміни мають вплив на монетарну та макропруденційну політику, які традиційно зосереджені на банкоцентричних інструментах, тому потребує більш уважного нагляду структура кредитів за ВЕД, щоб не допустити суттєві дисбаланси, порушити фінансову рівновагу та сприяти зростанню процентних ставок, в т.ч. внаслідок зниження рентабельності діяльності НФК та зростання їх фінансових ризиків.

Орієнтуючись на показники, які обраховуються робочою групою ВАСН, враховуючи можливість їх обрахунку за національними стандартами фінансової звітності запропоновано науково-методичний підхід, який

передбачає оцінювання стану ефективності формування структури капіталу НФК на основі використання функції бажаності Харрінгтона. Сформовано 4 групи, які сумарно включають 19 показників: структурні показники балансу; показники процентного навантаження; показники рентабельності діяльності; показники обслуговування та ефективності використання капіталу. Визначено інтегральний показник відповідності критеріям оптимальності структури капіталу підприємств. Відповідність отриманого значення інтегрального показника якості бажаності оптимальної структури капіталу визначаються на основі вербально-числової шкали Харрінгтона. В результаті за всіма НФК інтегральні показники в розрізі кожного року знаходяться в інтервалі вербально-числової шкали Харрінгтона, який характеризується як задовільний [0,37-0,63].

Отримані результати відформатовано за спадінням, опираючись на визначене середнє значення отриманого інтегрального показника за кожним НФК. Це дозволило виокремити 4 групи: 1) які мають значення, що наближаються до інтервалу, де бажаність є високою та демонструють стале зростання  (4 НФК/9 %); 2) з рівномірною динамікою  (8/; 17 %); 3) з тенденцією до подальшого зниження  (19/41 %) 4) стійкою тенденцією до слабкої бажаності та наближене значення до низького інтервалу  (15/33 %).

Основні положення цього розділу дисертації автором опубліковано в роботах [82, 208, 216].

ВИСНОВКИ

1. Проведений контент-аналіз наукових досліджень дозволив встановити: 1) проблематика досліджень управління структурою капіталу підприємств стає все більш актуальною; 2) виокремлено три основних блоки досліджень (по-перше, блок теоретико-методологічного характеру; по-друге, блок, що характеризує залежність структури капіталу та вартості його компонентів; по-третє, блок, досліджень, які зосереджені навколо значення фінансового левериджу; 3) основна частка досліджень проводиться в університетах та наукових установах США та Великобританії, дослідники з цих країн є авторами ключових теорій структури капіталу: теорія Міллера-Модільяні, компромісна теорія, теорія ієрархій фінансування та інших. В основі дослідження покладено динамічну компромісну теорію формування структури капіталу.

2. Формування капіталу корпоративних підприємств є основою їх фінансової політики, яка являє собою визначену власниками та узгоджену з менеджментом мету фінансового менеджменту, що передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, вибір форм та методів її досягнення в короткостроковому і в довгостроковому періоді та відповідає таким ключовим принципам: справедливості; узгодження із чинним законодавством; реалістичності, досяжності, рівня ризикованості, що відповідає рівню апетиту до ризику як власників так і менеджменту компанії. В залежності від рівня впливу на прийняття рішення щодо формування капіталу виокремлено п'ять рівнів стейкхолдерів.

3. При формуванні фінансової політики доцільно визначати три види структури капіталу: фактична, цільова та оптимальна. На основі упорядкування факторів впливу на формування оптимальної структури капіталу за критеріями середовища в якому вони формуються та за рівнем реалізації фінансової політики – стратегічного та оперативного-тактичного,

побудовано матрицю факторів, яка дозволяє максимально узгоджувати позиції власників та топ-менеджерів НФК.

4. Аналіз стану фондового ринку України засвідчив його неспроможність виконувати повноцінно своїх функцій як зовнішнього джерела формування капіталу НФК, оскільки він повністю спрямований на обслуговування облігацій внутрішньої державної позики. З трьох фондових бірж – ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива», АТ «Фондова біржа ПФТС» та АТ «Українська біржа» лише дві останні проводять операції з корпоративними цінними паперами, які відбувається в мінімальних обсягах, а в умовах війни практично відсутні.

5. Якість кредитних ресурсів в Україні, порівняно з іншими країнами ЄС значно нижча. Це суттєво нарощує кредитні ризики. Наявність високої частки непрацюючих кредитів в Україні впливає на можливості банків щодо кредитування корпоративних клієнтів. Банки не зацікавлені в наданні кредитів позичальникам з невисоким рівнем кредитоспроможності, оскільки це призводить до необхідності нарощення резервів, і відволікає потенційно працюючий капітал від можливості використовувати його для кредитування інших клієнтів. Крім того високий рівень кредитного ризику є суттєвим чинником, що призводить до зростання вартості кредитів корпоративних клієнтів, і відповідно зниження їх зацікавленості у використанні дорогого джерела фінансування власної діяльності.

6. Опіраючись на проведений аналіз стану формування структури капіталу, обґрунтовано, що НФК в основному не налаштовані на залучення позикового капіталу враховуючи низький рівень операційної рентабельності діяльності, що не дозволяє залучати банківські кредити, вартість яких перевищує рівень рентабельності; низький рівень кредитоспроможності в силу низьких показників рентабельності діяльності та окупності вкладеного капіталу, відсутності формальних підстав для виходу на фондовий ринок з метою проведення IPO. З-поміж аналізованих ВЕД максимальний рівень фінансового левериджу, а отже і ризику притаманний НФК сільського,

лісового та рибного господарства, а найнижчий рівень фінансового левериджу демонструє діяльність НФК в сфері транспорту, складського господарства – значення левериджу є мінімальним і становить менше 1, незначний рівень левериджу сформований підприємствами промисловості

7. Одним із вагомих чинників, що створює суттєві розриви в асиметрії інформації, впливає на прийняття інвестором рішення щодо розміщення капіталу та виділення кредитів є транспарентність фінансової діяльності. В роботі вперше запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення індикатора транспарентності фінансової діяльності НФК та формування рейтингу транспарентності, в якому закладено дотримання принципів корпоративного управління в частині транспарентності фінансової діяльності за групою критеріїв. Побудований рейтинг транспарентності фінансової діяльності НФК, засвідчив, що стан транспарентності їх фінансової діяльності є вкрай низьким. Менеджмент вітчизняних підприємств не вбачає потреби і не усвідомлює зв'язку між транспарентністю своєї фінансової діяльності та можливості формування оптимальної структури капіталу.

8. Орієнтуючись на показники, які обраховуються Європейським комітетом центральних офісів балансових даних, створений групою центральних банків для дослідження фінансового стану НФК, враховуючи можливість їх обрахунку за національними стандартами фінансової звітності запропоновано науково-методичний підхід, щодо оцінювання стану ефективності формування структури капіталу на основі використання функції бажаності Харрінгтона. В результаті за всіма НФК інтегральні показники в розрізі кожного року знаходяться в інтервалі, який характеризується як задовільний. В межах цього інтервалу виокремлено 4 групи НФК: 1) які мають значення, що наближаються до інтервалу, де бажаність є високою та демонструють стає зростання; 2) з рівномірною динамікою; 3) з тенденцією до подальшого зниження; 4) стійкою тенденцією до слабкої бажаності та наближене значення до низького інтервалу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Abdullah H., Tursoy T. Capital structure and firm performance: Evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*. 2021. № 15 (2). P. 379–398.
2. Acedo-Ramírez M. A., Ruiz-Cabestre F. J. Determinants of capital structure: United Kingdom versus continental European countries. *Journal of International Financial Management and Accounting*. 2014. № 25 (3). P. 237–270.
3. Aldasoro I., Doerr S. Zhou H. Non-bank lenders in the syndicated loan market. *BIS Quarterly Review*. 2022. March. P. 15–29.
4. Azofra V., Rodríguez-Sanz J. A., Velasco P. The role of macroeconomic factors in the capital structure of European firms: How influential is bank debt? *International Review of Economics and Finance*, 2020. № 69. P. 494-514.
5. BACH Working Group. The official website of the European Committee of Central Balance Sheet Data Offices. URL : <http://surl.li/nepuk>.
6. Barbi M. On the risk-neutral value of debt tax shields. *Applied Financial Economics*. 2012. № 22 (3). P. 251–258.
7. Bazhenova Y. Effects of Banking Sector Cleanup on Lending Conditions: Evidence from Ukraine. Graduate Institute of International Economics Department. Working Paper Series. CH-1211 Geneva 21. 31 p.
8. Beattie V., Goodacre A., Thomson S. J. Corporate financing decisions: UK survey evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*. 2006. № 33 (9-10). P. 1402 – 1434.
9. Beck T., Peltonen T., Perotti E., Serano A. S., Suarez J. Corporate credit and leverage in the EU: recent evolution, main drivers and financial stability implications. *Reports of the Advisory Scientific Committee*. 2023. № 14. 89 p.
10. Berger A. N. Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry. Wharton Financial Institutions Center. 2002. 38 p.

11. Boiarko I., Hrytsenko L., Tverezovska O., Saltykova H., Kyrychenko K. War Impact on the Market Value of the Industrial Complex Enterprises of Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*. 2023. № 20 (1). P. 328–341.
12. Boodhoo R. Capital structure and ownership structure: a review of literature. *The journal of online education*. New York. 2009. 8 p.
13. Bradley M., Jarrell G. A., Han Kim E. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The journal of finance*. 1984. XXXIX (3). P. 857 – 878.
14. Brovkin A. V., Medvedeva N. I. Business valuation using the adjusted present value method. *Economics: Yesterday, Today and Tomorrow*. 2018. № 8 (10A). P. 27–39.
15. Buus T. A general free cash flow theory of capital structure. *Journal of Business Economics and Management*. 2015. № 16 (3). P. 675–695.
16. Buus T. A general free cash flow theory of capital structure. *Journal of Business Economics and Management*. 2015. Vol. 16 (3). pp. 675–695.
17. Campbell J., Hilscher J., Szilagyi J. In search of distress risk. *Journal of Finance*. 2008. Vol. 63 (6). pp. 2899-2939.
18. Cathcart L., Dufour A., Rossi L., Varotto S. The differential impact of leverage on the default risk of small and large firms. *Journal of Corporate Finance*. 2020. Vol. 60. 101–141.
19. Choi P. M. S., Chung C. Y., Kim D. Corporate tax, financial leverage, and portfolio risk. *North American Journal of Economics and Finance*. 2020. № 54 doi:10.1016/j.najef.2020.101264
20. Critical Analysis of Free Cash Flow Theory. Edubirdie. 2022. September 27. Retrieved from <http://surl.li/nepve>.
21. Deari F., Matsuk Z., Lakshina V. Leverage and Macroeconomic Determinants: Evidence from Ukraine. *Studies in Business and Economics*. 2019. vol. 14 (2). P. 5–19.
22. Detemple J., Gottardi P., Polemarchakis H. M. The relevance of financial policy. *European Economic Review*. 1995. № 39 (6). P. 1133 –1154.

23. Enhancing Bank Transparency. - Basel Committee on Banking Supervision. Basel. September 1998.
24. Erel I., Myers S. C., Read J. A. A theory of risk capital. *Journal of Financial Economics*. 2015. № 118 (3). P. 620–635.
25. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 1970. № 25 (2). P. 383-417.
26. Fernández P. A general formula for the WACC: a comment. *International Journal of Business*. 2007. № 12 (3). P. 399–403.
27. Findlay M. C., Williams E. E. Toward a Positive Theory of Corporate Financial Policy. *Abacus*. 1987. № 23 (2). P. 107–121.
28. FTSE Country Classification of Equity Markets. FTS Russell. Research Portal. URL: <http://surl.li/nepwk> (дата звернення 04.01.2023).
29. G20/OECD Principles of Corporate Governance. 2015. OECD Publishing, Paris. URL : <http://surl.li/nepwv>
30. Graham J. R., Leary M. T., Roberts M. R. A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*. 2015. № 118 (3). P. 658–683.
31. Gruss B., Kebhaj S. Commodity Terms of Trade: a New Database. *IMF Working Paper 19/21*. 39 p.
32. Haddad K., Lotfaliei B. Trade-off theory and zero leverage. *Finance Research Letters*. 2019. № 31. P. 165–170.
33. Harbula P. The free cash-flow theory versus financial constraints: Investment, corporate governance and soft budgeting problems. *Acta Oeconomica*. 2001. Vol. 51 (4). P. 489–512.
34. Harrington E.C. The desirable function. *Industrial Quality Control*. 1965. Vol. 21 (10). P. 494–498.
35. Harris M., Raviv A. The theory of capital structure. *The journal of finance*. 1991. № 46 (1). P. 297–355.

36. Hengjie Ai, Murray Z. F., Sanati A. The Trade-off Theory of Corporate Capital Structure. *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*. 2020. 65 p.
37. Hilferding R. Finance Capital. A Study of the Latest Phase of Capitalist Development. Ed. Tom Bottomore. 1981. Routledge & Kegan Paul, London.
38. Hrytsenko L., Dekhtyar N., Pihul N., Deineka O., Derkach L., Chepurko V. Improving the methodology of comprehensive assessment of enterprise financial condition: calculation of the integral indicator. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2023. № 5 (52). P. 173–189.
39. Hrytsenko L., Derkach L. Features of enterprise capital formation and management in conditions of economic instability. *Visnyk of Sumy State University. Economy series*. 2022. № 4. C. 302–311.
40. Huszár G., Kozmits I., Nagy Z., Némethné K. M., Potóczki J., Simon B., Valentiny Á. Financial accounts of non-financial corporations, micro and macro statistical data. Published by the Magyar Nemzeti Bank. 2019. 100 p.
41. Jaworski J., Czerwonka L. Determinants of enterprises' capital structure in energy industry: Evidence from European Union. *Energies*. 2021. 14 (7) doi:10.3390/en14071871
42. Jensen M. C. The Free Cash Flow Theory of Takeover: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy. 2003. 47 p. URL : <https://core.ac.uk/download/pdf/6706754.pdf>.
43. Jensen M. C. The free cash flow theory of takeovers: a financial perspective on mergers and acquisitions and the economy. Retrieved from <https://core.ac.uk/download/pdf/6706754.pdf>
44. Jensen M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*. 1986. 76. pp. 323–339.
45. Jordà O., Schularick M., Taylor A. The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles. *Economic Policy*. 2016. Vol. 31, Issue 85 P.107–152.
46. Korzh N. The evolution of capital structure theories and their classification. *Соціально-економічні проблеми і держава*. 2015. № 1 (12). С. 182–189.

47. Kraus A., Litzenberger R. H., A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*. 1973. № 28. P. 911–922.
48. Lutz F. A. The structure of interest rates. *Quarterly Journal of Economics*. 1940. № 55 (1). P. 36–63.
49. Lyubich O. O., Bortnikov G. P., Drobyazko A. O. Comparative analysis of state-owned banks' role in the economy of eastern Europe countries and Ukraine. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2021. Vol. 1. № 32. P. 57–64.
50. Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 1965. 73 (2). P. 110–120.
51. Miller M. H. Debt and Taxes. *The Journal of Finance*. 1977. № 32 (2). P. 261–275.
52. Miller M. H. The M&M propositions 40 years later. *European Financial Management*. 1998. № 4 (2). P. 113–120.
53. Miller M. H., Scholes M. S. Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*. 1978. № 6 (4). P. 333–364.
54. Mizen P., Yalcin C. Monetary policy, corporate financial composition and real activity. *CESifo Economic Studies*. 2006. № 52 (1). P. 177–213.
55. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1963. № 53. P. 433–443.
56. Monks R. A. G. Redesigning corporate governance structures and systems for the twenty first century. *Corporate Governance: An International Review*. 2001. № 9 (3). P. 142 – 147.
57. MSCI. Market cap indexes. URL: <http://surl.li/нерху> (дата звернення 04.01.2023).
58. Müller K., Verner E. Credit Allocation and Macroeconomic Fluctuations. 2023. *NBER Working paper* № w31420. URL : <https://ssrn.com/abstract=4498001>
59. Murray F. Z., Vidhan G. K. Trade-off and Pecking Order Theories of Debt. *Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. Elsevier. 2011. P. 135–202.

60. Murray Z. F., Vidhan K. G., Tao S. The Pecking Order Theory of Capital Structure: Where Do We Stand? *Economics and Finance*. 2020. 42 p.
61. Myers S. C. Financing of corporations. In: Handbook of the Economics of Finance. Elsevier. 2003. vol. 1, P. 215–253.
62. Myers S. C. The capital structure puzzle. 1984. *Journal of Finance*. № 39. P. 574–592.
63. Myers S. C. Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*. 2001. № 15 (2). P. 81-102.
64. Myers S. C. Finance, theoretical and applied. *Annual Review of Financial Economics*. 2015. № 7. P. 1–34.
65. Myers S. C. Financial architecture. *European Financial Management*. 1999. № 5 (2). P. 133–141.
66. Myers S. C. Financing of corporations. Handbook of the Economics of Finance. July. 2002. 41 p.
67. 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. P. 187–221.
68. Nga N. T. V., Long, G. N. The choice of capital structure: A study on energy industry in a developing country. *Accounting*. 2021. № 7 (2). P. 289–294.
69. Ohlson J., Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*. 1980. Vol. 18 (1). pp. 109-131.
70. Okabe M. The financial system and corporate governance in Japan. *Corporate Ownership and Control*. 2006. № 3 (3 A). P. 27 – 38.
71. Ooi J. The determinants of capital structure evidence on UK property companies. *Journal of Property Investment & Finance*. 1999. № 17 (5). P. 464–480.
72. Pandey A. Capital structure puzzle and banks: Need for a unique approach? *Qualitative Research in Financial Markets*. 2022. № 14 (3) P. 380–394.
73. Qi H. Value and capacity of tax shields: an analysis of the slicing approach. *Journal of Banking & Finance*. 2010. № 35 (1). P. 166–173.

74. Qi H., Liu S., Johnson D. A model for risky cash flows and tax shields. *Journal of Economics and Finance*. 2012. № 36 (4). P. 868–881.
75. Rajan R. G., Zingales L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*. 1995. № 50 (5). P. 1421-1460.
76. Robichek A. A., Myers S. C., Problems in the theory of optimal capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1966. № 1. P. 1–35.
77. Ruback R. S. Capital cash flows: a simple approach to valuing risky cash flows. *Financial Management*. 2002. № 31 (2). P. 85–103.
78. S&P 500 PE Ratio. Режим доступу: <http://surl.li/nepyn>
79. S&P Dow Jones Indices' 2020 Country Classification Consultation. https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/indexnews/announcements/20220624-1453594/1453594_spdji2022countryclassificationconsultation6-24-2022.pdf (дата звернення 04.01.2023).
80. Sharpe W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*. 1964. № 19 (3). P. 425–442.
81. Shkolnyk I. Zakharkina L. Fintech innovations and transparency of finance: world practices and Ukrainian realities, Szczecin: Centre of Sociological Research, 2022, 139 p.
82. Shkolnyk I., Frolov S., Orlov V., Dziuba V., Balatskyi Ye. Influence of the world stock markets on the development of the stock market in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*. 2021. № 18 (4). P. 223–240.
83. Shkolnyk I., Tomasz P., Loboda L., Nebaba N. Financial crisis of the real sector enterprises: an integral assessment. *Investment Management and Financial Innovations*, 2019. 16 (4). P. 366-381.
84. Solomon E. The Theory of Financial Management and “Leverage and the Cost of Capital,” *Journal of Finance*, 1963. № XVIII. P. 273–279.
85. Stiglitz J. E. Modigliani, the Modigliani-Miller theorem and macroeconomics. In: *Franco Modigliani and Keynesian Legacy Conference*, 2005. New School University.

86. Stiglitz J. E. Some aspects of the pure theory of corporate finance: bankruptcies and take-overs. *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1972. № 3. P. 458–482.
87. The World Federation of Exchanges. Available at: <https://www.world-exchanges.org/> (дата звернення 10.09.2021)
88. Van Horne J. C., Wachowicz J. M. Fundamentals of financial management. Financial Times – 13th ed., 717 p.
89. Verheliuk Y., Koverninska Y., Korneev V., Kononets A., Bank crediting to the sector of non-financial corporations in Ukraine. *Banks and Bank Systems*. 2019. Vol. 14 (3). P. 64-75.
90. Vickers D. Elasticity of Capital Supply, Monopsonistic Discrimination, and Optimum Capital Structure. *The Journal of Finance*. 1967. № 22 (1). P. 1–9.
91. Александрова Г. В. Методика управління власним та позиковим капіталом підприємства. Режим доступу: <http://surl.li/neptd>
92. Банківське кредитування корпоративного сектору економіки в умовах циклічності : монографія / Л.В. Кузнєцова та ін. ; за ред. Л.В. Кузнєцової. Харків : Диска Плюс, 2018. 280 с.
93. Беренда Н. І., Редзюк Т. Ю., Ворона К. В. Управління структурою капіталу підприємства. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2018. № 19 (1). С. 14–18.
94. Білоцька І. А. Транспарентність корпоративного сектору як передумова результативності бізнесу в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2020. № 5-6. С. 54–58. DOI: 10.32702/2306-6814.2020.5-6.54
95. Бланк І. О. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. – К. : Ельга, 2008. – 724 с.
96. Богуцька Л. Реалізація принципів транспарентності суб'єктів господарювання. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2017. № 4. С. 149–158.

97. Бричко М. М. Оцінювання ефективності управління діяльністю банків в системі фінансових відносин їх стейкхолдерів. Дис. ... канд. екон. наук. УАБС. Суми. 2014. 265 с.
98. Бричко М. М., Літовцева В. Є., Діденко К. В. Взаємозв'язок фінансового та реального сектору економіки під час відновлення суспільної довіри до фінансового сектору країни. *Економіка та держава*. 2021. № 1. С. 70–76.
99. Великий Ю. М., Тешева Л. В., Височін З. В. Управління оптимізацією структури капіталу підприємства. *Причорноморські економічні студії*. 2018. № 29. С. 68–72.
100. Взаємодія банків та інших фінансових установ з підприємствами: теорія, методика і практична реальність: монографія / за заг. Ред. Л.І. Катан та Н.І. Демчук. Дніпро : Пороги, 2018. 460 с.
101. Воробйов Ю. М. Фінансовий капітал акціонерних компаній. *Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції*. 2013. № 1. С.7 – 11
102. Гайдаєнко О., Слатвінська М. Формування оптимальної структури капіталу підприємства. *Облік. Економіка. Менеджмент: наукові нотатки. Міжнародний збірник наукових праць*. 2016. № 1 (9). С. 100–107.
103. Глущенко С.В. Гроші. Кредит. Кредитний ринок : навч. посіб. Київ : НаУКМА, 2015. 204 с.
104. Грицино О. М., Бусленко В. В. Оптимізація структури капіталу підприємств України. *Фінанси, облік і аудит*. 2017. № 1 (29). С. 77–97.
105. Гудзь О. Є., Стецюк П. А., Навроцький С. А., Алексійчук В. М. Науково-методичне забезпечення формування та реалізації фінансової політики підприємства. *Облік і фінанси*. 2013. № 2 (60). С. 69 – 86.
106. Гудзь Т.П. Напрями впливу фінансового сектору економіки України на діяльність підприємств. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2013. № 2 (49) частина 1. С. 19–26.
107. Даниленко А. І., Венгер В.В. Розвиток реального сектору економіки України у повоєнному відновленні. *Фінанси України*. 2022. № 6. С. 7–32.

108. Дехтяр Н. А., Пігуль Н. Г., Кулик Є.М. Особливості фінансового менеджменту акціонерних товариств. *Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка*. 2022. № 4. С. 72-82.
109. Диха М.В., Орлов В.В., Дзюба В.В. Дисбаланси у фінансово-економічній системі та їх вплив на макропоказники країни. *Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Суми, 22-24 листоп. 2021 р., Суми : СумДУ, 2021. С. 31–35.
110. Домбровська С. О. Стратегічні орієнтири управління структурою капіталу підприємства. *Держава та регіони. Серія Економіка та підприємництво*. 2018. № 4 (103). С. 113–119.
111. Домбровська С. О., Горбаченко М. Д. Фінансова стійкість підприємства: оцінка та шляхи підвищення. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2021. № 3-4 (280-281). С. 28–34.
112. Доренський Є. В. Управління капіталом підприємства як фактор його сталого розвитку. *Вісник НТУ «ХПІ»*. 2017. № 54 (1257). С. 47–51.
113. Дрига С.Г., Міщенко І.Д. Управління власним капіталом торговельних підприємств у кризових умовах господарювання. *Проблеми економіки*. 2017. № 3. С. 164 – 169.
114. Дробязко А. О. Любіч О. О., Камінська О. С. Аналіз тенденцій банківського фінансування економіки України у 2021 р.. *Фінанси України*. 2021. № 9. С. 36–51.
115. Дубина М., Пілевич Д., Баранець А. Інформаційна прозорість функціонування страхових компаній в Україні. *Проблеми і перспективи розвитку економіки та управління*. 2018. № 3 (15). С. 145–154.
116. Душак М. І. Науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств. Дис. канд. екон. наук. Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. Суми, СумДУ. 2020. 225 с.
117. Дядюк М. А., Круглова Е. А., Фоцан В. В. Финансовый леверидж как инструмент оценки риска формирования финансовой структуры капитала торгового предприятия. *БізнесІнформ*. 2014. № 9. С. 272 – 278.

118. Єпіфанова І. Ю., Стемблевська О. Г. Сучасні підходи до аналізу ефективності оптимізації структури капіталу підприємств кондитерської галузі України. *Економіка і суспільство*. 2016. № 7. С. 313–319.
119. Житар М. О. Аналіз сучасного стану кредитної діяльності банків України. *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України*. 2017. № 1. С. 94–105.
120. Житар М. О. Фінансова архітектура економіки України: теоретико-методологічні домінанти формування та розвитку : дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.08 та 08.00.03. Чернігів, 2021. - 476 с.
121. Жорова Є. Р. Оптимізація фінансової структури капіталу підприємства. *БізнесІнформ*. 2014. № 4. С. 330-334.
122. Зайцева Л. О. Обмеженість інструментарію фондового ринку в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 3. С. 32–38.
123. Заліско О. І. Ретроспективний аналіз наукових концепцій структури капіталу ТНК. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2015. Випуск 124 (ч. 1). С. 141–155.
124. Зимовець В. В., Терещенко О. О. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки. *Фінанси України*. 2015. № 9. С. 78–95.
125. Ільчук В., Гавриленко Н., Садчикова І. Основні тенденції та перспективи розвитку світового, європейського та українського ринку IPO. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. № 2 (6). С. 263–272.
126. Ільчук В., Гавриленко Н., Садчикова І. Ризики залучення фінансового капіталу та шляхи їх мінімізації. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. № 3 (7). С. 158–170.
127. Ільчук В., Шпомер Т. Проблеми розвитку інституційної складової інфраструктурного забезпечення функціонування кредитного ринку України. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2021. № 3 (27). С. 176–189.
128. Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи: монографія за заг. ред. д.е.н., проф. О. Терещенка. – Київ : КНЕУ, 2017. 495 с.

129. Іоргачова М.І, Ковальова О.М., Коцюрубенко Г.М. Вартісно-орієнтоване управління в системі корпоративного управління компанією. *Економіка та держава*. 2020. № 5. С. 111-115.
130. Іоргачова М.І., Ковальова О.М., Коцюрубенко Г.М. Фінансовий ринок України: сучасний стан основних сегментів. *Ефективна економіка*. 2021. № 2. <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.2.90>
131. Калабухова С., Токарева Т. Транспарентність облікової інформації. *Економічний аналіз*. 2022. Т. 32 № 4. С. 186–197.
132. Коваленко В.В., Ткаченко Д.Ю., Шевченко О.В. Кредитний ринок України: Сучасні проблеми та перспективи розвитку. *Науковий погляд: економіка та управління*. 2018. № 3 (61). С. 90–96.
133. Коваленко Ю.М. Економіка фінансового сектору : навч. посіб. Київ : Центр учбової літератури, 2020. 320 с.
134. Коваль О. А., Літус П. Р. Управління фінансовою стійкістю підприємства. *Ефективна економіка*. 2020. № 12. URL : http://www.economy.nauka.com.ua/pdf/12_2020/79.pdf (дата звернення: 20.05.2023).
135. Ковальова О.М., Іоргачова М.І. Фінансовий результат як індикатор інвестиційної привабливості підприємства. *Економіка та суспільство*. 2022. № 46. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-46-16>
136. Ковальчук Н. О., Федорук Ю. І. Фактори, що визначають структуру капіталу вітчизняних підприємств в мінливих умовах господарювання. *Бізнес Інформ*. 2020. № 4. С. 364–370.
137. Кодекс корпоративного управління: ключові вимоги і рекомендації. Затверджено Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку від 12 бер. 2020 р. URL : <http://surl.li/nerzgz> (дата звернення 20.03.2023 р.).
138. Козюк В. Фінансова глибина: легше потонути, ніж пояснити/ *Дзеркало тижня* : URL: <http://surl.li/nerzgz> (дата звернення: 23.07.2022).

139. Колесова І. В. Фінансовий механізм корпорацій та напрями його модернізації. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2011. № 1. С. 229 – 240.
140. Конєва Т. А. Політика фінансування та фінансова політика підприємства: співвідношення понять. *Наукові праці. Економіка*. № 126 (113). С. 54 – 59.
141. Корбутяк А. Г., Одайська Н. М. Оптимізація структури капіталу підприємства. *Економіка і суспільство*. 2018. № 16. С. 375–381.
142. Коренюк П., Усикова О. Удосконалення методичних підходів до системи управління власним капіталом підприємств. *Економічний часопис Східноукраїнського національного університету імені Лесі Українки*. 2020. № 2. С. 83–89.
143. Корнєєв В. В. Інвестиційна привабливість ринків капіталу: тенденції детінізації бізнес-угод. *Університетські наукові записки*. 2022, № 1-2 (85-86). – С. 17-26.
144. Корнєєв М. В., Гололобов М. І. Теоретичні засади управління капіталом вітчизняних підприємств. *Вісник Дніпропетровського університету. Серія «Економіка»*. 2012. Вип. 6 (4). С. 129-134.
145. Костирко Р.О., Замай О.О. Вартісно-орієнтована звітність як інструмент прозорості фінансового та управлінського обліку. *Економіка та держава*. 2022. № 5. С. 50–55.
146. Крисоватий А. І., Федосов В. М., Рязанова Н.С. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки. *Фінанси України*. 2013. № 9. С. 7 – 27.
147. Круш П.В., Мастюк Д.О. Еволюція теоретичних підходів визначення сутності капіталу підприємства. *Економічний вісник НТУУ «КПІ»*. 2015. № 12. С. 198–206.
148. Кузьменко О. В., Койбійчук В. В. Економетричне моделювання впливу релевантних показників гендерної політики на ефективність діяльності

банківської системи О. В. *Кибернетика и системный анализ : міжнародний науково-теоретичний журнал*. 2018. № 5. С. 3 – 12.

149. Кучменко В. О. Економічна сутність поняття капіталу підприємства та його структури. *Економічний вісник університету*. 2017. № 33/1. С. 232–237.

150. Лісун Я. В., Макатьора Д. А. Функція Харінгтона як інструмент визначення рівня розвитку технологій. *Вісник Київського національного університету технологій та дизайну. Серія Економічні науки*. 2016. № 6 (105). С. 80-85.

151. Лубенець С. В., Гришунін, В. В. (2016). Modeling integral rating evaluation of investment attractiveness of banks. *Bulletin of V. N. Karazin Kharkiv National University Economic Series*. 2016. № (90). С. 97 – 107.

152. Лютик Т.В. Функція бажаності Харрінгтона як інструмент інтегральної оцінки інноваційної та науково-технологічної складових економічного потенціалу. *Історія науки і біографістика*. 2016. - № 4. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/INB_Title_2016_4_11.

153. Матвійчук В.І., Акопян А.С. Підходи до формування інтегрального показника фінансової стійкості університету на основі узагальненої функції бажаності Харрінгтона. *Економіка і організація управління*. 2020. № 3 (39). С. 65 – 80.

154. Мельник І. В. Фінансова політика підприємства як форма реалізації фінансової стратегії. *Економіка АПК*. 2011. № 5. С. 45 – 48.

155. Мельник О. І., Капітан І. М. Сучасні тенденції розвитку фондового ринку України. *Ефективна економіка*. 2019. № 11. Режим доступу: <http://surl.li/neqbb>

156. Методологічний коментар з грошово-кредитної та фінансової статистики. Національний банк України : веб-сайт. URL : <http://surl.li/neqak> (дата звернення 11.08.2022 р.)

157. Мирончук В.М. Використання функції Харрінгтона при оцінюванні фінансової стійкості банків України. *Економіка. Управління. Інновації. Серія :*

Економічні науки. №1. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui_2012_1_32 (дата звернення: 15.09.2020).

158. Миськів Г.В. Функціонування та розвиток кредитного ринку України. : дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.08. Київ, 2016. 539 с.

159. Михайленко О. В., Скоморохова С. Ю., Чернова А. О. Управління структурою капіталу підприємства за критерієм мінімізації його вартості. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2018. № 30 (2). С. 147-151.

160. Мігус І. П. Особливості здійснення IPO на зарубіжних фондових біржах. *Вчені записки Університету «КРОК»*. 2019. № 2 (54). С. 184–190.

161. Мінєнкова О.В. Оцінка діяльності підприємства на основі інтегрального показника якості збалансованої системи показників. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2017. Вип. 25 (2). С. 187–194.

162. Міщенко А. С. Інтеграційні процеси на фоновому ринку України. *Науково-виробничий журнал «Бізнес-навігатор»*. 2020. № 3 (59). С. 135–139.

163. Міщук Є. В., Міщенко В. В. Особливості системи управління власним капіталом підприємства та шляхи її вдосконалення. *Агросвіт*. 2015. № 24. С. 46–49.

164. Нужна О. Аналіз фінансової незалежності підприємств України. *Економічний форум*. 2023. № 1 (2). С. 60–65. <https://doi.org/10.36910/6775-2308-8559-2023-2-9>

165. Оголь Д. О. Вплив грошово-кредитної політики на економічне зростання України : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08. Суми, 2016. 285 с.

166. Олександренко І. В. Управління власним капіталом підприємства. *Економічний форум*. 2016. № 3. С. 211–216.

167. Орлов В. В. Теоретико-методологічне обґрунтування структурних змін в фінансовій системі України. *Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія «Економіка і менеджмент»*. 2021. № 3 (89) С. 3–10.

168. Орлов В. В. Фінансові дисбаланси та їх вплив на стан фінансової системи України. *Підприємництво та інновації*. 2021. № 21. С. 84–90.

169. Орлов В. В., Дзюба В. В. Особливості розвитку цифрової валюти як бізнес-моделі фінансового посередництва в Україні. *Modern research in world science* : матеріали II міжнар. наук.-практ. дистанц. конф., м. Львів, 15-17 трав. 2022 р. Львів, 2022. С. 1429–1435.
170. Офіційний сайт компанії ДТЕК ВДЕ. https://renewables.dtek.com/ir/#about_us (дата звернення 02.09.2021).
171. Парфенюк М.В., Дергалюк Б.В. Економічна сутність поняття «фінансова політика» та принципи її реалізації на підприємстві. *Актуальні проблеми економіки та управління*. 2017. № 11. URL : <http://surl.li/nnuhx>
172. Пігуль Н. Г., Дехтяр Н. А., Пігуль Є. І. Теоретичні засади управління капіталом підприємства. *Інфраструктура ринку*. 2020. № 48. С. 251-256.
173. Пігуль Н. Г., Дехтяр Н. А., Поповченко А. Л. Теоретичні засади управління фінансовою стійкістю підприємства. *Інфраструктура ринку*. 2022. № 69. С.199 -205
174. Піменова М.М., Кулініч А. В., Савва О. О. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2017. № 16. С. 778–781.
175. Правила Акціонерного товариства «Фондова біржа «ПФТС» (нова редакція). Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 07.лип.2021. № 475. Київ. 2021. 108 с.
176. Примостка О.О. Оптимізація структури капіталу ТНК в умовах глобалізації. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство»*. 2017. № 15 (2). С. 105–108.
177. Припотень В. Ю., Алфьорова І. Є. Критерії оптимізації структури капіталу з метою забезпечення стійкого економічного розвитку. *Економіка будівництва і міського господарства*. 2018. № 14 (2). С. 133–143
178. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність : Закон України від 16 лип. 1999 р. № 996-XIV. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/996-14#Text>. (дата звернення – 12.03.2023 р.)

179. Про внесення змін до законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів. Закон України від 19 черв. 2020 р. № 738-IX. URL: <http://surl.li/nejjn> (дата звернення 18.08.2021).
180. Про доступ до публічної інформації. Закон України від 13 лист. 2011 р. № 2939-VI. URL : <http://surl.li/whcm> (дата звернення 21.03.2022 р.)
181. Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності». Наказ Міністерства фінансів України від 07. 02.2013. № 73. URL: <http://surl.li/slib>
182. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Від 22.11.2012. № 1688. Режим доступу: <http://surl.li/nejjx>
183. Про затвердження Принципів корпоративного управління. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 груд. 2003 р. № 571. URL : <http://surl.li/nejkl> (дата звернення 20.03.2023 р.)
184. Про затвердження Принципів корпоративного управління. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22 лип. 2014 р. № 955. URL : <http://surl.li/nejkv> (дата звернення 20.03.2023 р.).
185. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23 лют. 2006 р. № 3480-IV. URL: <http://surl.li/agkiz> (дата звернення 18.08.2021).
186. Резяпов К. І. Регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03. Дніпро, 2021. 218 с.
187. Рибіцька А. В. Управління капіталом підприємства на основі оптимізації структури позикового капіталу. *Фінансовий простір*. 2014. № 2 (14). С. 144–148.
188. Росола У. В., Щока Н. І., Ярмолюк М. С. Кредитна політика та аналізу сучасного стану кредитного ринку України. *Науковий вісник Мукачівського державного університету. Серія економіка*. 2018. Вип. 1 (9). С. 181–188.

189. Рудика В. І., Сукрушева Г. О., Гонтар Т. Ю. Теоретична сутність категорії «власний капітал підприємства». *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2017. № 17. С. 436–439.
190. Савельєва Т. М. Напрямки удосконалення управління капіталом підприємства. *Економіка будівництва і міського господарства*. 2014. № 10 (3). С. 191–196.
191. Садчикова І., Садчиков В. Фінансові інструменти розвитку кредитного ринку України в період військового стану. *Науковий вісник Полісся*. 2022. № 2 (25). С. 190–205.
192. Салига К. С., Писаренко А. А. Оптимізація структури капіталу підприємства. *Інвестиції: практика та досвід*. 2011. № 10. С. 27–29.
193. Салькова І. Ю., Санцевич В. О. Економічна сутність фінансової стійкості підприємства. *Економіка і суспільство*. 2018. № 16. С. 790–794.
194. Селіверстова Л. С. Фінансовий механізм у системі корпоративного управління. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 16. С. 63 – 66.
195. Система аналітики відкритих даних. Clarity-Project. URL : <https://clarity-project.info/about>
196. Стефанів І. Ф. Напрямки удосконалення фінансової політики підприємств. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. № 13. С. 542 – 547.
197. Стецько М. В. Ринок капіталів у фінансуванні підприємств: сучасний стан і тенденції розвитку. Монографія. Тернопіль. ТНЕУ, 2017. 345 с.
198. Сторожук Т. М., Сторожук Д. Є. Фінансова політика підприємства в контексті його внутрішньогосподарської політики. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2011. № 1. С. 559–567.
199. Сторонянська І. З., Беновська Л. Я., Кредитно-інвестиційні чинники економічного зростання регіонів України в умовах фінансово-економічної турбулентності. *Фінанси України*. 2021. № 8. С. 81–99.

200. Стригуль Л. С. Економіко-математичне забезпечення оцінки достатності фінансових ресурсів підприємства в сучасних умовах господарювання. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. № 10. С. 516–520.
201. Стрижак О. Є., Потапов Г. М., Правдивець О. М. Таксономічні засади фінансового менеджменту. *Фінанси України*. 2022. № 11. С. 95–112.
202. Трач С.С. Банківське кредитування в Україні: вітчизняний та міжнародний досвід США й Великої Британії. *Науковий вісник Національної академії внутрішніх справ*. 2014. № 4. С. 233–244.
203. Третьякова О. В., Харабара В. М., Грешко Р. І. Фондовий ринок України: особливості функціонування в сучасних умовах. *Економіка та держава*. 2020. № 5. С. 103–107.
204. Федосов В., Рязанова Н. Концептуальні питання теорії корпоративних фінансів. *Ринок цінних паперів України*. 2013. № 3 – 4. С. 39 – 55.
205. Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України : колективна монографія / Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О. та ін. ; за ред. В.В. Зимовця ; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». К., 2019. – 306 с.
206. Фролов С. М., Виговська Н. Г., Дзюба В. В. Фінансова політика щодо формування оптимальної структури капіталу корпорацій. *Економіка, управління та адміністрування*. 2021. № (2(96)). С. 85–90. [https://doi.org/10.26642/ema-2021-2\(96\)-85-90](https://doi.org/10.26642/ema-2021-2(96)-85-90)
207. Фролов С. М., Дзюба В. В. Формування фінансової політики корпорації. *Проблеми планування в ринкових умовах* : тези допов. XX міжнар. наук.-практ. конф., м. Хмельницький, 28-30 жовт. 2021 р., Хмельницький : Хмельницький національний університет. С. 75–77.
208. Фролов С. М., Диха М. В., Дзюба В. В. Методи оптимізації структури капіталу корпорації. *Вісник Хмельницького національного університету. Серія: економічні науки*. 2021. № 5. Том 1. С. 258 – 263.

209. Фролов С., Дзюба В., Орлов В. Контент-аналіз теоретичних засад управління структурою капіталу. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2020. № 3 (20). С. 120–129.
210. Фролов С.М., Орлов В.В., Дзюба В.В. Дослідження причинності (каузальності) формування реального ВВП України. *Інноваційний розвиток економіки: інфраструктурний та інвестиційний аспекти* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Запоріжжя, 26-27 листоп. 2021 р.. Запоріжжя, 2021. С.113–118.
211. Хома І. Б., Хоркава Н. Б. Банківське кредитування: аналіз сучасного стану на ринку фінансових послуг в Україні. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. Вип. 6 (17). С. 606–611.
212. Чайковська В. П. Фінансова політика: підходи до розуміння та значення в діяльності підприємства. *Наукові записки. Серія «Економіка»*. 2013. № 23. С. 247 – 251.
213. Шаповал Ю. І. Фінансова глибина в контексті взаємозв'язку з економічним зростанням. *Фінанси України*. 2021. № 6. С. 72–88.
214. Шевцова О.Й., Тутова О.Р. Кредитний ринок: ресурси та ризики. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2022. № 9 – 10 (298-299). С. 95–102.
215. Шишков С. Є. Модернізація інституційних засад фондового ринку в Україні: перспективи оновлення фінансового інструментарію. *Економіка України*. 2021. № 9. С. 18–40.
216. Школьник І. Дзюба В. Транспарентність фінансової діяльності корпоративних підприємств. *Економіка та суспільство*. 2023. № (55). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-55-36>.
217. 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.

218. Школьник І. О., Бухтіарова А. Г. Аналіз зведеного бюджету України з використанням функції бажаності Гаррінгтона. *Міжнародний науковий журнал "Інтернаука". Серія: "Економічні науки"*. 2020. №9 (41), т. 2. С. 90-97.
219. Школьник І. О, Боярко І. М., Сюркало Б. І. Фінансовий менеджмент. Навч. посіб. Суми. Університетська книга. 2009. 301 с.
220. Школьник І. О. Фінансовий менеджмент навч. посіб. / За заг. ред. І. О. Школьник, В. М. Кремень та ін. К.: «Центр учбової літератури», 2014. 488 с.
221. Школьник І. О., Семенов А. Ю. Взаємодія інститутів фінансового посередництва з реальним сектором економіки. *Фінанси України*. 2011. № 1. С. 83–93.
222. Школьник І.О., Дзюба В.В. Оптимальна структура капіталу підприємства: теоретичне узагальнення. *Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України*. матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Суми, 5-6 груд. 2022 р., Суми : СумДУ, 2022. С. 9–13.
223. Шумигора К. В., Дзюба В. В. Вдосконалення методики аналізу фінансових результатів діяльності підприємства. *Актуальні питання розвитку сучасної науки та освіти (частина I)* : матеріали III міжнар. наук.-практ. конф., м. Львів, 16-17 січ. 2021 р., Львів : Львівський науковий форум, 2021. С. 74–75.
224. Щербань О. Д., Насібова О. В., Сухоруков Р. В. Методи регулювання та оптимізації структури капіталу підприємства. *Економіка та держава*. 2017. № 12. С. 82-88.
225. Щодо узагальнення практики застосування законодавства з питань корпоративного управління : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12 бер. 2020 р. № 118. URL : <http://surl.li/neqmg> (дата звернення 20.03.2023 р.).
226. Яковець Т. Розрахунок оптимальної структури капіталу для підприємств лісового господарства. *Економічний аналіз*. 2013. № 12 (4). С. 175–179.

ДОДАТКИ
Додаток А
Класифікація фондових ринків

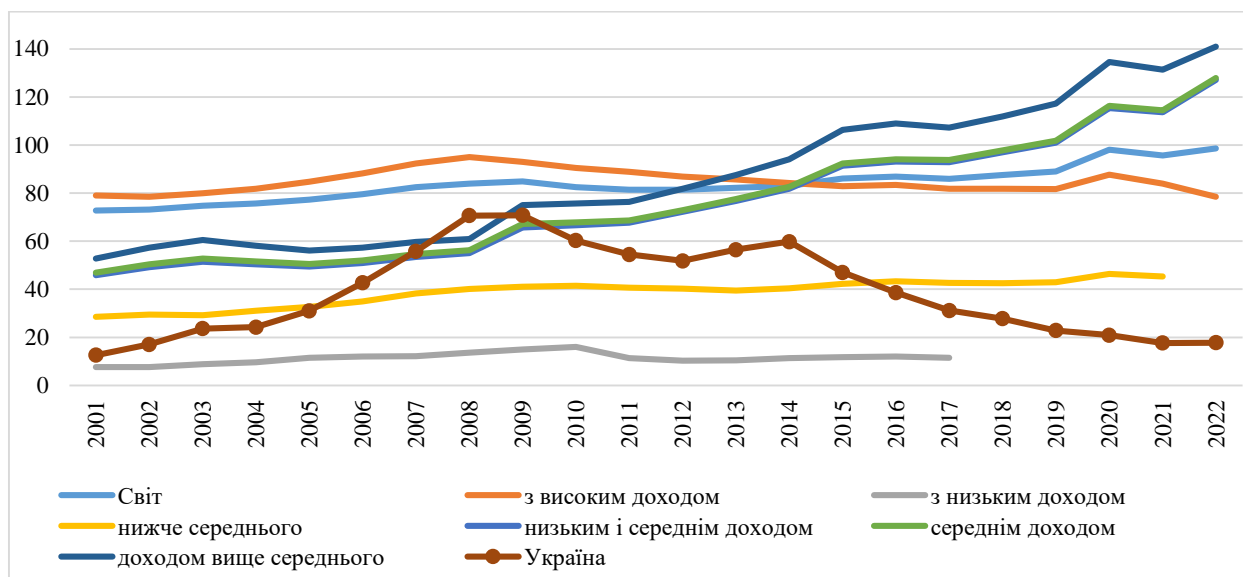
Рейтинг	Класифікація та країни
FTSE (станом на кінець вересня 2022 р.), [28]	Розвинені (developed) (25 країн): Австралія, Австрія, Бельгія/Люксембург, Велика Британія, Гонг Конг, Данія, Ізраїль, Ірландія, Іспанія, Італія, Канада, Нідерланди, Німеччина, Нова Зеландія, Норвегія, Південна Корея, Польща, Португалія, Сінгапур, США, Фінляндія, Франція Швеція, Швейцарія, Японія.
	Просунуті, що розвиваються (advanced emerging) (10 країн): Бразилія, Греція, Малайзія, Мексика, Південна Африка, Таїланд, Тайвань, Туреччина, Угорщина, Чеська Республіка.
	Вторинні ринки, що розвиваються (secondary emerging) (14 країн): Єгипет, Індія, Індонезія, Ісландія, Катар, Китай, Колумбія, Кувейт, ОАЕ, Пакистан, Румунія, Саудівська Аравія, Філіппіни, Чилі.
	Граничні (frontier) (30 країн): Бангладеш, Бахрейн, Болгарія, Ботсвана, Гана, Естонія, Йорданія, Казахстан, Кіпр, Кенія, Кот-д'Івуар, Латвія, Литва, Маврикій, Мальта, Марокко, Нігерія, Оман, Палестина, Перу, Республіка Північна Македонія, Сербія, Словацька Республіка, Словенія, Танзанія, Туніс, В'єтнам, Хорватія, Шрі Ланка.
MSCI, (станом на травень 2022 р.), [57]	Розвинені (developed) (23 країни): Австралія, Австрія, Бельгія, Велика Британія, Гонг Конг, Данія, Ізраїль, Ірландія, Іспанія, Італія, Канада, Нідерланди, Німеччина, Нова Зеландія, Норвегія, Португалія, Сінгапур, США, Фінляндія, Франція, Швеція, Швейцарія, Японія.
	Ринки, що розвиваються (emerging) (24 країни): Бразилія, Греція, Єгипет, Індія, Індонезія, Катар, Китай, Корея, Колумбія, Кувейт, Малайзія, Мексика, ОАЕ, Південна Африка, Перу, Польща, Саудівська Аравія, Тайвань, Таїланд, Туреччина, Угорщина, Філіппіни, Чеська Республіка, Чилі.
	Граничні (frontier) (19 країн): Бахрейн, Бангладеш, В'єтнам, Естонія, Ісландія, Йорданія, Литва, Казахстан, Кенія, Маврикій, Марокко, Нігерія, Оман, Румунія, Сербія, Словенія, Туніс, Хорватія, Шрі Ланка.
	Автономний індекс ринку (standalone market index) (11 країн): Болгарія, Боснія Герцеговина, Ботсвана, Зімбабве, Лівія, Мальта, Палестина, Панама, Тринідад і Тобаго, Україна , Ямайка.
S&P Dow Jones Indices, (станом на червень 2022 р.), [79]	Розвинені (developed) (25 країн): Австралія, Австрія, Бельгія, Велика Британія, Гонг Конг, Данія, Ізраїль, Ірландія, Іспанія, Італія, Канада, Люксембург, Нідерланди, Німеччина, Нова Зеландія, Норвегія, Південна Корея, Португалія, Сінгапур, США, Фінляндія, Франція, Швеція, Швейцарія, Японія.
	Ринки, що розвиваються (emerging) (24 країни): Бразилія, Греція, Єгипет, Індія, Індонезія, Катар, Китай, Колумбія, Кувейт, Малайзія, Мексика, ОАЕ, Пакистан, Південна Африка, Перу, Польща, Саудівська Аравія, Тайвань, Таїланд, Туреччина, Угорщина, Філіппіни, Чеська Республіка, Чилі.
	Граничні (frontier) (31 країна): Аргентина, Бахрейн, Бангладеш, Болгарія, Ботсвана, В'єтнам, Гана, Естонія, Замбія, Ісландія, Йорданія, Латвія, Литва, Казахстан, Кенія, Кіпр, Кот-д'Івуар, Маврикій, Марокко, Намібія, Нігерія, Оман, Панама, Румунія, Словацька Республіка, Словенія, Тринідад і Тобаго, Туніс, Хорватія, Шрі Ланка, Ямайка.

Джерело: складено автором на основі [28, 57, 79]

Додаток Б

Показники кредитування НФК

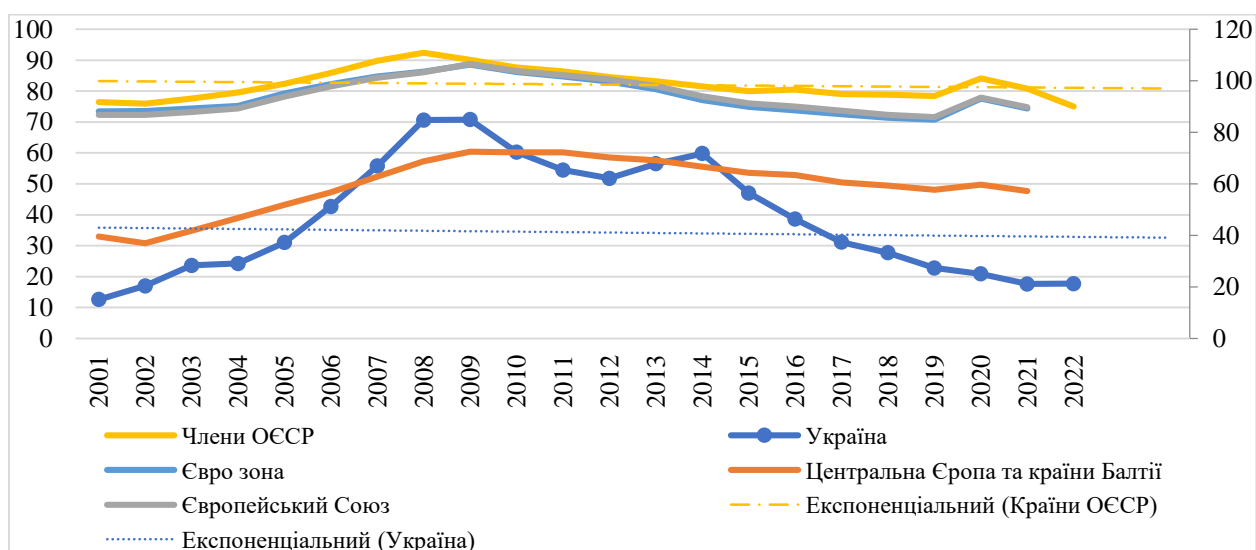
Рисунок Б 1 – Динаміка внутрішнього кредиту приватному сектору у % до ВВП за групами країн з різним рівнем доходів згідно з класифікацією Світового банку



Джерело: складено автором за даними Світового банку

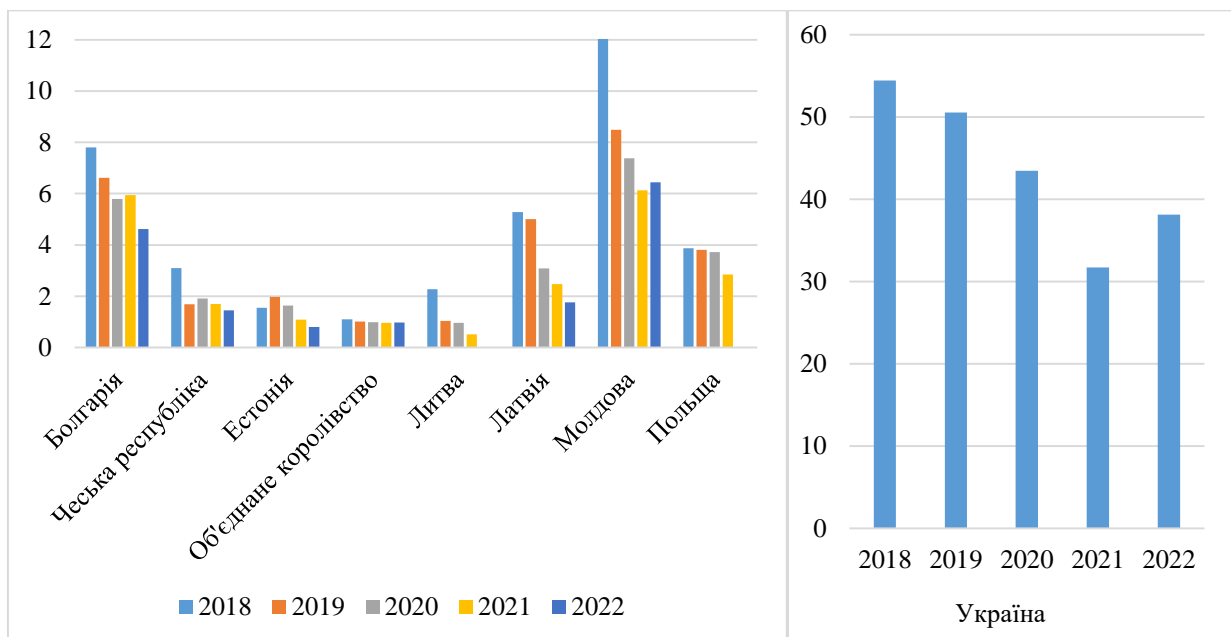
Продовження додатку Б

Рисунок Б 2 – Динаміка внутрішнього кредиту приватному сектору у % до ВВП за групами європейських країн



Джерело: складено автором за даними Світового банку

Рисунок Б 3 – Динаміка частки непрацюючих кредитів у % до ВВП



Джерело: складено автором за даними Світового банку

Продовження додатку Б

Таблиця Б1 – Структурно-динамічні зміни частки кредитів за строками погашення

	у т.ч. до 1 року	від 1 року до 5 років	більше 5 років	Інші
Січ.19	0,83460	0,05786	0,00683	0,10071
Лют.19	0,80211	0,06673	0,02553	0,10563
Бер.19	0,79639	0,06467	0,02520	0,11373
Кві.19	0,81849	0,06045	0,00974	0,11132
Тра.19	0,82527	0,04673	0,01021	0,11779
Чер.19	0,78536	0,08840	0,01222	0,11403
Лип.19	0,80325	0,05908	0,01590	0,12177
Сер.19	0,79424	0,05753	0,01874	0,12949
Вер.19	0,80551	0,07491	0,00755	0,11203
Жов.19	0,82063	0,05543	0,01515	0,10879
Лис.19	0,83377	0,05050	0,01103	0,10470
Гру.19	0,81576	0,06796	0,01178	0,10451
Січ.20	0,83295	0,05845	0,00361	0,10499
Лют.20	0,79001	0,08539	0,00489	0,11971
Бер.20	0,80288	0,07302	0,00514	0,11895
Кві.20	0,83802	0,05081	0,00376	0,10741
Тра.20	0,84995	0,04125	0,00372	0,10509
Чер.20	0,80698	0,06768	0,02288	0,10246
Лип.20	0,80448	0,07056	0,01203	0,11293
Сер.20	0,79493	0,08658	0,00931	0,10918
Вер.20	0,78797	0,08277	0,01380	0,11546
Жов.20	0,77999	0,09583	0,01154	0,11264
Лис.20	0,79763	0,05905	0,01307	0,13025
Гру.20	0,77372	0,09475	0,00976	0,12176
Січ.21	0,76661	0,10124	0,00618	0,12597
Лют.21	0,78873	0,08128	0,00607	0,12391
Бер.21	0,79129	0,08641	0,00648	0,11581
Кві.21	0,76317	0,11167	0,00493	0,12023
Тра.21	0,73981	0,08537	0,02832	0,14649
Чер.21	0,73810	0,10611	0,01591	0,13988
Лип.21	0,72560	0,12104	0,01492	0,13844
Сер.21	0,74594	0,10109	0,01032	0,14264
Вер.21	0,76267	0,08370	0,01220	0,14143
Жов.21	0,75205	0,08786	0,01713	0,14295
Лис.21	0,76815	0,09011	0,00645	0,13528
Гру.21	0,73367	0,09622	0,00844	0,16168
Січ.22	0,72281	0,11606	0,00746	0,15367
Лют.22	0,75595	0,09293	0,00692	0,14420
Бер.22	0,88518	0,02392	0,00524	0,08566
Кві.22	0,78902	0,11627	0,00919	0,08552
Тра.22	0,83211	0,09087	0,00401	0,07301
Чер.22	0,85169	0,07194	0,00711	0,06926
Лип.22	0,77260	0,16090	0,00824	0,05826
Сер.22	0,78912	0,12052	0,00901	0,08135
Вер.22	0,85201	0,06358	0,00815	0,07625
Жов.22	0,79825	0,11397	0,01193	0,07584
Лис.22	0,82290	0,07196	0,00792	0,09721
Гру.22	0,73772	0,16383	0,01229	0,08616

Джерело: авторські розрахунки на основі даних НБУ

Продовження додатку Б

Таблиця Б 2 – Описова статистика структурних змін за новими кредитами

Показники	A	B+C+D+E	F	G	H	L	M	Інші
Середнє	0,0709	0,1927	0,0127	0,5972	0,0835	0,0079	0,0143	0,0208
Стандартна похибка	0,0055	0,0049	0,0006	0,0084	0,0031	0,0006	0,0019	0,0018
Медіана	0,0597	0,1907	0,0120	0,6112	0,0833	0,0076	0,0085	0,0167
Стандартне відхилення	0,0384	0,0342	0,0040	0,0581	0,0216	0,0040	0,0129	0,0127
Дисперсія вибірки	0,0015	0,0012	0,0000	0,0034	0,0005	0,0000	0,0002	0,0002
Екссес	2,3900	-0,4945	-0,2327	0,4814	0,8441	1,4106	2,4497	2,3092
Асиметричність	1,8053	0,6145	0,3514	-1,0278	-0,1273	0,9297	1,5329	1,5600
Інтервал	0,1446	0,1297	0,0173	0,2506	0,1169	0,0196	0,0582	0,0542
Мінімум	0,0339	0,1430	0,0043	0,4320	0,0255	0,0010	0,0016	0,0062
Максимум	0,1785	0,2727	0,0216	0,6826	0,1424	0,0205	0,0598	0,0604

Таблиця Б 3 – Описова статистика структурних змін за залишками коштів за кредитами

Показники	A	B+C+D+E	F	G	H	L	M	Інші
Середнє	10,014	30,826	3,536	36,108	4,320	7,380	2,248	5,569
Стандартна похибка	0,412	0,342	0,141	0,239	0,079	0,071	0,210	0,262
Медіана	8,575	31,746	3,170	36,373	4,303	7,372	1,569	5,956
Мода	15,414	27,427	2,566	37,146	3,433	7,446	1,644	4,925
Стандартне відхилення	2,796	2,321	0,959	1,621	0,535	0,479	1,423	1,775
Дисперсія вибірки	7,815	5,387	0,920	2,627	0,287	0,230	2,024	3,152
Екссес	-0,131	-1,053	0,745	1,263	-0,342	-0,144	-0,664	2,069
Асиметричність	1,189	-0,531	1,330	-0,771	0,072	0,433	1,115	0,343
Інтервал	8,222	7,545	3,436	7,981	2,018	2,205	3,764	9,122
Мінімум	7,306	26,467	2,566	31,266	3,318	6,576	1,119	1,613
Максимум	15,528	34,012	6,002	39,247	5,336	8,781	4,883	10,735

Джерело: авторські розрахунки

Рисунок Б 4 – Коефіцієнти сезонності кредитування суб'єктів господарювання

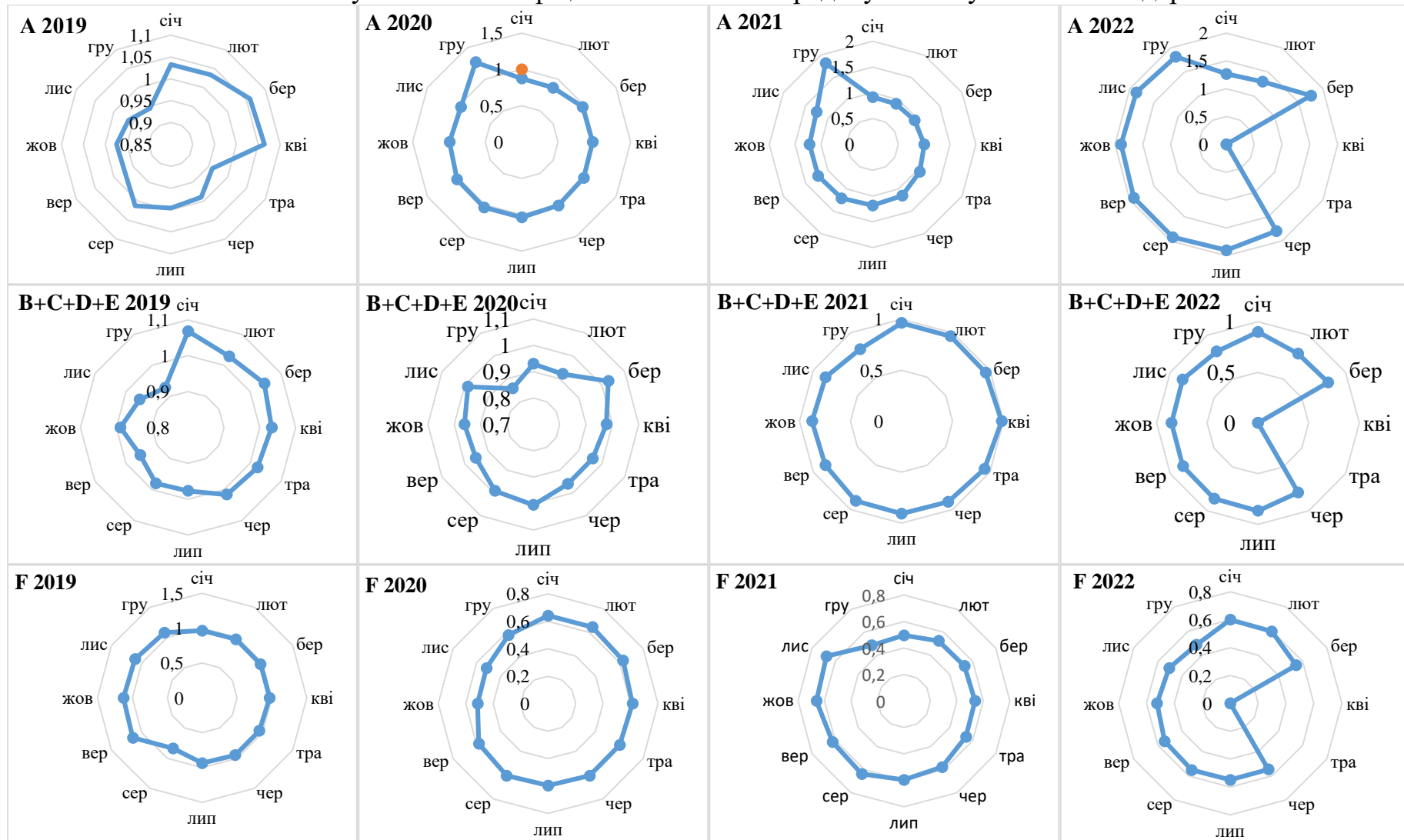
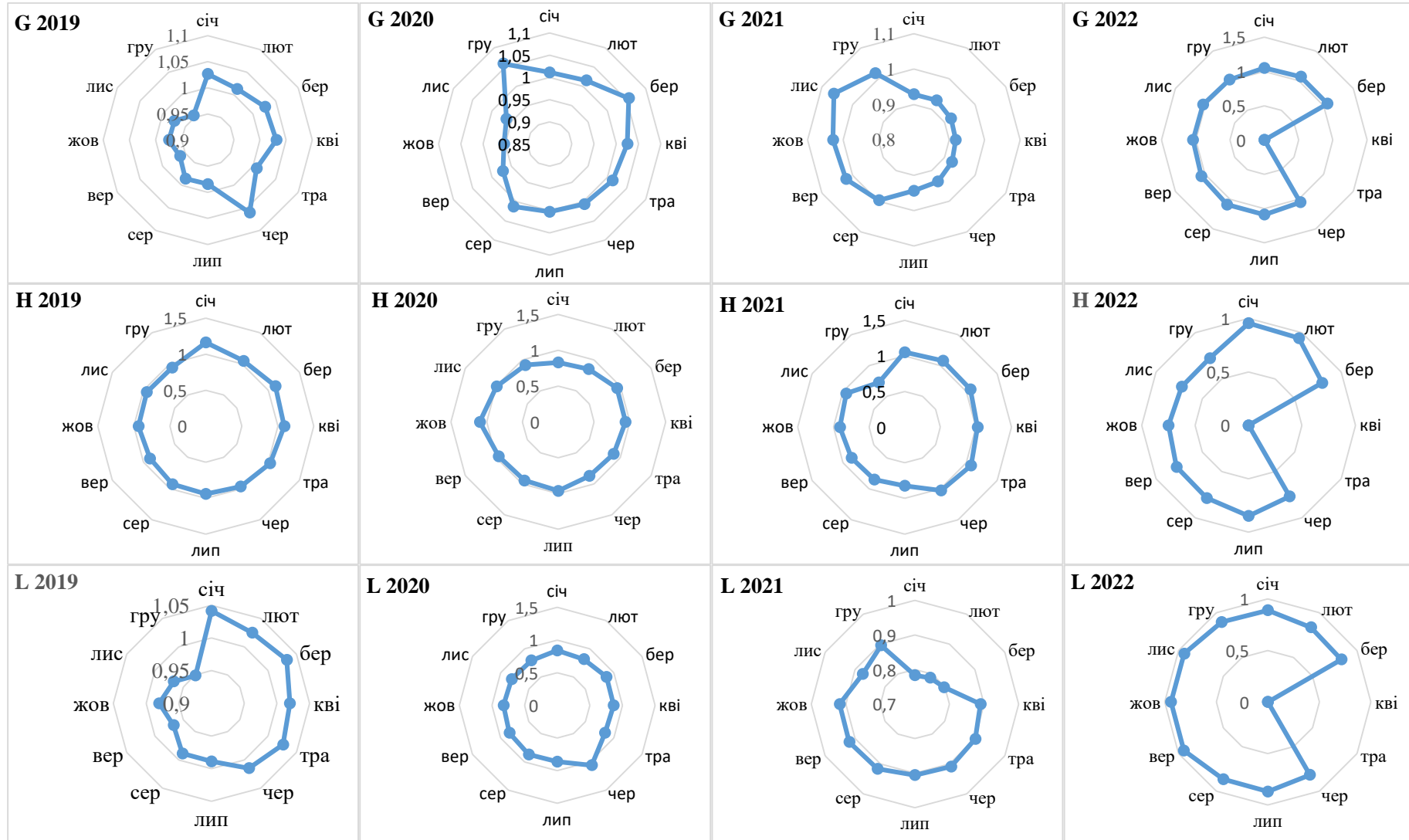


Рисунок Б 4 – Коефіцієнти сезонності кредитування суб'єктів господарювання



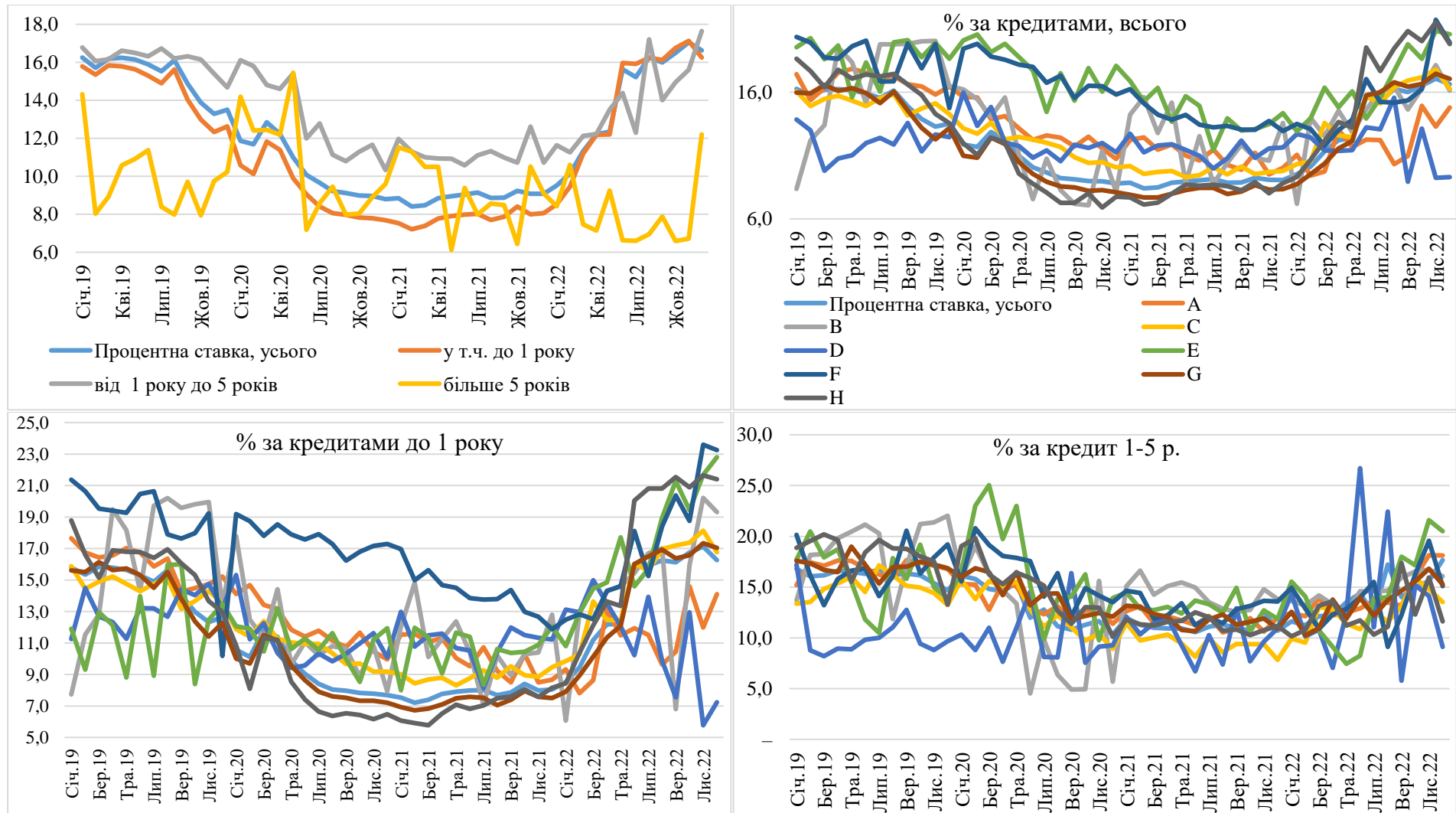
Таблиця Б 4 – Описова статистика динаміки процентних ставок та коефіцієнти парної кореляції між ними за новими кредитами

Показники	Усього	А	В	С	Д	Е	Ф	Г	Н	Л	М
Середнє	12,1596	13,1949	13,6230	12,8178	11,8891	16,9494	16,3829	11,7510	12,6512	12,1578	14,2827
Стандартна похибка	0,4469	0,3716	0,5514	0,3780	0,2076	0,3698	0,3773	0,5025	0,6742	0,5103	0,6225
Медіана	11,7735	12,4160	14,0123	12,5241	11,7728	17,1792	16,3508	10,9066	11,9893	11,7369	14,0162
Стандартне відхилення	3,0959	2,5744	3,8201	2,6191	1,4381	2,5618	2,6138	3,4817	4,6711	3,5352	4,3131
Дисперсія вибірки	9,5849	6,6274	14,5930	6,8595	2,0681	6,5630	6,8318	12,1223	21,8189	12,4977	18,6032
Екссес	-1,6360	-1,1506	-0,8453	-1,4089	1,2061	-1,1436	-1,1808	-1,5797	-1,3782	0,4498	-0,8106
Асиметричність	0,2568	0,4050	-0,0397	0,1597	0,5814	-0,2095	0,1411	0,3273	0,3787	0,8763	0,3790
Інтервал	8,6504	8,4301	12,9722	8,4898	7,0347	9,3965	9,9298	9,7594	14,5922	15,1357	16,6016
Мінімум	8,4046	9,4139	7,0766	9,2986	8,9276	11,4391	11,7760	7,6905	6,9081	6,6164	7,7052
Максимум	17,0550	17,8440	20,0488	17,7884	15,9623	20,8356	21,7058	17,4499	21,5003	21,7521	24,3068
Коефіцієнт кореляції: всього	X	0,6825	0,6346	0,9671	0,0985	0,6042	0,6063	0,9971	0,9802	0,4658	0,7944
до 1 року	X	0,6570	0,6063	0,9723	0,0679	0,6103	0,6382	0,9974	0,9767	0,6471	0,7906
від 1 до 5 років	x	0,8592	0,5983	0,8365	0,1562	0,5033	0,5188	0,8675	0,7397	0,4106	0,5717

*А - Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство; В - добувна промисловість і розроблення кар'єрів; С – переробна промисловість; Д - постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря; Е – водопостачання; каналізація, поводження з відходами; Ф – будівництво; Г - Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; Н - Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність.

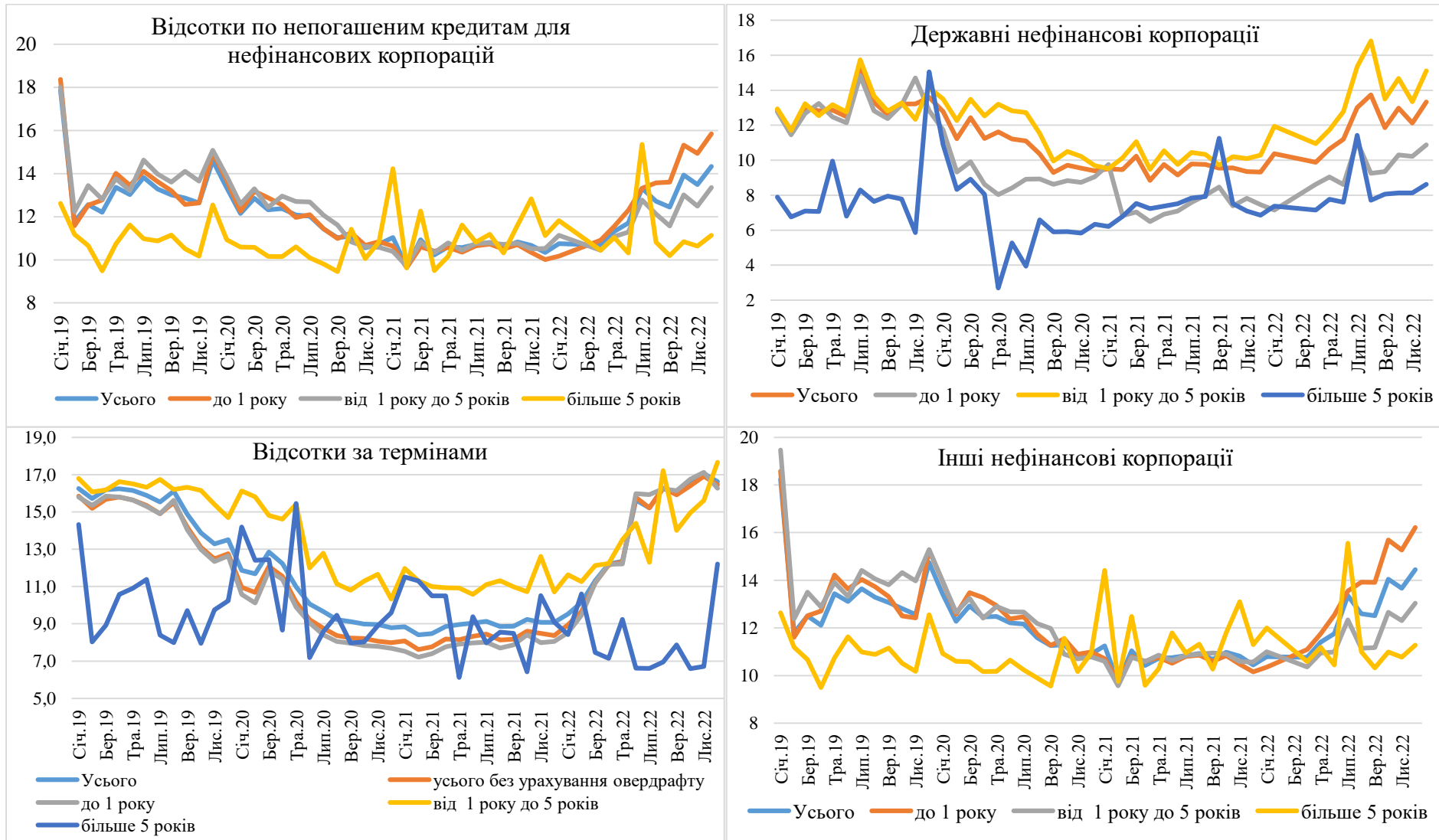
Джерело: авторські розрахунки

Рисунок Б 5 – Динаміка процентних ставок за новими кредитами*



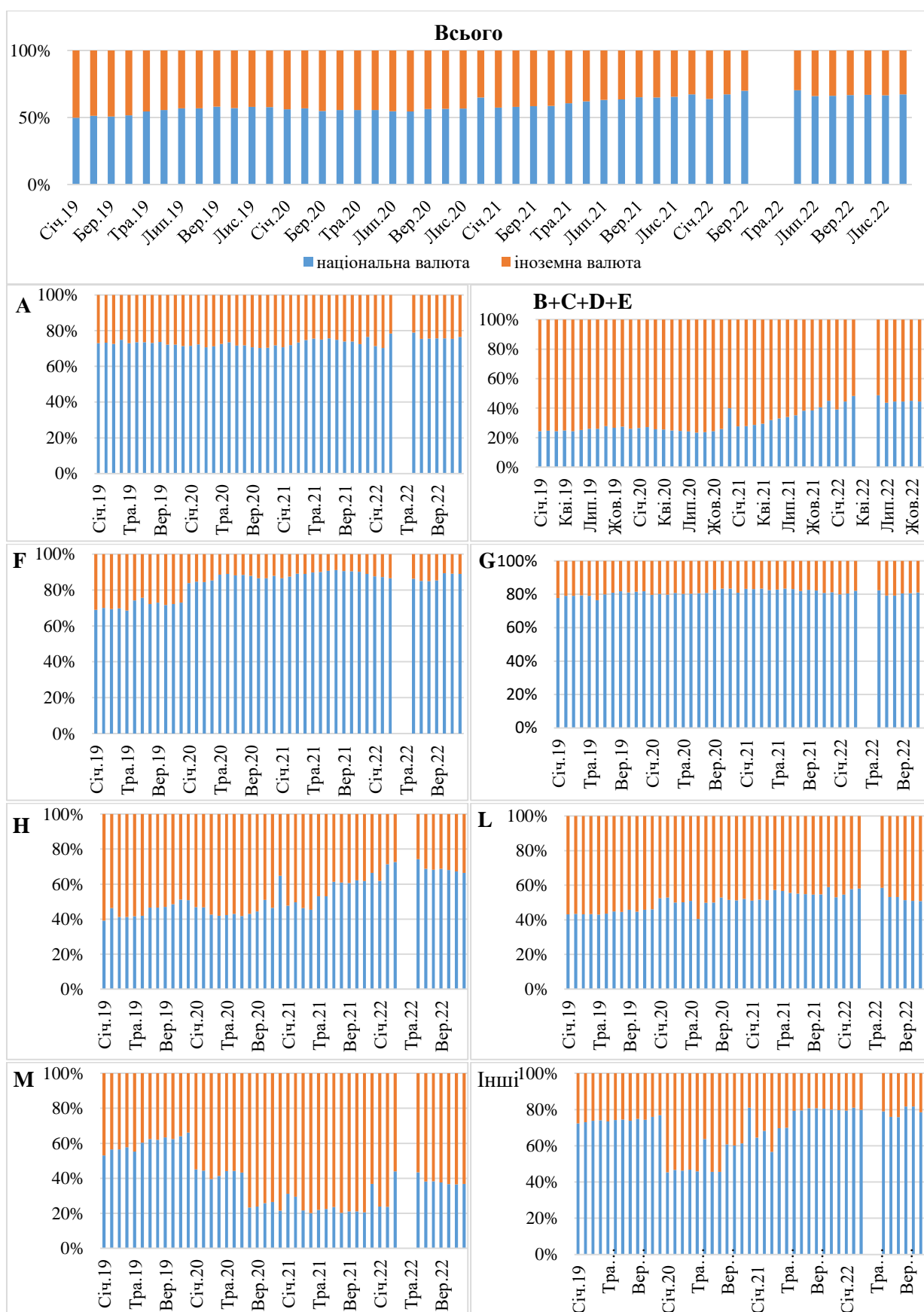
*А - Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство; В - добувна промисловість і розроблення кар'єрів; С – переробна промисловість; D - постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря; Е – водопостачання; каналізація, поводження з відходами; F – будівництво; G - Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; Н - Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність.

Рисунок Б 6 – Динаміка відсотків за непогашеними кредитами



Продовження додатку Б

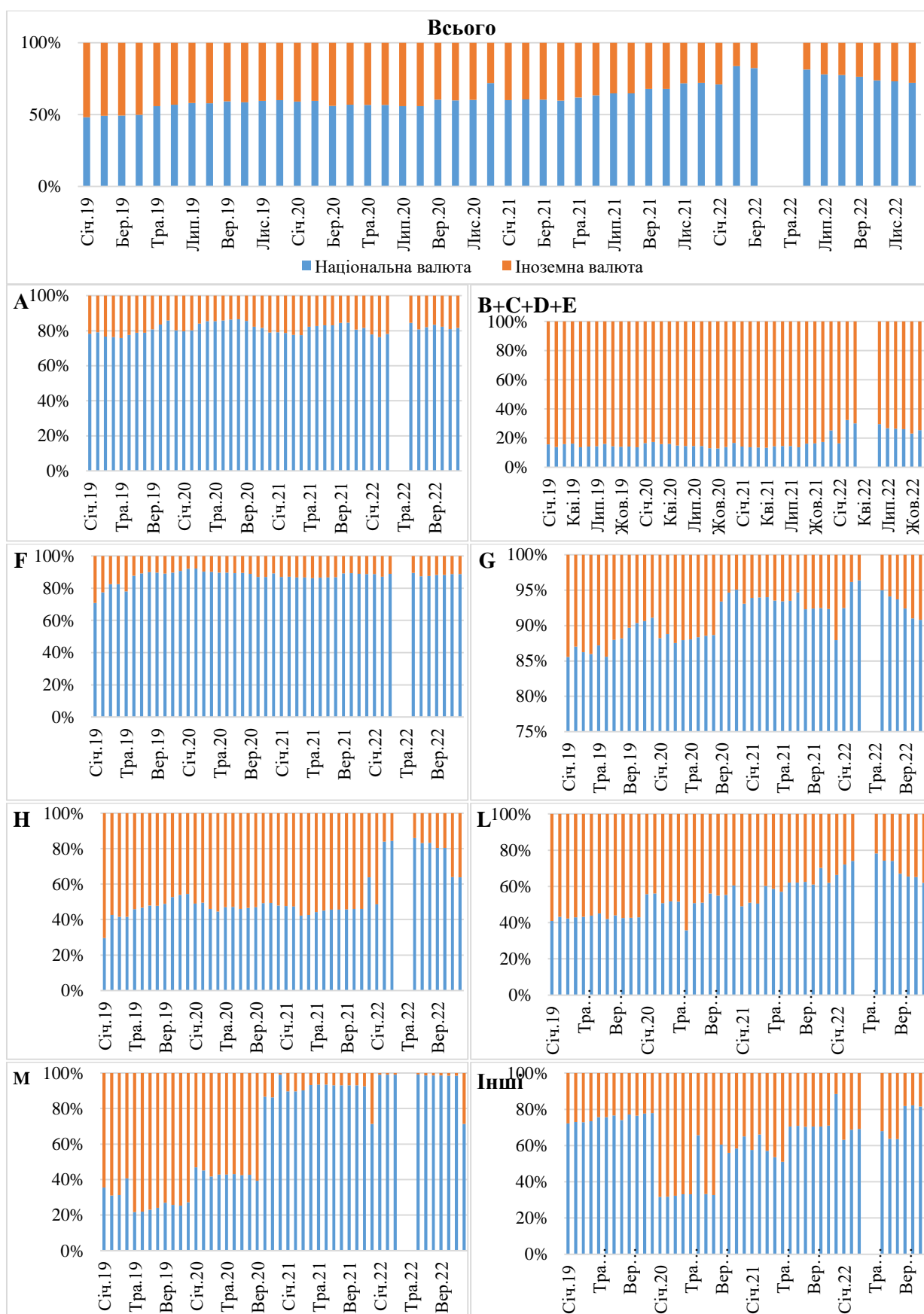
Рисунок Б 7 – Структура кредитів НФК по ВЕД в розрізі валюти



Джерело: складено автором за даними НБУ

Продовження додатку Б

Рисунок Б 8 – Структура непрацюючих кредитів в розрізі валют



Джерело: складено автором на основі даних НБУ

Додаток В

Структура активів та капіталу НФК за ВЕД



Додаток Г

Таблиця Г.1 – Мінімальні вимоги щодо перебування акцій в лістингу фондової біржі та допуску до біржового реєстру

Вимога	1 рівень лістингу	2 рівень лістингу	Біржовий реєстр
Термін функціонування	Не менше 5 років	Не менше 3 років	Не менше 3 років
Власний капітал	Не менше 1 млрд. грн.	Не менше 0,4 млрд. грн.	Не менше 0,3 млрд. грн.
Річний чистий дохід за останній фінансовий рік (крім банків)	Не менше 1 млрд. грн.	Не менше 0,4 млрд. грн.	Не менше 0,3 млрд. грн.
Ринкова капіталізація (середнє значення)	Не менше 1 млрд. грн.	Не менше 0,1 млрд. грн.	Не менше 0,1 млрд. грн.
Мінімальна частка акцій у вільному обігу	Не менше 25 %*	Не менше 10 %**	становить не менше 10 відсотків та/або вартість такої частки складає 75 000 000 грн і більше
Кількість акціонерів	не менше 500	не менше 200	не менше 150
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)	+(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 на основі [182]

Продовження додатку Г

Таблиця Г.2. – Мінімальні вимоги щодо перебування облігацій в лістингу фондової біржі та допуску до біржового реєстру

Вимога	1 рівень лістингу	2 рівень лістингу	Біржовий реєстр
Термін функціонування	Не менше 5 років	Не менше 2 років (крім емітента, який є дочірнім підприємством іншого емітента, цінні папери якого знаходяться у біржовому реєстрі)	Не менше двох років (крім емітента, який є дочірнім підприємством іншого емітента, цінні папери якого знаходяться у біржовому реєстрі)
Вартість чистих активів емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском	Не менше 1 млрд грн	Не менше 0,4 млрд грн	не менше 0,3 млрд грн
Річний чистий дохід за останній фінансовий рік (крім банків)	Не менше 0,5 млрд грн.	Не менше 0,4 млрд грн.	Не менше 0,3 млрд грн
Вимоги до прибутку/збитку	відсутні збитки в емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за підсумками двох фінансових років з останніх трьох фінансових років	відсутні збитки в емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за підсумками останнього фінансового року	відсутні збитки в емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за підсумками останнього фінансового року
Дефолт	відсутність дефолту або з моменту припинення зобов'язань, щодо яких емітентом було допущено дефолт, пройшло не менше трьох років.	відсутність дефолту або з моменту припинення зобов'язань, по відношенню до яких емітентом було допущено дефолт, пройшло не менше двох років;	відсутність дефолту
Посада корпоративного секретаря	+	-	-
Незалежні члени наглядової ради	25% кількісного складу ради	-	-

Вимога	1 рівень лістингу	2 рівень лістингу	Біржовий реєстр
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	+	рекомендовано	

Джерело: складено автором на основі [182]

Додаток Д

Вхідні дані для оцінювання індексу прозорості фінансової діяльності НФК

№ п/п	Назва	ВЕД	Загальна інформація про компанію		Основні показники операційної і фінансової діяльності				Фінансові звіти				Аудиторський звіт і висновок аудитора			Примітки
			наявність	актуальність	наявність	актуальність	регулярність	використованість	наявність	актуальність	регулярність	використованість	наявність	актуальність	регулярність	
1	ТОВ "Кернел-трейд"	А	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	Фінансова звітність англійською мовою, інформація про дивіденди, розгорнутий звіт щодо цілей сталого розвитку, лист акціонерам від головного виконавчого директора
2	ТОВ "Вінницька птахофабрика"	А	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Окремого звіту немає, вся інформація виключно по МХП
3	ПрАТ «МХП»	А	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	Фінансова звітність англійською мовою, інформація про дивіденди, розгорнутий звіт щодо цілей сталого розвитку, лист акціонерам від головного виконавчого директора
4	ТОВ "Катеринопільський елеватор"	А	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Окремого звіту немає, вся інформація виключно по МХП
5	ТОВ "Нібулон"	А	1	1	1	0	0,5	1	1	0	0,5	0	1	0	0,5	Представлена екологічна політика, окремого звіту немає, є соціальні звіти
6	ПрАТ "Лебединський насінневий завод" LNZ Group	А	1	1	1	0	0,5	1	1	0	0,5	1	0	0	0	

Продовження додатку Д

7	ПрАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	В	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Окремого звіту немає, вся інформація виключно по ДТЕК
8	ПрАТ "Шахтоуправління "Покровське"	В	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Входить до складу Метінвест
9	ПрАТ "Нафтогазвидобування"	В	1	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	Доступний звіт з моніторингу довкілля
10	ПрАТ "Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат"	В	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Входить до групи Ferrghro, сайт виключно англійською мовою
11	АТ "НАК "Нафтогаз України"	В	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	Наявні річна інформація про емітента в якій відсутня фінансова звітність
12	ПАТ "Запоріжсталь"	С	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Входить до групи Метінвест, є окремий сайт, який не містить актуальної інформації
13	ПАТ "АрселорМіттал Кривий Ріг"	С	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	На момент збору інформації сайт був неактивним
14	ТОВ "Дніпросталь"	С	1	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	0	0	0	0	Входить до групи Інтерпайп Інформація на сайті не оновлюється з січня 2022 р.
15	ТОВ "Інтерпайп Нікотьюб"	С	1	1	0	0	0	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	Входить до групи Інтерпайп
16	ПрАТ "Запоріжжкокс"	С	1	1	1	0	0	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	Входить до групи Метінвест,
17	ПАТ "Мотор Січ"	С	1	1	0	0	0	0	1	0	0,5	1	1	0	0,5	
18	ТОВ "Метінвест холдінг"	С	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	Фінансова звітність англійською мовою, інформація про дивіденди, розгорнутий звіт щодо цілей сталого розвитку, лист акціонерам від головного виконавчого директора
19	ДП "Кондитерська корпорація "Рошен"	С	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Відсутня будь яка фінансова інформація
20	ТОВ "Газопостачальна компанія "Нафтогаз трейдинг"	Д	1	1	0	0	0	0	1	1	1	0,5	0	0	0	

Продовження додатку Д

21	ДП "НАЕК "Енергоатом"	D	1	1	1	1	1	0	1	1	0,5	0,5	0	0	0	
22	ПрАТ "НЕК "Укренерго"	D	1	1	1	1	0,5	1	1	0	0,5	1	1	0	0,5	
23	ПрАТ "Укргідроенерго"	D	1	1	1	0	0,5	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	
24	ПАТ "Центренерго"	D	1	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	1	1	0	0,5	
25	ТОВ "ДТЕК трейдинг"	D	0	0	0	0	0	0	1	0	0,5	0,5	1	0	0,5	
26	ТОВ "Євроенерготрейд"	D	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
27	ТОВ "Альянс енерго трейд"	D	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
28	ТОВ «АТБ-Маркет»	G	1	1	1	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	
29	ТОВ "Сільпо-фуд"	G	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0,5	1	1	1	
30	ТОВ "Метро кеш енд кері Україна"	G	1	1	0	0	0	0	1	1	1	0	1	1	1	
31	ТОВ "Фора"	G	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
32	ТОВ "Розетка. УА"	G	1	0	0	0	0	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	
33	ТОВ "ОККО-бізнес партнер"	G	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
34	ТОВ "Тедіс Україна"	G	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
35	ТОВ "ВОГ ресурс"	G	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
36	ТОВ "БадМ"	G	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
37	ТОВ "Оптіма-фарм"	G	1	1	0	0	0	0	1	0	0,5	1	0	0	0	
38	ТОВ "Вест петрол маркет"	G	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
39	ТОВ "Філіп Морріс селз енд дистриб'юшн"	G	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	
40	ПП "Укрпалетсистем"	G	1	1	0	0	0	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	
41	ТОВ "АДМ Юкрейн"	G	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
42	ДК "Укрспецекспорт"	G	1	1	0	0	0	0	1	1	1	0	1	1	1	
43	ТОВ "Нова пошта"	H	1	1	0	0	0	0	1	0	0,5	0	1	0	0,5	
44	ПрАТ «Київстар»	J	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	
45	ТОВ "ЕПАМ системз"	J	1	1	0	0	0	0	1	1	1	0	1	1	1	
46	ПрАТ "ВФ Україна"	J	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	

Додаток Е

Вхідні та проміжні дані по розрахунках ефективної структури капіталу підприємств

Таблиця Е 1 – Вхідні дані по підприємствам за 2019 рік

№ підприєм.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,935	0,214	3,307	0,000	0,126	2,307	0,304	0,027	3,748	0,108	0,007	0,012	0,039	0,041	0,034	0,010	0,015	0,000	0,000
2	0,350	2,221	3,418	0,000	0,000	2,418	1,000	0,000	0,000	0,177	0,116	0,083	0,083	0,115	0,170	0,050	0,099	0,000	0,000
3	0,576	0,000	0,000	0,025	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,215	0,069	0,137	0,137	0,156	0,000	0,157	0,062	0,000	0,000
4	0,925	0,143	1,898	0,000	0,000	0,898	1,000	0,000	0,000	0,079	0,029	0,020	0,020	0,023	0,042	0,022	0,066	0,000	0,000
5	0,235	1,236	2,445	0,210	0,060	1,445	0,799	0,015	0,515	0,070	0,028	0,058	0,072	0,115	0,112	0,046	0,044	0,007	0,001
6	0,978	6,399	0,000	0,016	0,091	0,000	1,000	0,000	0,000	0,057	0,010	0,003	0,003	0,014	0,000	0,002	0,008	0,000	0,000
7	0,393	1,075	1,770	0,000	0,000	0,770	0,891	0,030	0,104	0,399	0,285	0,242	0,272	0,394	0,249	0,141	0,473	0,000	0,000
8	0,131	1,641	1,889	0,000	0,000	0,889	1,000	0,000	0,000	0,205	0,151	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,185	0,000	0,000
9	0,267	0,758	1,034	0,000	0,001	0,034	1,000	0,000	0,000	0,646	0,377	0,382	0,382	0,505	0,100	0,097	3,546	0,176	0,018
10	0,473	0,847	1,605	0,000	0,000	0,605	1,000	0,000	0,000	0,454	0,283	0,331	0,331	0,390	0,340	0,211	0,578	0,000	0,000
11	0,448	0,712	1,327	0,022	0,026	0,327	0,901	0,047	0,097	0,207	0,487	0,431	0,478	0,479	0,132	0,099	0,579	0,410	0,054
12	0,563	0,881	2,050	0,008	0,043	1,050	1,075	0,007	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
13	0,378	0,953	1,609	0,031	0,000	0,609	1,241	0,008	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,082	0,037	0,023	0,000	4,788	0,179
14	0,875	1,694	13,547	0,000	0,000	12,547	1,000	0,000	0,000	0,130	0,128	0,117	0,117	0,139	0,899	0,066	0,079	0,000	0,000
15	0,860	4,541	32,464	0,000	0,015	31,464	1,000	0,000	0,000	0,064	0,000	0,000	0,000	0,000	0,951	0,029	0,000	0,000	0,000
16	0,567	0,598	1,381	0,000	0,000	0,381	1,000	0,000	0,000	0,029	0,012	0,010	0,010	0,027	0,020	0,015	0,082	0,000	0,000
17	0,695	0,416	1,378	0,006	0,023	0,378	0,000	0,000	0,000	0,328	0,000	0,000	0,000	0,099	0,029	0,021	0,000	0,000	0,000
18	0,957	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,088	0,000	0,000	0,000	0,000	0,056	0,000	0,000	0,000	0,000
19	0,540	0,560	1,217	0,000	0,000	0,217	1,000	0,000	0,000	0,292	0,185	0,181	0,181	0,188	0,184	0,151	1,053	0,000	0,000
20	0,993	0,049	6,895	0,000	0,000	5,895	1,000	0,000	0,000	0,019	0,010	0,010	0,010	0,011	0,408	0,059	0,081	0,000	0,000
21	0,151	1,327	1,632	0,027	0,054	0,632	0,755	0,036	0,169	0,263	0,212	0,111	0,147	0,336	0,035	0,021	0,110	1,062	0,037
22	0,132	1,328	1,719	0,072	0,123	0,719	0,823	0,019	0,000	0,000	0,000	0,088	0,107	0,144	0,050	0,029	0,000	0,268	0,013
23	0,116	1,014	1,298	0,101	0,000	0,298	0,947	0,027	0,067	0,508	0,399	0,478	0,504	0,597	0,125	0,096	0,427	0,341	0,043
24	0,347	1,601	2,450	0,000	0,000	1,450	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,541	0,221	0,000	0,122	0,066

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
25	0,873	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,043	0,036	0,079	0,000	0,000	0,000	0,127	0,052	0,000	0,000
26	0,994	0,073	12,581	0,000	0,000	11,581	1,000	0,000	0,000	0,037	0,009	0,010	0,010	0,010	0,878	0,070	0,082	0,000	0,000
27	0,996	0,014	4,133	0,011	0,072	3,133	1,000	0,000	0,000	0,051	0,022	0,027	0,027	0,028	0,642	0,155	0,205	0,000	0,000
28	0,647	1,992	13,768	0,105	0,000	12,768	0,856	0,009	0,148	0,242	0,058	0,051	0,060	0,064	2,542	0,185	0,276	0,393	0,998
29	0,488	5,774	15,898	0,026	0,003	14,898	0,135	0,028	1,049	0,242	0,026	0,004	0,032	0,083	0,160	0,010	0,061	0,000	0,000
30	0,512	2,203	0,000	0,820	0,047	0,000	0,813	0,017	0,434	0,149	0,039	0,074	0,091	0,102	0,000	0,178	0,067	0,000	0,000
31	0,656	7,785	39,248	0,019	0,015	38,248	0,720	0,001	0,191	0,202	0,007	0,003	0,004	0,034	0,430	0,011	0,023	0,000	0,000
32	0,977	0,630	27,730	0,000	0,000	26,730	0,809	0,001	0,196	0,115	0,003	0,003	0,003	0,004	0,347	0,013	0,020	0,000	0,000
33	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
34	0,931	0,438	6,777	0,009	0,000	5,777	0,750	0,003	0,243	0,041	0,012	0,009	0,012	0,014	0,376	0,056	0,160	0,000	0,000
35	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
36	0,963	0,099	2,686	0,000	0,000	1,686	0,991	0,001	0,009	0,046	0,082	0,087	0,088	0,171	0,672	0,250	0,391	0,189	0,127
37	0,935	0,251	3,844	0,000	0,000	2,844	0,559	0,008	1,500	0,027	0,005	0,010	0,018	0,021	0,139	0,036	0,031	0,000	0,000
38	0,990	0,441	0,000	0,033	0,000	0,000	1,078	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,011	0,000	0,000	0,000
39	0,282	5,422	7,554	0,000	0,000	6,554	0,000	0,000	0,000	0,079	0,018	0,016	0,000	0,005	0,299	0,040	0,062	0,000	0,000
40	0,465	2,399	4,740	0,012	0,431	3,740	1,000	0,000	0,000	0,111	0,045	0,017	0,017	0,023	0,490	0,103	0,423	0,000	0,000
41	0,988	0,205	17,418	0,000	0,036	16,418	0,686	0,000	0,000	0,007	0,011	0,002	0,003	0,003	0,055	0,003	0,046	0,000	0,000
42	0,966	0,260	7,602	0,000	0,000	6,602	1,000	0,000	0,000	0,242	0,071	0,073	0,073	0,076	0,272	0,036	0,050	0,000	0,000
43	0,443	2,012	4,065	0,031	0,000	3,065	0,781	0,018	0,238	0,219	0,076	0,065	0,083	0,133	0,616	0,151	0,263	0,182	0,112
44	0,085	1,636	1,787	0,000	0,000	0,787	1,000	0,000	0,000	0,652	0,479	0,476	0,476	0,618	0,653	0,365	0,990	1,369	0,894
45	0,682	0,414	1,302	0,000	0,000	0,302	1,000	0,000	0,000	0,152	0,061	0,066	0,066	0,135	0,124	0,095	0,461	0,000	0,000
46	0,124	1,522	1,737	0,000	0,000	0,737	1,000	0,000	0,000	0,479	0,227	0,202	0,202	0,496	0,177	0,102	0,341	0,362	0,064
Макс	0,996	7,785	39,248	0,820	0,431	38,248	1,241	0,047	3,748	0,652	0,487	0,478	0,504	0,618	2,542	0,365	3,546	4,788	0,998

Таблиця Е 2 – Нормалізовані дані по підприємствах за 2019 р.

№ підприєм.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,939	0,028	0,084	0,000	0,293	0,060	0,245	0,572	1,000	0,165	0,015	0,025	0,077	0,066	0,013	0,028	0,004	0,000	0,000
2	0,351	0,285	0,087	0,000	0,000	0,063	0,806	0,000	0,000	0,271	0,238	0,173	0,164	0,186	0,067	0,136	0,028	0,000	0,000
3	0,578	0,000	0,000	0,030	0,000	0,000	0,806	0,000	0,000	0,330	0,142	0,287	0,271	0,252	0,000	0,429	0,018	0,000	0,000
4	0,928	0,018	0,048	0,000	0,000	0,023	0,806	0,000	0,000	0,121	0,059	0,043	0,040	0,037	0,016	0,060	0,019	0,000	0,000
5	0,236	0,159	0,062	0,256	0,140	0,038	0,644	0,307	0,137	0,107	0,058	0,121	0,143	0,186	0,044	0,125	0,013	0,001	0,001
6	0,982	0,822	0,000	0,020	0,210	0,000	0,806	0,000	0,000	0,087	0,021	0,007	0,007	0,023	0,000	0,007	0,002	0,000	0,000
7	0,394	0,138	0,045	0,000	0,000	0,020	0,718	0,629	0,028	0,611	0,586	0,507	0,539	0,636	0,098	0,386	0,133	0,000	0,000
8	0,132	0,211	0,048	0,000	0,000	0,023	0,806	0,000	0,000	0,314	0,310	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,052	0,000	0,000
9	0,268	0,097	0,026	0,000	0,002	0,001	0,806	0,000	0,000	0,991	0,775	0,801	0,758	0,817	0,039	0,266	1,000	0,037	0,018
10	0,474	0,109	0,041	0,000	0,000	0,016	0,806	0,000	0,000	0,697	0,581	0,693	0,656	0,631	0,134	0,579	0,163	0,000	0,000
11	0,450	0,091	0,034	0,027	0,061	0,009	0,726	1,000	0,026	0,318	1,000	0,902	0,948	0,774	0,052	0,271	0,163	0,086	0,054
12	0,565	0,113	0,052	0,009	0,099	0,027	0,866	0,157	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
13	0,379	0,122	0,041	0,038	0,000	0,016	1,000	0,178	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,133	0,015	0,064	0,000	1,000	0,179
14	0,878	0,218	0,345	0,000	0,000	0,328	0,806	0,000	0,000	0,199	0,263	0,245	0,232	0,226	0,354	0,182	0,022	0,000	0,000
15	0,863	0,583	0,827	0,000	0,035	0,823	0,806	0,000	0,000	0,098	0,000	0,000	0,000	0,000	0,374	0,080	0,000	0,000	0,000
16	0,569	0,077	0,035	0,000	0,000	0,010	0,806	0,000	0,000	0,045	0,025	0,020	0,019	0,043	0,008	0,040	0,023	0,000	0,000
17	0,698	0,053	0,035	0,008	0,054	0,010	0,000	0,000	0,000	0,502	0,000	0,000	0,000	0,161	0,011	0,057	0,000	0,000	0,000
18	0,960	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,806	0,000	0,000	0,136	0,000	0,000	0,000	0,000	0,022	0,000	0,000	0,000	0,000
19	0,542	0,072	0,031	0,000	0,000	0,006	0,806	0,000	0,000	0,448	0,379	0,380	0,360	0,304	0,072	0,414	0,297	0,000	0,000
20	0,996	0,006	0,176	0,000	0,000	0,154	0,806	0,000	0,000	0,030	0,020	0,022	0,021	0,017	0,160	0,162	0,023	0,000	0,000
21	0,151	0,170	0,042	0,033	0,126	0,017	0,608	0,759	0,045	0,403	0,436	0,232	0,291	0,544	0,014	0,058	0,031	0,222	0,037
22	0,133	0,171	0,044	0,088	0,286	0,019	0,663	0,398	0,000	0,000	0,000	0,184	0,211	0,233	0,020	0,079	0,000	0,056	0,013
23	0,117	0,130	0,033	0,123	0,000	0,008	0,763	0,563	0,018	0,778	0,819	1,000	1,000	0,965	0,049	0,263	0,121	0,071	0,043
24	0,348	0,206	0,062	0,000	0,000	0,038	0,806	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,213	0,604	0,000	0,026	0,066
25	0,876	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,066	0,073	0,165	0,000	0,000	0,000	0,348	0,015	0,000	0,000
26	0,998	0,009	0,321	0,000	0,000	0,303	0,806	0,000	0,000	0,057	0,019	0,022	0,020	0,017	0,346	0,191	0,023	0,000	0,000

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	1,000	0,002	0,105	0,013	0,167	0,082	0,806	0,000	0,000	0,079	0,046	0,057	0,054	0,045	0,253	0,425	0,058	0,000	0,000
28	0,649	0,256	0,351	0,128	0,000	0,334	0,689	0,182	0,039	0,371	0,119	0,107	0,118	0,104	1,000	0,505	0,078	0,082	1,000
29	0,490	0,742	0,405	0,031	0,007	0,390	0,109	0,582	0,280	0,371	0,054	0,009	0,063	0,135	0,063	0,028	0,017	0,000	0,000
30	0,514	0,283	0,000	1,000	0,108	0,000	0,655	0,357	0,116	0,228	0,080	0,154	0,180	0,165	0,000	0,487	0,019	0,000	0,000
31	0,658	1,000	1,000	0,023	0,035	1,000	0,580	0,027	0,051	0,310	0,014	0,007	0,009	0,055	0,169	0,030	0,006	0,000	0,000
32	0,981	0,081	0,707	0,000	0,000	0,699	0,652	0,013	0,052	0,176	0,006	0,005	0,006	0,007	0,136	0,034	0,006	0,000	0,000
33	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
34	0,935	0,056	0,173	0,011	0,000	0,151	0,605	0,062	0,065	0,063	0,025	0,019	0,023	0,022	0,148	0,152	0,045	0,000	0,000
35	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
36	0,967	0,013	0,068	0,000	0,000	0,044	0,799	0,016	0,003	0,071	0,167	0,182	0,174	0,276	0,264	0,685	0,110	0,040	0,127
37	0,938	0,032	0,098	0,001	0,000	0,074	0,450	0,167	0,400	0,041	0,011	0,021	0,035	0,034	0,055	0,099	0,009	0,000	0,000
38	0,994	0,057	0,000	0,040	0,000	0,000	0,868	0,006	0,000	0,123	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,030	0,000	0,000	0,000
39	0,283	0,696	0,192	0,000	0,001	0,171	0,000	0,000	0,000	0,121	0,037	0,035	0,000	0,008	0,118	0,108	0,017	0,000	0,000
40	0,466	0,308	0,121	0,015	1,000	0,098	0,806	0,000	0,000	0,171	0,093	0,036	0,034	0,037	0,193	0,283	0,119	0,000	0,000
41	0,992	0,026	0,444	0,000	0,084	0,429	0,552	0,000	0,000	0,011	0,022	0,004	0,005	0,005	0,022	0,009	0,013	0,000	0,000
42	0,969	0,033	0,194	0,000	0,000	0,173	0,806	0,000	0,000	0,371	0,146	0,152	0,144	0,123	0,107	0,098	0,014	0,000	0,000
43	0,444	0,258	0,104	0,038	0,000	0,080	0,629	0,384	0,064	0,336	0,156	0,135	0,164	0,215	0,242	0,415	0,074	0,038	0,112
44	0,085	0,210	0,046	0,000	0,000	0,021	0,806	0,000	0,000	1,000	0,983	0,998	0,945	1,000	0,257	1,000	0,279	0,286	0,896
45	0,684	0,053	0,033	0,000	0,000	0,008	0,806	0,000	0,000	0,233	0,126	0,139	0,131	0,219	0,049	0,260	0,130	0,000	0,000
46	0,124	0,196	0,044	0,000	0,000	0,019	0,806	0,000	0,000	0,734	0,465	0,423	0,401	0,803	0,069	0,278	0,096	0,076	0,064

Таблиця Е 3 – розрахункові значення експоненти за 2019 рік

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,676	0,378	0,399	0,368	0,474	0,390	0,457	0,569	0,692	0,428	0,373	0,377	0,396	0,392	0,373	0,378	0,369	0,368	0,368
2	0,495	0,472	0,400	0,368	0,368	0,391	0,640	0,368	0,368	0,467	0,455	0,431	0,428	0,436	0,393	0,418	0,378	0,368	0,368
3	0,571	0,368	0,368	0,379	0,368	0,368	0,640	0,368	0,368	0,487	0,420	0,472	0,467	0,460	0,368	0,522	0,374	0,368	0,368
4	0,673	0,375	0,386	0,368	0,368	0,377	0,640	0,368	0,368	0,412	0,390	0,384	0,383	0,381	0,374	0,390	0,375	0,368	0,368
5	0,454	0,426	0,391	0,461	0,419	0,382	0,591	0,479	0,418	0,407	0,389	0,412	0,420	0,436	0,384	0,414	0,372	0,368	0,368
6	0,687	0,644	0,368	0,375	0,445	0,368	0,640	0,368	0,368	0,400	0,375	0,371	0,370	0,376	0,368	0,370	0,369	0,368	0,368
7	0,510	0,419	0,384	0,368	0,368	0,375	0,614	0,587	0,378	0,581	0,573	0,547	0,558	0,589	0,404	0,507	0,417	0,368	0,368
8	0,416	0,445	0,386	0,368	0,368	0,376	0,640	0,368	0,368	0,482	0,480	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,387	0,368	0,368
9	0,465	0,404	0,378	0,368	0,369	0,368	0,640	0,368	0,368	0,690	0,631	0,638	0,626	0,643	0,382	0,465	0,692	0,381	0,374
10	0,537	0,408	0,383	0,368	0,368	0,374	0,640	0,368	0,368	0,608	0,571	0,607	0,595	0,587	0,417	0,571	0,428	0,368	0,368
11	0,529	0,401	0,380	0,378	0,390	0,371	0,616	0,692	0,377	0,483	0,692	0,667	0,679	0,631	0,387	0,467	0,428	0,399	0,388
12	0,567	0,409	0,387	0,371	0,404	0,378	0,657	0,425	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
13	0,504	0,413	0,383	0,382	0,368	0,374	0,692	0,433	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,417	0,373	0,391	0,368	0,692	0,433
14	0,660	0,447	0,493	0,368	0,368	0,487	0,640	0,368	0,368	0,441	0,464	0,457	0,453	0,450	0,496	0,434	0,376	0,368	0,368
15	0,656	0,572	0,646	0,368	0,381	0,645	0,640	0,368	0,368	0,404	0,368	0,368	0,368	0,368	0,503	0,397	0,368	0,368	0,368
16	0,568	0,396	0,381	0,368	0,368	0,372	0,640	0,368	0,368	0,384	0,377	0,375	0,375	0,384	0,371	0,383	0,376	0,368	0,368
17	0,608	0,388	0,381	0,371	0,388	0,372	0,368	0,368	0,368	0,546	0,368	0,368	0,368	0,427	0,372	0,389	0,368	0,368	0,368
18	0,682	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,640	0,368	0,368	0,418	0,368	0,368	0,368	0,368	0,376	0,368	0,368	0,368	0,368
19	0,559	0,394	0,379	0,368	0,368	0,370	0,640	0,368	0,368	0,528	0,504	0,505	0,498	0,478	0,394	0,516	0,476	0,368	0,368
20	0,691	0,370	0,432	0,368	0,368	0,424	0,640	0,368	0,368	0,379	0,375	0,376	0,375	0,374	0,427	0,427	0,376	0,368	0,368
21	0,423	0,430	0,383	0,380	0,414	0,374	0,580	0,626	0,384	0,513	0,524	0,452	0,473	0,560	0,373	0,389	0,379	0,449	0,381
22	0,417	0,430	0,384	0,400	0,472	0,375	0,597	0,511	0,368	0,368	0,368	0,435	0,445	0,453	0,375	0,397	0,368	0,388	0,373
23	0,411	0,416	0,380	0,413	0,368	0,371	0,627	0,566	0,374	0,632	0,644	0,692	0,692	0,683	0,386	0,464	0,412	0,394	0,384
24	0,494	0,443	0,391	0,368	0,368	0,382	0,640	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,446	0,579	0,368	0,377	0,392
25	0,659	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,392	0,395	0,428	0,368	0,368	0,368	0,494	0,373	0,368	0,368
26	0,692	0,371	0,484	0,368	0,368	0,478	0,640	0,368	0,368	0,389	0,375	0,376	0,375	0,374	0,493	0,438	0,376	0,368	0,368

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,692	0,369	0,407	0,373	0,429	0,398	0,640	0,368	0,368	0,397	0,385	0,389	0,388	0,384	0,460	0,520	0,389	0,368	0,368
28	0,593	0,461	0,495	0,415	0,368	0,489	0,605	0,435	0,382	0,501	0,412	0,407	0,411	0,406	0,692	0,547	0,396	0,398	0,692
29	0,542	0,621	0,513	0,379	0,370	0,508	0,408	0,572	0,470	0,502	0,388	0,371	0,391	0,417	0,391	0,378	0,374	0,368	0,368
30	0,550	0,471	0,368	0,692	0,408	0,368	0,595	0,497	0,410	0,451	0,397	0,424	0,434	0,428	0,368	0,541	0,375	0,368	0,368
31	0,596	0,692	0,692	0,376	0,381	0,692	0,571	0,378	0,387	0,480	0,373	0,370	0,371	0,388	0,430	0,379	0,370	0,368	0,368
32	0,687	0,398	0,611	0,368	0,368	0,608	0,594	0,373	0,387	0,432	0,370	0,370	0,370	0,370	0,418	0,380	0,370	0,368	0,368
33	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
34	0,675	0,389	0,431	0,372	0,368	0,423	0,579	0,391	0,392	0,391	0,377	0,375	0,376	0,376	0,422	0,424	0,384	0,368	0,368
35	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
36	0,684	0,373	0,393	0,368	0,368	0,384	0,638	0,374	0,369	0,394	0,429	0,435	0,432	0,468	0,464	0,604	0,408	0,382	0,415
37	0,676	0,380	0,404	0,368	0,368	0,395	0,529	0,429	0,512	0,383	0,372	0,376	0,381	0,380	0,388	0,404	0,371	0,368	0,368
38	0,691	0,389	0,368	0,383	0,368	0,368	0,657	0,370	0,368	0,413	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,379	0,368	0,368	0,368
39	0,471	0,608	0,438	0,368	0,368	0,431	0,368	0,368	0,368	0,412	0,382	0,381	0,368	0,371	0,411	0,408	0,374	0,368	0,368
40	0,534	0,480	0,412	0,373	0,692	0,404	0,640	0,368	0,368	0,430	0,402	0,381	0,380	0,381	0,438	0,471	0,412	0,368	0,368
41	0,690	0,378	0,526	0,368	0,399	0,522	0,562	0,368	0,368	0,372	0,376	0,369	0,370	0,370	0,376	0,371	0,373	0,368	0,368
42	0,684	0,380	0,439	0,368	0,368	0,431	0,640	0,368	0,368	0,502	0,421	0,424	0,421	0,413	0,407	0,404	0,373	0,368	0,368
43	0,527	0,462	0,406	0,382	0,368	0,397	0,587	0,506	0,391	0,489	0,425	0,417	0,428	0,446	0,456	0,517	0,395	0,382	0,409
44	0,399	0,445	0,385	0,368	0,368	0,375	0,640	0,368	0,368	0,692	0,688	0,692	0,678	0,692	0,461	0,692	0,469	0,472	0,665
45	0,604	0,387	0,380	0,368	0,368	0,371	0,640	0,368	0,368	0,453	0,414	0,419	0,416	0,448	0,386	0,462	0,416	0,368	0,368
46	0,413	0,439	0,384	0,368	0,368	0,375	0,640	0,368	0,368	0,619	0,534	0,519	0,512	0,639	0,393	0,469	0,403	0,396	0,391

Продовження додатку Е

Таблиця Е 4 – Вхідні дані по підприємствам за 2020 рік

№ підприєм.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,906	0,308	3,269	0,000	0,085	2,269	0,647	0,016	0,197	0,138	0,083	0,030	0,046	0,049	0,137	0,042	0,205	0,000	0,000
2	0,289	5,675	7,986	0,000	0,026	6,986	1,476	0,047	0,000	0,128	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,712
3	0,635	0,000	0,000	0,021	0,000	0,000	6,844	0,044	0,643	0,219	0,068	0,000	0,000	0,000	0,179	0,000	0,057	0,000	0,000
4	0,938	0,125	2,121	0,026	0,000	1,121	0,358	0,009	0,000	0,062	0,000	0,005	0,014	0,025	0,010	0,005	0,000	0,040	0,000
5	0,260	1,900	2,754	0,026	0,298	1,754	0,781	0,020	1,152	0,041	0,018	0,073	0,093	0,141	0,000	0,000	0,021	0,000	0,000
6	0,977	3,228	0,000	0,016	0,127	0,000	1,000	0,000	0,000	0,062	0,002	0,003	0,003	0,014	0,000	0,003	0,003	0,000	0,000
7	0,222	2,091	2,688	0,000	0,000	1,688	1,000	0,000	0,000	0,171	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,015
8	0,476	0,958	47,551	0,527	0,000	46,551	0,883	0,021	0,000	0,041	0,000	0,155	0,175	0,408	1,638	0,034	0,000	0,000	0,000
9	0,533	0,504	1,078	0,000	0,001	0,078	1,000	0,000	0,000	0,543	0,856	0,855	0,855	1,093	0,167	0,155	2,621	0,086	0,014
10	0,572	0,643	1,501	0,000	0,000	0,501	0,974	0,011	0,023	0,547	0,459	0,388	0,399	0,459	0,347	0,231	0,994	0,000	0,000
11	0,346	0,824	1,300	0,024	0,000	0,300	1,963	0,039	1,023	0,000	0,038	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,064	0,000	0,126
12	0,575	0,961	2,292	0,006	0,056	1,292	1,015	0,001	0,000	0,039	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
13	0,340	0,922	1,451	0,026	0,000	0,451	0,406	0,020	0,601	0,073	0,033	0,013	0,033	0,155	0,012	0,008	0,075	14,531	0,177
14	0,884	8,526	73,430	0,000	0,000	72,430	1,000	0,000	0,000	0,186	0,118	0,131	0,131	0,158	4,559	0,062	0,057	0,000	0,000
15	0,880	2,098	17,433	0,000	0,011	16,433	1,000	0,000	0,000	0,178	0,179	0,113	0,113	0,148	0,597	0,034	0,070	0,000	0,000
16	0,591	0,550	1,345	0,000	0,000	0,345	1,000	0,000	0,000	0,061	0,039	0,033	0,033	0,096	0,035	0,026	0,145	0,000	0,000
17	0,723	0,381	1,378	0,002	0,015	0,378	0,950	0,006	0,034	0,376	0,170	0,109	0,115	0,205	0,041	0,029	0,249	0,007	0,000
18	0,954	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,188	0,188	0,145	0,145	0,160	0,000	0,074	0,103	0,000	0,000
19	0,546	0,587	1,295	0,000	0,000	0,295	1,000	0,000	0,000	0,300	0,227	0,236	0,236	0,244	0,216	0,167	0,859	0,282	0,061
20	0,999	0,011	10,984	0,000	0,000	9,984	1,000	0,000	0,000	0,069	0,059	0,061	0,061	0,061	0,811	0,074	0,095	0,000	0,000
21	0,000	1,471	0,342	0,173	0,339	0,000	1,419	0,038	0,000	0,150	0,000	0,000	0,000	0,105	0,000	0,000	0,028	0,000	0,000
22	0,262	2,577	7,826	0,159	0,044	6,826	1,016	0,009	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,056
23	0,138	1,004	1,367	0,127	0,000	0,367	0,977	0,009	0,019	0,635	0,462	0,385	0,394	0,454	0,143	0,104	0,570	0,234	0,033
24	0,457	1,543	2,844	0,000	0,000	1,844	1,000	0,000	0,000	0,003	0,009	0,000	0,000	0,013	0,016	0,006	0,027	0,000	0,000
25	0,755	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,009	0,001	0,000	0,048	0,000	0,000	0,000	0,000	0,252	0,000	0,000	0,000	0,000
26	0,997	0,044	16,055	0,000	0,008	15,055	1,000	0,000	0,000	0,028	0,005	0,006	0,006	0,006	0,370	0,023	0,029	0,000	0,000

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,974	0,075	2,856	0,000	0,000	1,856	1,000	0,000	0,000	0,093	0,025	0,030	0,030	0,030	0,561	0,196	0,302	0,064	0,036
28	0,409	1,775	18,746	0,280	0,000	17,746	0,847	0,010	0,155	0,251	0,066	0,057	0,067	0,099	3,033	0,162	0,242	0,633	1,921
29	0,490	3,992	27,296	0,091	0,000	26,296	3,638	0,036	14,914	0,266	0,002	0,000	0,000	0,046	0,000	0,000	0,005	0,000	0,000
30	0,522	22,692	0,000	0,815	0,173	0,000	1,233	0,017	1,584	0,151	0,011	0,000	0,000	0,000	0,309	0,000	0,018	0,000	0,000
31	0,632	2,923	71,552	0,112	0,036	70,552	0,000	0,011	0,919	0,232	0,012	0,000	0,009	0,043	0,000	0,000	0,042	0,000	0,000
32	0,986	0,207	15,210	0,000	0,000	14,210	0,958	0,000	0,041	0,130	0,008	0,008	0,008	0,009	0,617	0,041	0,059	0,000	0,000
33	1,000	0,000	40,721	0,000	0,165	39,721	0,886	0,005	0,157	0,153	0,029	0,036	0,040	0,040	2,349	0,058	0,059	0,000	0,000
34	0,912	0,675	7,695	0,000	0,000	6,695	0,750	0,002	0,148	0,043	0,012	0,005	0,007	0,009	0,610	0,079	0,173	0,000	0,000
35	1,000	0,020	583,617	0,000	0,000	582,617	1,000	0,000	0,000	0,134	0,000	0,003	0,003	0,003	1,000	0,002	0,000	0,000	0,000
36	0,968	0,085	2,697	0,000	0,000	1,697	0,981	0,001	0,019	0,052	0,032	0,031	0,031	0,058	0,228	0,085	0,161	0,000	0,000
37	0,994	0,267	41,961	0,000	0,000	40,961	0,683	0,005	0,177	0,048	0,029	0,011	0,016	0,019	0,159	0,004	0,012	0,148	0,024
38	0,994	0,038	0,000	0,146	0,000	0,000	0,907	0,000	0,024	0,120	0,014	0,003	0,004	0,005	0,000	0,008	0,036	0,000	0,000
39	0,304	5,073	7,290	0,000	0,000	6,290	1,000	0,000	0,000	0,097	0,015	0,014	0,014	0,019	0,220	0,030	0,049	0,000	0,000
40	0,643	1,761	4,971	0,002	0,406	3,971	0,395	0,014	0,413	0,125	0,033	0,009	0,023	0,031	0,158	0,032	0,182	0,000	0,000
41	0,968	0,123	3,832	0,000	0,095	2,832	3,044	0,007	0,126	0,059	0,054	0,026	0,009	0,009	0,403	0,105	0,362	0,000	0,000
42	0,960	0,245	6,077	0,000	0,000	5,077	1,000	0,000	0,000	0,452	0,159	0,173	0,173	0,179	0,291	0,048	0,067	0,000	0,000
43	0,372	1,774	3,338	0,054	0,000	2,338	0,737	0,023	0,252	0,238	0,091	0,064	0,087	0,143	0,453	0,136	0,301	0,077	0,035
44	0,087	1,614	2,367	0,143	0,005	1,367	1,000	0,000	0,000	0,660	0,520	0,502	0,502	0,661	0,905	0,382	0,834	1,258	1,138
45	0,718	0,381	1,347	0,000	0,000	0,347	1,000	0,000	0,000	0,126	0,124	0,110	0,110	0,184	0,209	0,155	0,831	0,000	0,000
46	0,429	1,384	2,425	0,000	0,000	1,425	1,000	0,000	0,000	0,497	0,277	0,088	0,088	0,353	0,077	0,032	0,226	0,000	0,000
Макс	1,000	22,692	583,617	0,815	0,406	582,617	6,844	0,047	14,914	0,660	0,856	0,855	0,855	1,093	4,559	0,382	2,621	14,531	1,921

Таблиця Е 5 – Нормалізовані дані по підприємствах за 2020 р.

№ підприєм.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,906	0,014	0,006	0,000	0,209	0,004	0,095	0,350	0,013	0,209	0,097	0,035	0,054	0,045	0,030	0,110	0,078	0,000	0,000
2	0,289	0,250	0,014	0,000	0,065	0,012	0,216	1,000	0,000	0,193	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,370
3	0,635	0,000	0,000	0,026	0,000	0,000	1,000	0,939	0,043	0,331	0,080	0,000	0,000	0,000	0,039	0,000	0,022	0,000	0,000
4	0,938	0,006	0,004	0,031	0,000	0,002	0,052	0,194	0,000	0,093	0,000	0,006	0,016	0,023	0,002	0,013	0,000	0,003	0,000
5	0,260	0,084	0,005	0,032	0,736	0,003	0,114	0,436	0,077	0,063	0,021	0,085	0,109	0,129	0,000	0,000	0,008	0,000	0,000
6	0,977	0,142	0,000	0,019	0,313	0,000	0,146	0,000	0,000	0,095	0,003	0,003	0,003	0,012	0,000	0,008	0,001	0,000	0,000
7	0,222	0,092	0,005	0,000	0,000	0,003	0,146	0,000	0,000	0,258	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,008
8	0,476	0,042	0,081	0,646	0,000	0,080	0,129	0,440	0,000	0,062	0,000	0,181	0,205	0,373	0,359	0,090	0,000	0,000	0,000
9	0,533	0,022	0,002	0,000	0,003	0,000	0,146	0,005	0,000	0,823	1,000	1,000	1,000	1,000	0,037	0,405	1,000	0,006	0,007
10	0,572	0,028	0,003	0,000	0,000	0,001	0,142	0,226	0,002	0,829	0,536	0,454	0,466	0,420	0,076	0,605	0,379	0,000	0,000
11	0,346	0,036	0,002	0,029	0,001	0,001	0,287	0,833	0,069	0,000	0,044	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,024	0,000	0,066
12	0,575	0,042	0,004	0,007	0,138	0,002	0,148	0,030	0,000	0,059	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
13	0,340	0,041	0,002	0,032	0,000	0,001	0,059	0,419	0,040	0,111	0,038	0,016	0,038	0,142	0,003	0,022	0,029	1,000	0,092
14	0,884	0,376	0,126	0,000	0,000	0,124	0,146	0,000	0,000	0,282	0,137	0,153	0,153	0,144	1,000	0,162	0,022	0,000	0,000
15	0,880	0,092	0,030	0,000	0,026	0,028	0,146	0,000	0,000	0,269	0,209	0,132	0,132	0,136	0,131	0,090	0,027	0,000	0,000
16	0,591	0,024	0,002	0,000	0,000	0,001	0,146	0,000	0,000	0,093	0,045	0,038	0,038	0,088	0,008	0,068	0,055	0,000	0,000
17	0,723	0,017	0,002	0,002	0,037	0,001	0,139	0,124	0,002	0,570	0,199	0,128	0,134	0,188	0,009	0,077	0,095	0,000	0,000
18	0,954	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,146	0,000	0,000	0,285	0,220	0,170	0,170	0,146	0,000	0,193	0,039	0,000	0,000
19	0,546	0,026	0,002	0,000	0,000	0,001	0,146	0,000	0,000	0,455	0,265	0,277	0,277	0,223	0,047	0,436	0,328	0,019	0,032
20	0,999	0,000	0,019	0,000	0,000	0,017	0,146	0,000	0,000	0,104	0,068	0,071	0,071	0,056	0,178	0,193	0,036	0,000	0,000
21	0,000	0,065	0,001	0,212	0,836	0,000	0,207	0,813	0,000	0,227	0,000	0,000	0,000	0,096	0,000	0,000	0,011	0,000	0,000
22	0,262	0,114	0,013	0,195	0,108	0,012	0,148	0,191	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,029
23	0,138	0,044	0,002	0,155	0,000	0,001	0,143	0,191	0,001	0,961	0,539	0,450	0,460	0,416	0,031	0,273	0,217	0,016	0,017
24	0,457	0,068	0,005	0,000	0,000	0,003	0,146	0,000	0,000	0,005	0,010	0,000	0,000	0,012	0,004	0,015	0,010	0,000	0,000
25	0,755	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,147	0,030	0,000	0,073	0,000	0,000	0,000	0,000	0,055	0,000	0,000	0,000	0,000
26	0,997	0,002	0,028	0,000	0,021	0,026	0,146	0,000	0,000	0,042	0,006	0,007	0,007	0,005	0,081	0,060	0,011	0,000	0,000

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,974	0,003	0,005	0,000	0,000	0,003	0,146	0,000	0,000	0,140	0,029	0,035	0,035	0,028	0,123	0,514	0,115	0,004	0,019
28	0,409	0,078	0,032	0,343	0,000	0,030	0,124	0,220	0,010	0,380	0,077	0,066	0,078	0,090	0,665	0,423	0,092	0,044	1,000
29	0,490	0,176	0,047	0,112	0,000	0,045	0,532	0,761	1,000	0,403	0,003	0,000	0,000	0,042	0,000	0,000	0,002	0,000	0,000
30	0,522	1,000	0,000	1,000	0,426	0,000	0,180	0,368	0,106	0,229	0,013	0,000	0,000	0,000	0,068	0,000	0,007	0,000	0,000
31	0,632	0,129	0,123	0,137	0,090	0,121	0,000	0,243	0,062	0,351	0,014	0,000	0,010	0,039	0,000	0,000	0,016	0,000	0,000
32	0,986	0,009	0,026	0,000	0,000	0,024	0,140	0,007	0,003	0,197	0,010	0,009	0,010	0,008	0,135	0,106	0,022	0,000	0,000
33	1,000	0,000	0,070	0,000	0,408	0,068	0,129	0,099	0,011	0,231	0,034	0,042	0,047	0,037	0,515	0,151	0,023	0,000	0,000
34	0,912	0,030	0,013	0,000	0,000	0,011	0,110	0,039	0,010	0,065	0,014	0,006	0,009	0,008	0,134	0,207	0,066	0,000	0,000
35	1,000	0,001	1,000	0,000	0,000	1,000	0,146	0,000	0,000	0,203	0,000	0,003	0,003	0,003	0,219	0,004	0,000	0,000	0,000
36	0,968	0,004	0,005	0,000	0,000	0,003	0,143	0,013	0,001	0,078	0,037	0,036	0,037	0,053	0,050	0,221	0,061	0,000	0,000
37	0,994	0,012	0,072	0,000	0,000	0,070	0,100	0,110	0,012	0,073	0,034	0,013	0,019	0,018	0,035	0,010	0,005	0,010	0,012
38	0,994	0,002	0,000	0,180	0,000	0,000	0,133	0,007	0,002	0,181	0,016	0,004	0,004	0,004	0,000	0,021	0,014	0,000	0,000
39	0,304	0,224	0,012	0,000	0,001	0,011	0,146	0,000	0,000	0,146	0,018	0,016	0,016	0,018	0,048	0,079	0,019	0,000	0,000
40	0,643	0,078	0,009	0,002	1,000	0,007	0,058	0,292	0,028	0,189	0,038	0,010	0,026	0,028	0,035	0,083	0,070	0,000	0,000
41	0,968	0,005	0,007	0,000	0,235	0,005	0,445	0,144	0,008	0,090	0,063	0,030	0,010	0,008	0,088	0,275	0,138	0,000	0,000
42	0,960	0,011	0,010	0,000	0,000	0,009	0,146	0,000	0,000	0,684	0,186	0,203	0,203	0,164	0,064	0,125	0,026	0,000	0,000
43	0,372	0,078	0,006	0,067	0,000	0,004	0,108	0,492	0,017	0,361	0,106	0,075	0,102	0,130	0,099	0,355	0,115	0,005	0,018
44	0,087	0,071	0,004	0,176	0,013	0,002	0,146	0,000	0,000	1,000	0,607	0,587	0,587	0,604	0,198	1,000	0,318	0,087	0,593
45	0,718	0,017	0,002	0,000	0,000	0,001	0,146	0,000	0,000	0,190	0,145	0,129	0,129	0,168	0,046	0,406	0,317	0,000	0,000
46	0,429	0,061	0,004	0,000	0,000	0,002	0,146	0,000	0,000	0,753	0,324	0,103	0,103	0,323	0,017	0,083	0,086	0,000	0,000

Таблиця Е 6 – розрахункові значення експоненти за 2020 рік

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,668	0,373	0,370	0,368	0,444	0,369	0,403	0,494	0,373	0,444	0,404	0,381	0,388	0,384	0,379	0,408	0,397	0,368	0,368
2	0,473	0,459	0,373	0,368	0,392	0,372	0,447	0,692	0,368	0,439	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,501
3	0,589	0,368	0,368	0,378	0,368	0,368	0,692	0,676	0,384	0,488	0,397	0,368	0,368	0,368	0,382	0,368	0,376	0,368	0,368
4	0,676	0,370	0,369	0,379	0,368	0,369	0,387	0,439	0,368	0,402	0,368	0,370	0,374	0,376	0,369	0,372	0,368	0,369	0,368
5	0,463	0,399	0,370	0,380	0,619	0,369	0,410	0,524	0,396	0,391	0,375	0,399	0,408	0,415	0,368	0,368	0,371	0,368	0,368
6	0,686	0,420	0,368	0,375	0,481	0,368	0,421	0,368	0,368	0,403	0,369	0,369	0,369	0,372	0,368	0,371	0,368	0,368	0,368
7	0,449	0,402	0,370	0,368	0,368	0,369	0,421	0,368	0,368	0,462	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,371
8	0,537	0,383	0,398	0,592	0,368	0,397	0,415	0,525	0,368	0,391	0,368	0,434	0,443	0,502	0,498	0,401	0,368	0,368	0,368
9	0,556	0,376	0,369	0,368	0,369	0,368	0,421	0,370	0,368	0,645	0,692	0,692	0,692	0,692	0,381	0,513	0,692	0,370	0,371
10	0,569	0,378	0,369	0,368	0,368	0,368	0,420	0,450	0,368	0,646	0,557	0,530	0,534	0,518	0,396	0,579	0,504	0,368	0,368
11	0,493	0,381	0,369	0,379	0,368	0,368	0,472	0,647	0,393	0,368	0,384	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,377	0,368	0,392
12	0,570	0,383	0,369	0,371	0,418	0,369	0,422	0,379	0,368	0,390	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
13	0,491	0,383	0,369	0,380	0,368	0,368	0,390	0,518	0,383	0,409	0,382	0,374	0,382	0,420	0,369	0,376	0,378	0,692	0,402
14	0,662	0,503	0,414	0,368	0,368	0,413	0,421	0,368	0,368	0,470	0,418	0,424	0,424	0,421	0,692	0,427	0,376	0,368	0,368
15	0,660	0,402	0,379	0,368	0,377	0,378	0,421	0,368	0,368	0,466	0,444	0,416	0,416	0,418	0,416	0,401	0,378	0,368	0,368
16	0,575	0,377	0,369	0,368	0,368	0,368	0,421	0,368	0,368	0,402	0,384	0,382	0,382	0,400	0,371	0,393	0,388	0,368	0,368
17	0,615	0,374	0,369	0,369	0,381	0,368	0,419	0,413	0,369	0,568	0,441	0,415	0,417	0,436	0,371	0,396	0,403	0,368	0,368
18	0,680	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,421	0,368	0,368	0,472	0,448	0,430	0,430	0,422	0,368	0,438	0,382	0,368	0,368
19	0,560	0,377	0,369	0,368	0,368	0,368	0,421	0,368	0,368	0,530	0,464	0,468	0,468	0,449	0,385	0,524	0,486	0,375	0,380
20	0,692	0,368	0,375	0,368	0,368	0,374	0,421	0,368	0,368	0,406	0,393	0,394	0,394	0,388	0,433	0,438	0,381	0,368	0,368
21	0,368	0,392	0,368	0,445	0,648	0,368	0,444	0,642	0,368	0,451	0,368	0,368	0,368	0,403	0,368	0,368	0,372	0,368	0,368
22	0,463	0,410	0,373	0,439	0,407	0,372	0,422	0,438	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,379
23	0,419	0,384	0,369	0,425	0,368	0,368	0,420	0,438	0,368	0,682	0,558	0,529	0,532	0,517	0,379	0,467	0,447	0,374	0,374
24	0,531	0,393	0,370	0,368	0,368	0,369	0,421	0,368	0,368	0,370	0,372	0,368	0,368	0,372	0,369	0,373	0,372	0,368	0,368
25	0,625	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,422	0,379	0,368	0,395	0,368	0,368	0,368	0,368	0,388	0,368	0,368	0,368	0,368
26	0,692	0,369	0,378	0,368	0,376	0,377	0,421	0,368	0,368	0,383	0,370	0,370	0,370	0,370	0,398	0,390	0,372	0,368	0,368

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,685	0,369	0,370	0,368	0,368	0,369	0,421	0,368	0,368	0,419	0,378	0,381	0,381	0,378	0,413	0,550	0,410	0,370	0,375
28	0,515	0,397	0,380	0,492	0,368	0,379	0,413	0,448	0,372	0,505	0,396	0,392	0,397	0,401	0,598	0,520	0,402	0,384	0,692
29	0,542	0,432	0,385	0,409	0,368	0,384	0,556	0,627	0,692	0,513	0,369	0,368	0,368	0,383	0,368	0,368	0,369	0,368	0,368
30	0,552	0,692	0,368	0,692	0,520	0,368	0,434	0,501	0,407	0,451	0,373	0,368	0,368	0,368	0,393	0,368	0,370	0,368	0,368
31	0,588	0,415	0,413	0,418	0,401	0,412	0,368	0,457	0,391	0,495	0,373	0,368	0,372	0,382	0,368	0,368	0,374	0,368	0,368
32	0,689	0,371	0,377	0,368	0,368	0,377	0,419	0,371	0,369	0,440	0,371	0,371	0,371	0,371	0,418	0,407	0,376	0,368	0,368
33	0,692	0,368	0,394	0,368	0,514	0,393	0,415	0,404	0,372	0,452	0,380	0,383	0,385	0,381	0,550	0,423	0,376	0,368	0,368
34	0,669	0,379	0,373	0,368	0,368	0,372	0,408	0,382	0,372	0,392	0,373	0,370	0,371	0,371	0,417	0,444	0,392	0,368	0,368
35	0,692	0,368	0,692	0,368	0,368	0,692	0,421	0,368	0,368	0,442	0,368	0,369	0,369	0,369	0,448	0,370	0,368	0,368	0,368
36	0,684	0,369	0,370	0,368	0,368	0,369	0,420	0,373	0,368	0,397	0,382	0,381	0,381	0,387	0,386	0,449	0,390	0,368	0,368
37	0,691	0,372	0,394	0,368	0,368	0,394	0,405	0,408	0,372	0,395	0,380	0,373	0,375	0,374	0,381	0,372	0,370	0,372	0,372
38	0,691	0,369	0,368	0,434	0,368	0,368	0,417	0,371	0,368	0,434	0,374	0,369	0,369	0,369	0,368	0,375	0,373	0,368	0,368
39	0,478	0,449	0,372	0,368	0,368	0,372	0,421	0,368	0,368	0,422	0,375	0,374	0,374	0,374	0,386	0,397	0,375	0,368	0,368
40	0,591	0,396	0,371	0,369	0,692	0,370	0,389	0,474	0,378	0,437	0,382	0,372	0,378	0,378	0,381	0,398	0,393	0,368	0,368
41	0,684	0,370	0,370	0,368	0,454	0,370	0,527	0,421	0,371	0,401	0,391	0,379	0,372	0,371	0,400	0,468	0,419	0,368	0,368
42	0,682	0,372	0,372	0,368	0,368	0,371	0,421	0,368	0,368	0,604	0,436	0,442	0,442	0,428	0,391	0,414	0,377	0,368	0,368
43	0,502	0,397	0,370	0,392	0,368	0,369	0,407	0,543	0,374	0,498	0,407	0,396	0,405	0,416	0,404	0,496	0,410	0,370	0,375
44	0,400	0,394	0,369	0,432	0,373	0,369	0,421	0,368	0,368	0,692	0,580	0,573	0,573	0,579	0,440	0,692	0,483	0,400	0,575
45	0,614	0,374	0,369	0,368	0,368	0,368	0,421	0,368	0,368	0,437	0,421	0,415	0,415	0,430	0,385	0,514	0,483	0,368	0,368
46	0,522	0,390	0,369	0,368	0,368	0,369	0,421	0,368	0,368	0,625	0,485	0,406	0,406	0,485	0,374	0,398	0,400	0,368	0,368

Продовження додатку Е

Таблиця Е 7 – Вхідні дані по підприємствам за 2021 рік

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,877	0,512	4,149	0,000	0,352	3,149	3,325	0,017	0,000	0,045	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
2	0,291	4,472	6,312	0,000	0,020	5,312	0,788	0,031	0,233	0,138	0,134	0,116	0,147	0,178	0,676	0,107	0,147	0,000	0,000
3	0,591	0,000	0,000	0,010	0,038	0,000	12,563	0,032	0,000	0,153	0,000	0,000	0,000	0,002	0,166	0,000	0,000	0,000	0,000
4	0,944	0,154	2,769	0,000	0,118	1,769	0,457	0,007	1,636	0,044	0,004	0,006	0,012	0,018	0,010	0,004	0,005	0,000	0,000
5	0,359	1,545	2,809	0,059	0,264	1,809	0,685	0,016	0,364	0,037	0,044	0,034	0,050	0,085	0,000	0,000	0,072	0,000	0,001
6	0,972	0,000	0,000	0,000	0,153	0,000	1,000	0,000	0,000	0,071	0,009	0,004	0,004	0,011	0,000	0,003	0,010	0,000	0,000
7	0,358	1,589	2,475	0,000	0,000	1,475	1,000	0,000	0,000	0,297	0,072	0,322	0,322	0,488	0,387	0,156	0,072	0,475	0,184
8	0,486	1,652	3,468	0,023	0,000	2,468	0,998	0,001	0,002	0,383	0,339	0,298	0,299	0,428	0,409	0,118	0,230	0,000	0,000
9	0,508	0,522	1,060	0,000	0,000	0,060	1,000	0,000	0,000	0,663	0,576	0,576	0,576	0,679	0,180	0,170	3,653	0,000	0,000
10	0,590	0,550	1,340	0,000	0,000	0,340	0,985	0,005	0,011	0,580	0,473	0,336	0,341	0,386	0,258	0,193	1,439	0,000	0,000
11	0,389	0,077	0,126	0,017	0,006	0,000	0,746	0,028	0,522	0,118	0,053	0,082	0,109	0,110	0,003	0,026	0,000	0,749	0,002
12	0,671	0,570	1,733	0,000	0,035	0,733	1,163	0,006	0,026	2,579	0,250	0,232	0,200	0,230	0,380	0,219	0,672	0,000	0,000
13	0,431	0,776	1,382	0,009	0,000	0,382	0,983	0,005	0,117	0,318	0,043	0,281	0,286	0,351	0,329	0,238	0,159	0,381	0,126
14	0,811	1,174	6,212	0,000	0,000	5,212	1,000	0,000	0,000	0,061	0,024	0,029	0,029	0,048	0,086	0,014	0,016	0,000	0,000
15	0,787	1,800	8,468	0,000	0,006	7,468	1,000	0,000	0,000	0,216	0,075	0,055	0,055	0,080	0,215	0,025	0,045	0,000	0,000
16	0,767	0,668	2,866	0,000	0,000	1,866	1,000	0,000	0,000	0,297	0,285	0,283	0,283	0,314	0,789	0,275	0,521	0,802	0,633
17	0,745	0,365	1,446	0,005	0,005	0,446	0,973	0,002	0,028	0,329	0,081	0,081	0,083	0,163	0,022	0,015	0,122	0,000	0,000
18	0,956	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,074	0,039	0,039	0,039	0,046	0,000	0,048	0,043	0,000	0,000
19	0,499	0,639	1,277	0,000	0,001	0,277	1,000	0,000	0,000	0,279	0,171	0,170	0,170	0,424	0,170	0,133	0,756	0,455	0,077
20	0,981	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,138	0,025	0,000	0,000	0,000	0,522	0,000	0,033	0,000	0,000
21	0,000	1,335	0,301	0,266	0,163	0,000	0,823	0,019	0,142	0,446	0,134	0,088	0,107	0,220	0,045	0,148	0,000	0,156	0,007
22	0,373	1,151	9,276	0,437	0,086	8,276	0,100	0,022	0,000	0,013	0,000	0,002	0,024	0,076	0,013	0,001	0,000	0,000	0,000
23	0,224	0,881	1,263	0,089	0,000	0,263	0,994	0,003	0,006	0,820	0,543	0,587	0,590	0,626	0,288	0,228	1,239	0,110	0,032
24	0,399	2,241	3,726	0,000	0,005	2,726	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,059
25	0,977	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,131	0,001	0,011	0,057	0,056	0,000	0,000	0,000	0,010	0,000	0,024	0,000	0,000
26	0,999	0,030	47,166	0,000	0,003	46,166	0,943	0,000	0,059	0,014	0,001	0,001	0,001	0,002	0,149	0,003	0,004	0,000	0,000

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,952	0,184	3,812	0,000	0,276	2,812	1,000	0,000	0,000	0,038	0,023	0,014	0,014	0,016	0,249	0,065	0,177	0,279	0,069
28	0,376	2,678	4,293	0,000	0,000	3,293	0,860	0,011	0,138	0,257	0,080	0,068	0,079	0,108	0,244	0,057	0,366	1,927	0,471
29	0,388	0,000	0,000	0,038	0,061	0,000	0,000	0,030	0,000	0,283	0,000	0,000	0,003	0,063	0,616	0,000	0,000	0,000	0,000
30	0,588	12,805	0,000	0,677	0,166	0,000	0,788	0,010	0,500	0,155	0,021	0,039	0,049	0,059	0,000	0,096	0,043	0,000	0,000
31	0,515	8,720	68,516	0,041	0,110	67,516	0,000	0,013	1,152	0,246	0,011	0,000	0,012	0,043	0,193	0,003	0,034	0,000	0,000
32	0,985	0,305	19,800	0,000	0,017	18,800	0,845	0,000	0,150	0,153	0,002	0,002	0,002	0,002	0,159	0,008	0,010	0,000	0,000
33	0,990	0,016	1,618	0,000	0,359	0,618	0,848	0,002	0,162	0,082	0,012	0,011	0,013	0,013	0,659	0,407	1,440	0,000	0,000
34	0,924	0,547	7,233	0,000	0,010	6,233	0,886	0,001	0,115	0,037	0,005	0,005	0,005	0,007	0,222	0,031	0,076	0,442	0,098
35	1,000	0,000	0,000	0,126	0,015	0,000	0,000	0,000	0,056	0,048	0,006	0,000	0,000	0,000	1,484	0,000	0,018	0,000	0,000
36	0,971	0,077	2,685	0,000	0,000	1,685	0,975	0,000	0,030	0,040	0,017	0,019	0,020	0,021	0,143	0,053	0,089	0,000	0,000
37	0,946	0,268	4,974	0,000	0,000	3,974	0,717	0,008	0,420	0,043	0,019	0,020	0,028	0,031	0,276	0,056	0,080	0,000	0,000
38	0,994	0,026	1441637,8	0,240	0,000	1441636,8	0,726	0,000	0,061	0,097	0,002	0,000	0,001	0,001	517,4	0,000	0,007	0,000	0,000
39	0,972	0,259	9,332	0,000	0,000	8,332	1,003	0,000	0,000	0,072	0,000	0,000	0,000	0,002	0,121	0,013	0,000	0,000	0,000
40	0,400	3,031	5,053	0,000	0,388	4,053	0,574	0,005	0,356	0,099	0,015	0,007	0,012	0,024	0,215	0,043	0,135	0,000	0,000
41	0,972	0,199	7,207	0,000	0,036	6,207	0,614	0,003	0,214	0,024	0,016	0,012	0,019	0,020	0,236	0,033	0,064	0,000	0,000
42	0,995	0,294	60,624	0,000	0,000	59,624	1,000	0,000	0,000	0,419	0,076	0,087	0,087	0,093	0,121	0,002	0,003	0,000	0,000
43	0,385	1,396	3,005	0,108	0,006	2,005	0,894	0,016	0,206	0,211	0,077	0,134	0,150	0,218	0,579	0,193	0,179	0,127	0,073
44	0,107	1,373	2,393	0,233	0,002	1,393	1,000	0,000	0,000	0,656	0,512	0,488	0,488	0,643	0,906	0,378	0,842	1,182	1,070
45	0,660	0,436	1,282	0,000	0,000	0,282	1,000	0,000	0,000	0,135	0,100	0,099	0,099	0,153	0,210	0,164	0,914	0,000	0,000
46	0,438	1,290	2,294	0,000	0,000	1,294	1,000	0,000	0,000	0,544	0,294	0,238	0,238	0,485	0,241	0,105	0,288	0,908	0,219
Макс	1,000	12,805	1441637,8	0,677	0,388	1441636,8	12,563	0,032	1,636	2,579	0,576	0,587	0,590	0,679	517,4	0,407	3,653	1,927	1,070

Продовження додатку Е

Таблиця Е 8 – Нормалізовані дані по підприємствах за 2021 р.

№ підприєм.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,877	0,040	0,000	0,000	0,907	0,000	0,265	0,535	0,000	0,017	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
2	0,291	0,349	0,000	0,000	0,050	0,000	0,063	0,970	0,142	0,053	0,232	0,198	0,249	0,262	0,001	0,263	0,040	0,000	0,000
3	0,591	0,000	0,000	0,014	0,098	0,000	1,000	1,000	0,000	0,059	0,000	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
4	0,944	0,012	0,000	0,000	0,305	0,000	0,036	0,206	1,000	0,017	0,007	0,010	0,021	0,026	0,000	0,009	0,001	0,000	0,000
5	0,359	0,121	0,000	0,088	0,681	0,000	0,054	0,494	0,223	0,014	0,076	0,059	0,085	0,124	0,000	0,000	0,020	0,000	0,001
6	0,972	0,000	0,000	0,000	0,394	0,000	0,080	0,000	0,000	0,027	0,016	0,006	0,006	0,016	0,000	0,008	0,003	0,000	0,000
7	0,358	0,124	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,115	0,125	0,549	0,546	0,719	0,001	0,384	0,020	0,246	0,172
8	0,486	0,129	0,000	0,034	0,000	0,000	0,079	0,018	0,001	0,148	0,588	0,508	0,506	0,631	0,001	0,289	0,063	0,000	0,000
9	0,508	0,041	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,257	1,000	0,981	0,976	1,000	0,000	0,417	1,000	0,000	0,000
10	0,590	0,043	0,000	0,000	0,000	0,000	0,078	0,161	0,007	0,225	0,822	0,573	0,578	0,568	0,000	0,473	0,394	0,000	0,000
11	0,389	0,006	0,000	0,025	0,015	0,000	0,059	0,863	0,319	0,046	0,092	0,139	0,185	0,162	0,000	0,064	0,000	0,388	0,002
12	0,671	0,045	0,000	0,000	0,090	0,000	0,093	0,200	0,016	1,000	0,435	0,396	0,338	0,338	0,001	0,539	0,184	0,000	0,000
13	0,431	0,061	0,000	0,014	0,000	0,000	0,078	0,155	0,071	0,123	0,074	0,479	0,484	0,516	0,001	0,585	0,044	0,198	0,117
14	0,811	0,092	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,024	0,042	0,049	0,049	0,071	0,000	0,034	0,004	0,000	0,000
15	0,787	0,141	0,000	0,000	0,016	0,000	0,080	0,000	0,000	0,084	0,130	0,094	0,093	0,118	0,000	0,062	0,012	0,000	0,000
16	0,767	0,052	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,115	0,496	0,482	0,479	0,462	0,002	0,676	0,142	0,416	0,591
17	0,745	0,029	0,000	0,008	0,012	0,000	0,077	0,070	0,017	0,128	0,141	0,138	0,141	0,239	0,000	0,038	0,033	0,000	0,000
18	0,956	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,029	0,068	0,067	0,066	0,068	0,000	0,118	0,012	0,000	0,000
19	0,499	0,050	0,000	0,000	0,002	0,000	0,080	0,000	0,000	0,108	0,297	0,289	0,287	0,624	0,000	0,328	0,207	0,236	0,072
20	0,981	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,053	0,044	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,009	0,000	0,000
21	0,000	0,104	0,000	0,393	0,420	0,000	0,066	0,591	0,087	0,173	0,232	0,151	0,182	0,323	0,000	0,363	0,000	0,081	0,006
22	0,373	0,090	0,000	0,646	0,221	0,000	0,008	0,685	0,000	0,005	0,000	0,004	0,041	0,112	0,000	0,003	0,000	0,000	0,000
23	0,224	0,069	0,000	0,132	0,000	0,000	0,079	0,109	0,004	0,318	0,943	1,000	1,000	0,922	0,001	0,561	0,339	0,057	0,030
24	0,399	0,175	0,000	0,000	0,012	0,000	0,080	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,055
25	0,977	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,090	0,020	0,007	0,022	0,097	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,007	0,000	0,000
26	0,999	0,002	0,000	0,000	0,008	0,000	0,075	0,002	0,036	0,005	0,002	0,002	0,002	0,002	0,000	0,008	0,001	0,000	0,000

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,952	0,014	0,000	0,000	0,711	0,000	0,080	0,000	0,000	0,015	0,039	0,024	0,024	0,023	0,000	0,160	0,048	0,145	0,065
28	0,376	0,209	0,000	0,000	0,001	0,000	0,068	0,345	0,085	0,100	0,139	0,116	0,135	0,159	0,000	0,140	0,100	1,000	0,440
29	0,388	0,000	0,000	0,056	0,158	0,000	0,000	0,920	0,000	0,110	0,000	0,000	0,005	0,092	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000
30	0,588	1,000	0,000	1,000	0,428	0,000	0,063	0,323	0,305	0,060	0,036	0,066	0,083	0,088	0,000	0,236	0,012	0,000	0,000
31	0,515	0,681	0,000	0,061	0,282	0,000	0,000	0,389	0,704	0,095	0,019	0,000	0,021	0,063	0,000	0,007	0,009	0,000	0,000
32	0,985	0,024	0,000	0,000	0,045	0,000	0,067	0,009	0,092	0,059	0,003	0,003	0,003	0,003	0,000	0,020	0,003	0,000	0,000
33	0,990	0,001	0,000	0,000	0,926	0,000	0,067	0,062	0,099	0,032	0,021	0,019	0,022	0,019	0,001	1,000	0,394	0,000	0,000
34	0,924	0,043	0,000	0,000	0,025	0,000	0,070	0,019	0,070	0,014	0,009	0,008	0,009	0,010	0,000	0,075	0,021	0,230	0,092
35	1,000	0,000	0,000	0,186	0,038	0,000	0,000	0,011	0,034	0,019	0,011	0,000	0,000	0,000	0,003	0,000	0,005	0,000	0,000
36	0,971	0,006	0,000	0,000	0,000	0,000	0,078	0,015	0,018	0,016	0,029	0,033	0,033	0,031	0,000	0,131	0,024	0,000	0,000
37	0,946	0,021	0,000	0,000	0,000	0,000	0,057	0,245	0,257	0,017	0,033	0,034	0,047	0,045	0,001	0,136	0,022	0,000	0,000
38	0,994	0,002	1,000	0,354	0,000	1,000	0,058	0,005	0,037	0,038	0,004	0,001	0,001	0,002	1,000	0,001	0,002	0,000	0,000
39	0,972	0,020	0,000	0,000	0,001	0,000	0,080	0,000	0,000	0,028	0,000	0,000	0,000	0,003	0,000	0,032	0,000	0,000	0,000
40	0,400	0,237	0,000	0,000	1,000	0,000	0,046	0,162	0,217	0,038	0,025	0,012	0,021	0,035	0,000	0,104	0,037	0,000	0,000
41	0,972	0,016	0,000	0,000	0,094	0,000	0,049	0,109	0,131	0,009	0,028	0,020	0,033	0,029	0,000	0,080	0,018	0,000	0,000
42	0,995	0,023	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,163	0,131	0,149	0,148	0,137	0,000	0,005	0,001	0,000	0,000
43	0,385	0,109	0,000	0,159	0,015	0,000	0,071	0,497	0,126	0,082	0,134	0,229	0,254	0,320	0,001	0,473	0,049	0,066	0,069
44	0,107	0,107	0,000	0,344	0,005	0,000	0,080	0,000	0,000	0,254	0,889	0,832	0,827	0,946	0,002	0,929	0,231	0,613	1,000
45	0,660	0,034	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,052	0,174	0,169	0,168	0,225	0,000	0,403	0,250	0,000	0,000
46	0,438	0,101	0,000	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000	0,000	0,211	0,511	0,405	0,403	0,715	0,000	0,258	0,079	0,471	0,204

Продовження додатку Е

Таблиця Е 9 – розрахункові значення експоненти за 2021 рік

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,660	0,383	0,368	0,368	0,668	0,368	0,464	0,557	0,368	0,374	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
2	0,474	0,494	0,368	0,368	0,386	0,368	0,391	0,684	0,420	0,388	0,453	0,440	0,459	0,463	0,368	0,464	0,383	0,368	0,368
3	0,575	0,368	0,368	0,373	0,404	0,368	0,692	0,692	0,368	0,390	0,368	0,368	0,368	0,369	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
4	0,678	0,372	0,368	0,368	0,479	0,368	0,381	0,443	0,692	0,374	0,370	0,371	0,375	0,377	0,368	0,371	0,368	0,368	0,368
5	0,497	0,412	0,368	0,400	0,603	0,368	0,388	0,543	0,449	0,373	0,396	0,389	0,399	0,414	0,368	0,368	0,375	0,368	0,368
6	0,685	0,368	0,368	0,368	0,509	0,368	0,397	0,368	0,368	0,378	0,374	0,370	0,370	0,374	0,368	0,371	0,369	0,368	0,368
7	0,497	0,413	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,410	0,414	0,561	0,560	0,614	0,368	0,506	0,375	0,458	0,431
8	0,541	0,415	0,368	0,380	0,368	0,368	0,397	0,375	0,368	0,422	0,574	0,548	0,547	0,587	0,368	0,473	0,391	0,368	0,368
9	0,548	0,383	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,461	0,692	0,687	0,686	0,692	0,368	0,517	0,692	0,368	0,368
10	0,574	0,384	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,427	0,370	0,450	0,644	0,569	0,571	0,567	0,368	0,536	0,509	0,368	0,368
11	0,508	0,370	0,368	0,377	0,373	0,368	0,390	0,656	0,483	0,385	0,402	0,419	0,436	0,427	0,368	0,391	0,368	0,508	0,369
12	0,600	0,384	0,368	0,368	0,401	0,368	0,402	0,441	0,374	0,692	0,523	0,510	0,490	0,490	0,368	0,558	0,435	0,368	0,368
13	0,522	0,390	0,368	0,373	0,368	0,368	0,397	0,425	0,394	0,413	0,395	0,538	0,540	0,551	0,368	0,573	0,384	0,440	0,411
14	0,641	0,402	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,377	0,383	0,386	0,386	0,394	0,368	0,380	0,369	0,368	0,368
15	0,634	0,419	0,368	0,368	0,374	0,368	0,397	0,368	0,368	0,399	0,416	0,402	0,402	0,411	0,368	0,391	0,372	0,368	0,368
16	0,629	0,387	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,410	0,544	0,539	0,538	0,533	0,368	0,601	0,420	0,517	0,575
17	0,622	0,378	0,368	0,371	0,372	0,368	0,396	0,394	0,374	0,415	0,419	0,418	0,419	0,455	0,368	0,382	0,380	0,368	0,368
18	0,681	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,378	0,393	0,392	0,392	0,393	0,368	0,411	0,372	0,368	0,368
19	0,545	0,386	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,408	0,476	0,473	0,472	0,585	0,368	0,486	0,443	0,454	0,394
20	0,687	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,387	0,384	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,371	0,368	0,368
21	0,368	0,406	0,368	0,509	0,519	0,368	0,392	0,575	0,400	0,431	0,453	0,423	0,434	0,485	0,368	0,499	0,368	0,398	0,370
22	0,502	0,401	0,368	0,592	0,449	0,368	0,371	0,604	0,368	0,370	0,368	0,369	0,383	0,409	0,368	0,369	0,368	0,368	0,368
23	0,450	0,393	0,368	0,416	0,368	0,368	0,397	0,408	0,369	0,483	0,678	0,692	0,692	0,672	0,368	0,565	0,491	0,389	0,379
24	0,511	0,432	0,368	0,368	0,372	0,368	0,397	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,388
25	0,686	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,401	0,375	0,370	0,376	0,404	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,370	0,368	0,368
26	0,692	0,369	0,368	0,368	0,371	0,368	0,395	0,369	0,381	0,370	0,369	0,369	0,369	0,369	0,368	0,371	0,368	0,368	0,368

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,680	0,373	0,368	0,368	0,612	0,368	0,397	0,368	0,368	0,373	0,382	0,377	0,377	0,376	0,368	0,427	0,386	0,421	0,392
28	0,503	0,444	0,368	0,368	0,368	0,368	0,393	0,493	0,399	0,405	0,419	0,411	0,417	0,426	0,368	0,419	0,405	0,692	0,525
29	0,507	0,368	0,368	0,388	0,426	0,368	0,368	0,671	0,368	0,408	0,368	0,368	0,370	0,402	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
30	0,574	0,692	0,368	0,692	0,521	0,368	0,391	0,485	0,479	0,390	0,381	0,392	0,398	0,400	0,368	0,454	0,372	0,368	0,368
31	0,550	0,603	0,368	0,390	0,470	0,368	0,368	0,508	0,610	0,403	0,375	0,368	0,376	0,391	0,368	0,370	0,371	0,368	0,368
32	0,688	0,377	0,368	0,368	0,384	0,368	0,393	0,371	0,402	0,390	0,369	0,369	0,369	0,369	0,368	0,375	0,369	0,368	0,368
33	0,690	0,368	0,368	0,368	0,673	0,368	0,393	0,391	0,404	0,380	0,376	0,375	0,376	0,375	0,368	0,692	0,510	0,368	0,368
34	0,672	0,384	0,368	0,368	0,377	0,368	0,394	0,375	0,394	0,373	0,371	0,371	0,371	0,372	0,368	0,396	0,376	0,452	0,402
35	0,692	0,368	0,368	0,436	0,382	0,368	0,368	0,372	0,381	0,375	0,372	0,368	0,368	0,368	0,369	0,368	0,370	0,368	0,368
36	0,685	0,370	0,368	0,368	0,368	0,368	0,396	0,374	0,375	0,374	0,379	0,380	0,380	0,379	0,368	0,416	0,377	0,368	0,368
37	0,678	0,376	0,368	0,368	0,368	0,368	0,389	0,457	0,461	0,374	0,380	0,380	0,385	0,384	0,368	0,418	0,376	0,368	0,368
38	0,691	0,369	0,692	0,496	0,368	0,692	0,389	0,370	0,382	0,382	0,369	0,368	0,368	0,369	0,692	0,368	0,369	0,368	0,368
39	0,685	0,375	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,378	0,368	0,368	0,368	0,369	0,368	0,380	0,368	0,368	0,368
40	0,512	0,454	0,368	0,368	0,692	0,368	0,385	0,427	0,447	0,382	0,377	0,372	0,376	0,381	0,368	0,406	0,382	0,368	0,368
41	0,685	0,374	0,368	0,368	0,402	0,368	0,386	0,408	0,416	0,371	0,378	0,375	0,380	0,379	0,368	0,397	0,374	0,368	0,368
42	0,691	0,376	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,427	0,416	0,422	0,422	0,418	0,368	0,370	0,368	0,368	0,368
43	0,506	0,408	0,368	0,426	0,373	0,368	0,394	0,544	0,414	0,398	0,417	0,451	0,460	0,484	0,368	0,536	0,386	0,392	0,393
44	0,407	0,407	0,368	0,492	0,370	0,368	0,397	0,368	0,368	0,460	0,663	0,647	0,646	0,678	0,369	0,674	0,452	0,582	0,692
45	0,596	0,380	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,387	0,431	0,430	0,430	0,450	0,368	0,512	0,459	0,368	0,368
46	0,524	0,405	0,368	0,368	0,368	0,368	0,397	0,368	0,368	0,445	0,549	0,513	0,512	0,613	0,368	0,462	0,397	0,536	0,443

Таблиця Е 10 – Вихідні дані по підприємствам за 2022 рік

№ підприєм.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,898	0,347	3,395	0,000	0,347	2,395	0,824	0,021	0,114	0,240	0,181	0,096	0,117	0,120	0,333	0,098	0,332	0,000	0,000
2	0,588	11,701	28,409	0,000	0,041	27,409	0,821	0,001	0,009	0,232	0,164	0,006	0,008	0,025	0,151	0,005	0,139	0,000	0,000
3	0,554	0,000	0,000	0,010	0,000	0,000	0,488	0,001	0,341	0,198	0,003	0,001	0,002	0,009	0,000	0,002	0,004	0,000	0,000
4	0,950	0,152	3,057	0,000	0,189	2,057	1,604	0,002	0,045	0,096	0,042	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,053	0,000	0,000
5	0,243	7,080	9,350	0,000	0,581	8,350	0,926	0,043	0,368	0,075	0,117	0,536	0,579	0,663	0,000	0,000	0,070	0,000	0,000
6	0,979	0,000	0,000	0,000	0,214	0,000	1,000	0,000	0,000	0,092	0,000	0,003	0,003	0,012	0,000	0,003	0,000	0,000	0,000
7	0,218	2,373	3,033	0,000	0,000	2,033	1,000	0,000	0,000	0,608	0,410	0,021	0,021	0,113	0,128	0,042	0,535	0,000	0,000
8	0,669	0,964	3,092	0,019	0,000	2,092	1,000	0,000	0,000	0,505	0,411	0,275	0,275	0,351	0,399	0,129	0,349	0,000	0,000
9	0,664	0,561	1,671	0,000	0,000	0,671	1,000	0,000	0,000	0,741	0,722	0,635	0,635	0,702	0,694	0,415	1,423	0,000	0,000
10	0,593	0,555	1,364	0,000	0,000	0,364	1,000	0,000	0,000	0,276	0,428	0,236	0,236	0,316	0,090	0,066	0,561	0,000	0,000
11	0,354	0,975	1,510	0,000	0,031	0,510	1,000	0,000	0,000	0,120	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
12	0,674	0,567	1,742	0,000	0,028	0,742	0,987	0,004	0,010	0,002	0,375	0,294	0,297	0,351	0,287	0,165	0,595	0,000	0,000
13	0,564	0,749	1,867	0,047	0,000	0,867	1,059	0,026	0,068	0,519	0,387	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,694	0,000	0,000
14	0,841	1,044	6,562	0,000	0,000	5,562	1,000	0,000	0,000	0,171	0,023	0,017	0,017	0,057	0,023	0,003	0,010	0,000	0,000
15	0,806	0,998	5,140	0,000	0,008	4,140	1,000	0,000	0,000	0,254	0,233	0,190	0,190	0,213	0,427	0,083	0,154	0,000	0,000
16	0,840	0,627	3,911	0,000	0,000	2,911	1,000	0,000	0,000	0,096	0,217	0,212	0,212	0,237	0,744	0,190	0,319	0,000	0,000
17	0,758	0,352	1,455	0,000	0,001	0,455	0,968	0,002	0,022	0,353	0,079	0,053	0,055	0,148	0,015	0,011	0,090	0,000	0,000
18	0,892	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,201	0,030	0,024	0,024	0,054	0,000	0,034	0,015	4,254	0,000
19	0,531	0,573	1,222	0,000	0,000	0,222	1,000	0,000	0,000	0,308	0,258	0,218	0,218	0,225	0,198	0,162	1,291	0,286	0,057
20	0,978	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000	0,901	0,000	0,000	0,000	0,000
21	0,253	1,338	1,958	0,048	0,034	0,958	0,035	0,086	2,005	0,654	0,043	0,003	0,089	0,163	0,002	0,001	0,034	12,220	0,020
22	0,400	1,235	16,618	0,426	0,097	15,618	1,580	0,050	0,000	0,037	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,022
23	0,280	0,834	1,297	0,093	0,000	0,297	0,993	0,003	0,006	0,860	0,519	0,390	0,393	0,420	0,254	0,196	1,402	0,382	0,097
24	0,699	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,581	0,000	0,000	0,000	0,000
25	0,449	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,057	0,000	0,000	0,000	0,000	0,015	0,000	0,000	0,000	0,000
26	1,000	0,004	30,183	0,000	0,196	29,183	0,414	0,003	0,303	0,062	0,009	0,002	0,004	0,005	0,112	0,004	0,022	0,000	0,000

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,963	0,135	3,658	0,000	0,215	2,658	1,000	0,000	0,000	0,053	0,040	0,012	0,012	0,014	0,203	0,056	0,300	0,010	0,002
28	0,435	2,241	4,671	0,038	0,000	3,671	0,655	0,013	0,337	0,268	0,039	0,025	0,038	0,059	0,019	0,004	0,178	12,690	0,240
29	0,338	0,000	0,000	0,080	0,019	0,000	1,511	0,036	0,000	0,274	0,000	0,000	0,000	0,002	0,000	0,217	0,000	0,000	0,000
30	0,544	2,153	0,000	0,977	0,000	0,000	1,053	0,002	0,028	0,151	0,056	0,000	0,000	0,000	0,123	0,000	0,091	0,000	0,000
31	0,564	4,517	71,717	0,082	0,000	70,717	0,036	0,013	0,442	0,270	0,029	0,000	0,013	0,049	0,223	0,003	0,072	0,000	0,000
32	0,975	0,274	11,163	0,000	0,000	10,163	0,857	0,001	0,069	0,193	0,018	0,008	0,009	0,011	0,347	0,031	0,101	0,000	0,000
33	0,999	0,004	4,098	0,008	0,097	3,098	0,954	0,005	0,045	0,180	0,108	0,101	0,106	0,106	0,889	0,217	0,375	0,000	0,000
34	0,923	0,416	5,409	0,000	0,043	4,409	0,659	0,001	0,175	0,031	0,007	0,002	0,003	0,005	0,130	0,024	0,125	0,010	0,001
35	1,000	0,000	953,026	0,101	0,023	952,026	0,461	0,002	0,201	0,084	0,011	0,002	0,004	0,004	1,848	0,002	0,026	0,000	0,000
36	0,938	0,116	1,852	0,000	0,000	0,852	0,991	0,000	0,006	0,115	0,078	0,053	0,053	0,055	0,251	0,136	0,536	0,000	0,000
37	0,948	0,138	2,655	0,000	0,000	1,655	0,978	0,001	0,019	0,095	0,070	0,061	0,062	0,065	0,446	0,168	0,379	0,062	0,028
38	0,993	0,017	20,671	0,345	0,000	19,671	0,973	0,001	0,023	0,102	0,025	0,021	0,022	0,022	1,000	0,048	0,105	0,000	0,000
39	0,951	3,208	65,414	0,000	0,025	64,414	1,044	0,002	0,000	0,071	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
40	0,547	2,608	5,759	0,000	0,559	4,759	0,642	0,011	0,272	0,118	0,041	0,020	0,031	0,041	0,462	0,080	0,243	0,000	0,000
41	0,975	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,107	0,004	0,059	0,068	0,074	0,000	0,000	0,000	59,404	0,000	0,137	0,000	0,000
42	0,985	0,286	19,447	0,000	0,000	18,447	0,529	0,002	0,557	0,046	0,004	0,003	0,005	0,005	0,044	0,002	0,005	0,000	0,000
43	0,219	1,544	2,418	0,092	0,000	1,418	1,000	0,000	0,000	0,186	0,186	0,101	0,101	0,176	0,328	0,136	0,477	0,000	0,000
44	0,000	2,637	2,392	0,000	0,000	1,392	0,913	0,036	0,089	0,577	0,406	0,382	0,418	0,574	0,770	0,322	0,723	0,000	0,000
45	0,805	0,225	1,154	0,000	0,000	0,154	1,000	0,000	0,000	0,166	0,214	0,208	0,208	0,240	0,377	0,326	3,066	0,000	0,000
46	0,519	1,150	2,393	0,000	0,000	1,393	1,000	0,000	0,000	0,578	0,329	0,073	0,073	0,286	0,065	0,027	0,275	0,024	0,002
Макс	1,000	11,701	953,026	0,977	0,581	952,026	1,604	0,086	2,005	0,860	0,722	0,635	0,635	0,702	59,404	0,415	3,066	12,690	0,240

Продовження додатку Е

Таблиця Е 11 – Нормалізовані дані по підприємствах за 2022 р.

№ підприєм.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,898	0,030	0,004	0,000	0,597	0,003	0,514	0,240	0,057	0,279	0,251	0,152	0,184	0,171	0,006	0,236	0,108	0,000	0,000
2	0,588	1,000	0,030	0,000	0,071	0,029	0,512	0,016	0,004	0,269	0,227	0,010	0,012	0,036	0,003	0,013	0,045	0,000	0,000
3	0,554	0,000	0,000	0,011	0,000	0,000	0,304	0,013	0,170	0,230	0,005	0,002	0,004	0,013	0,000	0,004	0,001	0,000	0,000
4	0,950	0,013	0,003	0,000	0,325	0,002	1,000	0,022	0,022	0,112	0,058	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,017	0,000	0,000
5	0,243	0,605	0,010	0,000	1,000	0,009	0,577	0,499	0,184	0,087	0,161	0,844	0,912	0,945	0,000	0,000	0,023	0,000	0,000
6	0,979	0,000	0,000	0,000	0,368	0,000	0,624	0,000	0,000	0,107	0,000	0,004	0,004	0,018	0,000	0,006	0,000	0,000	0,000
7	0,218	0,203	0,003	0,000	0,000	0,002	0,624	0,000	0,000	0,707	0,568	0,032	0,032	0,161	0,002	0,101	0,174	0,000	0,000
8	0,669	0,082	0,003	0,020	0,000	0,002	0,624	0,000	0,000	0,587	0,569	0,433	0,433	0,500	0,007	0,311	0,114	0,000	0,000
9	0,664	0,048	0,002	0,000	0,000	0,001	0,624	0,000	0,000	0,862	1,000	1,000	1,000	1,000	0,012	1,000	0,464	0,000	0,000
10	0,593	0,047	0,001	0,000	0,000	0,000	0,624	0,000	0,000	0,321	0,593	0,372	0,372	0,450	0,002	0,159	0,183	0,000	0,000
11	0,354	0,083	0,002	0,000	0,053	0,001	0,624	0,000	0,000	0,139	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
12	0,674	0,048	0,002	0,000	0,049	0,001	0,616	0,045	0,005	0,003	0,519	0,462	0,468	0,499	0,005	0,396	0,194	0,000	0,000
13	0,564	0,064	0,002	0,048	0,000	0,001	0,661	0,307	0,034	0,603	0,537	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,226	0,000	0,000
14	0,841	0,089	0,007	0,000	0,000	0,006	0,624	0,000	0,000	0,199	0,032	0,027	0,027	0,081	0,000	0,008	0,003	0,000	0,000
15	0,806	0,085	0,005	0,000	0,013	0,004	0,624	0,000	0,000	0,296	0,322	0,299	0,299	0,303	0,007	0,200	0,050	0,000	0,000
16	0,840	0,054	0,004	0,000	0,000	0,003	0,624	0,000	0,000	0,112	0,301	0,334	0,334	0,338	0,013	0,458	0,104	0,000	0,000
17	0,758	0,030	0,002	0,000	0,002	0,000	0,604	0,020	0,011	0,410	0,109	0,084	0,087	0,211	0,000	0,025	0,029	0,000	0,000
18	0,892	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,624	0,000	0,000	0,233	0,042	0,038	0,038	0,076	0,000	0,081	0,005	0,335	0,000
19	0,531	0,049	0,001	0,000	0,000	0,000	0,623	0,001	0,000	0,358	0,357	0,343	0,343	0,320	0,003	0,389	0,421	0,023	0,235
20	0,978	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,624	0,000	0,000	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000	0,015	0,000	0,000	0,000	0,000
21	0,253	0,114	0,002	0,049	0,058	0,001	0,022	1,000	1,000	0,760	0,059	0,005	0,140	0,233	0,000	0,002	0,011	0,963	0,084
22	0,400	0,106	0,017	0,436	0,167	0,016	0,985	0,581	0,000	0,043	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,091
23	0,280	0,071	0,001	0,096	0,000	0,000	0,619	0,034	0,003	1,000	0,720	0,615	0,620	0,598	0,004	0,472	0,457	0,030	0,404
24	0,699	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,624	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,027	0,000	0,000	0,000	0,000
25	0,449	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,624	0,000	0,000	0,066	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
26	1,000	0,000	0,032	0,000	0,337	0,031	0,258	0,030	0,151	0,072	0,012	0,003	0,007	0,006	0,002	0,009	0,007	0,000	0,000

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,963	0,012	0,004	0,000	0,369	0,003	0,624	0,000	0,000	0,061	0,055	0,019	0,019	0,020	0,003	0,134	0,098	0,001	0,008
28	0,435	0,191	0,005	0,039	0,000	0,004	0,409	0,153	0,168	0,312	0,054	0,039	0,060	0,085	0,000	0,010	0,058	1,000	1,000
29	0,338	0,000	0,000	0,082	0,032	0,000	0,942	0,416	0,000	0,319	0,000	0,000	0,000	0,002	0,000	0,523	0,000	0,000	0,000
30	0,544	0,184	0,000	1,000	0,000	0,000	0,656	0,018	0,014	0,175	0,077	0,000	0,000	0,000	0,002	0,000	0,030	0,000	0,000
31	0,564	0,386	0,075	0,084	0,000	0,074	0,023	0,147	0,220	0,314	0,040	0,001	0,021	0,070	0,004	0,007	0,024	0,000	0,000
32	0,975	0,023	0,012	0,000	0,000	0,011	0,534	0,015	0,035	0,224	0,025	0,012	0,014	0,016	0,006	0,075	0,033	0,000	0,000
33	0,999	0,000	0,004	0,008	0,166	0,003	0,595	0,057	0,023	0,209	0,150	0,159	0,167	0,151	0,015	0,522	0,122	0,000	0,000
34	0,923	0,036	0,006	0,000	0,074	0,005	0,411	0,014	0,087	0,037	0,009	0,004	0,005	0,007	0,002	0,058	0,041	0,001	0,006
35	1,000	0,000	1,000	0,104	0,040	1,000	0,288	0,025	0,100	0,098	0,015	0,003	0,006	0,006	0,031	0,005	0,008	0,000	0,000
36	0,938	0,010	0,002	0,000	0,000	0,001	0,618	0,005	0,003	0,134	0,108	0,083	0,083	0,078	0,004	0,327	0,175	0,000	0,000
37	0,948	0,012	0,003	0,000	0,000	0,002	0,610	0,016	0,010	0,110	0,097	0,096	0,098	0,092	0,008	0,404	0,124	0,005	0,115
38	0,993	0,001	0,022	0,353	0,000	0,021	0,607	0,007	0,012	0,119	0,035	0,033	0,034	0,032	0,017	0,116	0,034	0,000	0,000
39	0,951	0,274	0,069	0,000	0,042	0,068	0,651	0,023	0,000	0,083	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
40	0,547	0,223	0,006	0,000	0,961	0,005	0,401	0,131	0,136	0,137	0,057	0,032	0,050	0,058	0,008	0,193	0,079	0,000	0,000
41	0,975	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,690	0,051	0,030	0,079	0,103	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,045	0,000	0,000
42	0,985	0,024	0,020	0,000	0,000	0,019	0,330	0,027	0,278	0,053	0,006	0,004	0,008	0,008	0,001	0,005	0,002	0,000	0,000
43	0,219	0,132	0,003	0,095	0,000	0,001	0,624	0,000	0,000	0,216	0,257	0,159	0,159	0,250	0,006	0,326	0,155	0,000	0,000
44	0,000	0,225	0,003	0,000	0,000	0,001	0,569	0,422	0,045	0,670	0,562	0,601	0,658	0,818	0,013	0,775	0,236	0,000	0,000
45	0,805	0,019	0,001	0,000	0,000	0,000	0,624	0,000	0,000	0,193	0,296	0,327	0,327	0,341	0,006	0,785	1,000	0,000	0,000
46	0,519	0,098	0,003	0,000	0,000	0,001	0,624	0,000	0,000	0,672	0,455	0,114	0,114	0,408	0,001	0,065	0,090	0,002	0,006

Таблиця Е 12 – розрахункові значення експоненти за 2022 рік

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
1	0,665	0,379	0,369	0,368	0,577	0,369	0,550	0,455	0,389	0,469	0,459	0,423	0,435	0,430	0,370	0,454	0,408	0,368	0,368
2	0,574	0,692	0,379	0,368	0,394	0,378	0,549	0,374	0,369	0,466	0,451	0,372	0,372	0,381	0,369	0,373	0,385	0,368	0,368
3	0,563	0,368	0,368	0,372	0,368	0,368	0,478	0,373	0,430	0,452	0,370	0,369	0,369	0,373	0,368	0,369	0,368	0,368	0,368
4	0,679	0,373	0,369	0,368	0,486	0,369	0,692	0,376	0,376	0,409	0,389	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,374	0,368	0,368
5	0,456	0,579	0,371	0,368	0,692	0,371	0,570	0,545	0,435	0,400	0,427	0,651	0,669	0,678	0,368	0,368	0,376	0,368	0,368
6	0,687	0,368	0,368	0,368	0,501	0,368	0,585	0,368	0,368	0,407	0,368	0,369	0,369	0,374	0,368	0,370	0,368	0,368	0,368
7	0,447	0,442	0,369	0,368	0,368	0,369	0,585	0,368	0,368	0,611	0,568	0,380	0,380	0,427	0,369	0,405	0,432	0,368	0,368
8	0,599	0,398	0,369	0,375	0,368	0,369	0,585	0,368	0,368	0,573	0,568	0,523	0,523	0,545	0,370	0,481	0,410	0,368	0,368
9	0,598	0,386	0,369	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,655	0,692	0,692	0,692	0,692	0,372	0,692	0,533	0,368	0,368
10	0,575	0,385	0,368	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,484	0,575	0,502	0,502	0,529	0,368	0,426	0,435	0,368	0,368
11	0,496	0,398	0,368	0,368	0,387	0,368	0,585	0,368	0,368	0,419	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
12	0,601	0,386	0,369	0,368	0,386	0,368	0,583	0,384	0,370	0,369	0,551	0,533	0,535	0,545	0,370	0,510	0,439	0,368	0,368
13	0,566	0,391	0,369	0,386	0,368	0,368	0,597	0,479	0,380	0,579	0,557	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,450	0,368	0,368
14	0,650	0,401	0,370	0,368	0,368	0,370	0,585	0,368	0,368	0,441	0,380	0,378	0,378	0,398	0,368	0,371	0,369	0,368	0,368
15	0,640	0,399	0,370	0,368	0,373	0,369	0,585	0,368	0,368	0,475	0,485	0,476	0,476	0,478	0,371	0,441	0,386	0,368	0,368
16	0,649	0,388	0,369	0,368	0,368	0,369	0,585	0,368	0,368	0,409	0,477	0,489	0,489	0,490	0,372	0,531	0,406	0,368	0,368
17	0,626	0,379	0,368	0,368	0,369	0,368	0,579	0,375	0,372	0,515	0,408	0,399	0,400	0,445	0,368	0,377	0,379	0,368	0,368
18	0,664	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,453	0,383	0,382	0,382	0,396	0,368	0,398	0,370	0,489	0,368
19	0,556	0,386	0,368	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,497	0,497	0,492	0,492	0,484	0,369	0,508	0,519	0,376	0,454
20	0,687	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,369	0,368	0,368	0,368	0,368	0,373	0,368	0,368	0,368	0,368
21	0,460	0,410	0,369	0,386	0,389	0,368	0,376	0,692	0,692	0,626	0,390	0,370	0,419	0,453	0,368	0,369	0,372	0,683	0,399
22	0,512	0,407	0,374	0,524	0,429	0,374	0,688	0,571	0,368	0,384	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,401
23	0,469	0,394	0,368	0,403	0,368	0,368	0,584	0,380	0,369	0,692	0,614	0,582	0,584	0,577	0,369	0,536	0,531	0,379	0,513
24	0,608	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,378	0,368	0,368	0,368	0,368
25	0,528	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,392	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
26	0,692	0,368	0,380	0,368	0,490	0,379	0,462	0,379	0,423	0,394	0,372	0,369	0,370	0,370	0,369	0,371	0,371	0,368	0,368

№ підпр.	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈	X ₉	X ₁₀	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅	X ₁₆	X ₁₇	X ₁₈	X ₁₉
27	0,683	0,372	0,369	0,368	0,501	0,369	0,585	0,368	0,368	0,390	0,388	0,375	0,375	0,375	0,369	0,417	0,404	0,368	0,371
28	0,523	0,438	0,370	0,382	0,368	0,369	0,515	0,424	0,429	0,481	0,388	0,382	0,390	0,399	0,368	0,371	0,389	0,692	0,692
29	0,490	0,368	0,368	0,398	0,380	0,368	0,677	0,517	0,368	0,483	0,368	0,368	0,368	0,369	0,368	0,553	0,368	0,368	0,368
30	0,560	0,435	0,368	0,692	0,368	0,368	0,595	0,375	0,373	0,432	0,396	0,368	0,368	0,368	0,369	0,368	0,379	0,368	0,368
31	0,566	0,507	0,396	0,399	0,368	0,395	0,376	0,422	0,448	0,482	0,382	0,368	0,375	0,394	0,369	0,371	0,377	0,368	0,368
32	0,686	0,377	0,372	0,368	0,368	0,372	0,557	0,373	0,381	0,450	0,377	0,372	0,373	0,374	0,370	0,395	0,380	0,368	0,368
33	0,692	0,368	0,369	0,371	0,429	0,369	0,576	0,389	0,376	0,444	0,423	0,426	0,429	0,423	0,373	0,553	0,413	0,368	0,368
34	0,672	0,381	0,370	0,368	0,395	0,370	0,515	0,373	0,400	0,381	0,371	0,369	0,370	0,370	0,369	0,389	0,383	0,368	0,370
35	0,692	0,368	0,692	0,406	0,383	0,692	0,472	0,377	0,405	0,404	0,373	0,369	0,370	0,370	0,379	0,370	0,371	0,368	0,368
36	0,676	0,372	0,369	0,368	0,368	0,368	0,583	0,370	0,369	0,417	0,408	0,398	0,399	0,396	0,369	0,486	0,432	0,368	0,368
37	0,679	0,372	0,369	0,368	0,368	0,369	0,581	0,374	0,371	0,408	0,404	0,403	0,404	0,402	0,371	0,513	0,413	0,370	0,410
38	0,690	0,368	0,376	0,495	0,368	0,375	0,580	0,370	0,372	0,412	0,381	0,380	0,381	0,380	0,374	0,411	0,381	0,368	0,368
39	0,680	0,468	0,393	0,368	0,384	0,393	0,594	0,376	0,368	0,398	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368
40	0,561	0,449	0,370	0,368	0,682	0,370	0,512	0,416	0,418	0,418	0,389	0,380	0,386	0,389	0,371	0,438	0,397	0,368	0,368
41	0,686	0,368	0,368	0,368	0,368	0,368	0,606	0,387	0,379	0,397	0,406	0,368	0,368	0,368	0,692	0,368	0,384	0,368	0,368
42	0,688	0,377	0,375	0,368	0,368	0,375	0,487	0,378	0,469	0,387	0,370	0,369	0,371	0,371	0,368	0,370	0,368	0,368	0,368
43	0,448	0,416	0,369	0,403	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,447	0,462	0,426	0,426	0,459	0,370	0,486	0,425	0,368	0,368
44	0,368	0,450	0,369	0,368	0,368	0,368	0,568	0,519	0,384	0,600	0,566	0,578	0,596	0,643	0,373	0,631	0,454	0,368	0,368
45	0,640	0,375	0,368	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,439	0,475	0,486	0,486	0,491	0,370	0,634	0,692	0,368	0,368
46	0,552	0,404	0,369	0,368	0,368	0,368	0,585	0,368	0,368	0,600	0,530	0,410	0,410	0,514	0,368	0,392	0,401	0,369	0,370

Таблиця Е 13 – Значення субіндексів по групам показників за аналізований період

№	2019 р.				2020 р.				2021 р.			
	G ₁	G ₂	G ₃	G ₄	G ₁	G ₂	G ₃	G ₄	G ₁	G ₂	G ₃	G ₄
1	0,436734	0,564584	0,392972	0,371256	0,420862	0,420204	0,399455	0,383558	0,450786	0,456387	0,369142	0,367879
2	0,412652	0,442381	0,443081	0,384416	0,403924	0,484503	0,381030	0,391374	0,406355	0,482606	0,439591	0,388449
3	0,397773	0,442381	0,460438	0,395858	0,399572	0,564251	0,395216	0,372330	0,403461	0,560690	0,372350	0,367903
4	0,412937	0,442381	0,389763	0,374773	0,410005	0,396795	0,377897	0,369177	0,426420	0,489086	0,373767	0,368646
5	0,421088	0,491235	0,412690	0,381008	0,425267	0,439743	0,397447	0,368476	0,434056	0,455737	0,393998	0,369383
6	0,464151	0,442381	0,378400	0,368545	0,437801	0,384933	0,376215	0,368511	0,430783	0,377383	0,373140	0,368681
7	0,401097	0,514482	0,569552	0,409693	0,386399	0,384933	0,385023	0,368440	0,394400	0,377383	0,504752	0,424405
8	0,392165	0,442381	0,409518	0,371639	0,438293	0,431254	0,425082	0,397567	0,402469	0,379748	0,532157	0,391644
9	0,390446	0,442393	0,645177	0,445542	0,395912	0,385554	0,682397	0,450629	0,395746	0,377383	0,636253	0,446926
10	0,402291	0,442381	0,593514	0,424435	0,397643	0,411531	0,555286	0,435411	0,399024	0,397250	0,556526	0,423414
11	0,405023	0,544053	0,625038	0,412561	0,390669	0,493397	0,371088	0,374385	0,391161	0,498081	0,413201	0,397390
12	0,414839	0,468435	0,367879	0,367879	0,407977	0,389034	0,372121	0,367879	0,407820	0,404612	0,536435	0,413555
13	0,401471	0,479528	0,377186	0,438007	0,390836	0,425857	0,392787	0,429361	0,394729	0,404847	0,482361	0,429676
14	0,460821	0,442381	0,452813	0,405439	0,444500	0,384933	0,431025	0,432006	0,409508	0,377383	0,385101	0,370677
15	0,528884	0,442381	0,374839	0,397661	0,417294	0,384933	0,431659	0,385563	0,412865	0,377383	0,405889	0,373303
16	0,403348	0,442381	0,379024	0,373103	0,398056	0,384933	0,390007	0,377314	0,405651	0,377383	0,509958	0,487942
17	0,410606	0,367879	0,410103	0,372857	0,404711	0,399602	0,452204	0,380935	0,404757	0,387937	0,425192	0,373079
18	0,407739	0,442381	0,377337	0,369479	0,407585	0,384933	0,439989	0,383942	0,407628	0,377383	0,389699	0,377060
19	0,401448	0,442381	0,502250	0,420251	0,396480	0,384933	0,475353	0,425660	0,396095	0,377383	0,479491	0,427120
20	0,430347	0,442381	0,375947	0,392194	0,411195	0,384933	0,395107	0,396468	0,408282	0,377383	0,374955	0,368623
21	0,400160	0,518908	0,502906	0,393411	0,421803	0,471346	0,390225	0,368673	0,418052	0,448236	0,444738	0,397613
22	0,411717	0,482463	0,411982	0,380065	0,409401	0,408192	0,367879	0,370008	0,439785	0,435170	0,379522	0,368133
23	0,392483	0,510308	0,668098	0,406823	0,387974	0,407672	0,560534	0,406420	0,392619	0,391013	0,637567	0,431903
24	0,405044	0,442381	0,367879	0,426089	0,395928	0,384933	0,369880	0,369998	0,399959	0,377383	0,367879	0,371872
25	0,405450	0,367879	0,389547	0,391291	0,401860	0,388831	0,373072	0,371850	0,408177	0,381937	0,376392	0,368366
26	0,447546	0,442381	0,377698	0,405662	0,413830	0,384933	0,372758	0,378892	0,409457	0,381629	0,368960	0,368549
27	0,433147	0,442381	0,388490	0,416908	0,408857	0,384933	0,387231	0,418904	0,444658	0,377383	0,377039	0,398004
28	0,464774	0,465086	0,426041	0,528818	0,417768	0,409817	0,416174	0,506014	0,400041	0,425868	0,415436	0,469029
29	0,480667	0,478492	0,411375	0,375721	0,416474	0,622386	0,396628	0,368027	0,401358	0,449550	0,382671	0,367967
30	0,463238	0,494988	0,426526	0,398860	0,514932	0,445392	0,384189	0,373258	0,518315	0,449334	0,392259	0,384576
31	0,552115	0,436946	0,394536	0,382255	0,436982	0,403296	0,395234	0,369046	0,449438	0,484780	0,382252	0,369100
32	0,489370	0,440779	0,381809	0,380362	0,412438	0,385546	0,384047	0,386704	0,412992	0,388248	0,373073	0,369545

33	0,367879	0,367879	0,367879	0,367879	0,441929	0,396644	0,395613	0,411887	0,451844	0,395890	0,376242	0,445681
34	0,432534	0,445875	0,378995	0,392406	0,410124	0,386997	0,375352	0,396642	0,411354	0,387290	0,371610	0,397416
35	0,367879	0,367879	0,367879	0,367879	0,504697	0,384933	0,382394	0,383006	0,423111	0,373408	0,370042	0,368454
36	0,416273	0,444671	0,430884	0,448542	0,408715	0,386432	0,385546	0,391155	0,408430	0,381334	0,378283	0,378881
37	0,420759	0,487750	0,378330	0,379532	0,418862	0,394666	0,379265	0,373152	0,408776	0,434491	0,380790	0,379054
38	0,415080	0,447329	0,376505	0,370049	0,420078	0,384552	0,382454	0,370411	0,530306	0,379997	0,371199	0,417692
39	0,440566	0,367879	0,382368	0,385273	0,398955	0,384945	0,383100	0,378414	0,409461	0,377440	0,370132	0,370201
40	0,471708	0,442381	0,394566	0,409369	0,449200	0,411539	0,388656	0,381455	0,447289	0,418944	0,377566	0,378018
41	0,467900	0,423790	0,371334	0,371046	0,423627	0,434857	0,382499	0,402872	0,415235	0,402994	0,376690	0,374936
42	0,433737	0,442381	0,434903	0,383576	0,409751	0,384933	0,466164	0,383266	0,410183	0,377383	0,421232	0,368307
43	0,420275	0,487906	0,440547	0,429098	0,397207	0,435686	0,422806	0,408627	0,405518	0,446119	0,441066	0,411125
44	0,389059	0,442381	0,688346	0,542552	0,388821	0,384933	0,597938	0,508116	0,399794	0,377383	0,613017	0,538300
45	0,405753	0,442381	0,429554	0,398358	0,401959	0,384933	0,423589	0,418982	0,400951	0,377383	0,425079	0,410928
46	0,390423	0,442381	0,562038	0,409561	0,394211	0,384933	0,474925	0,381312	0,396550	0,377383	0,523650	0,437278

Додаток Ж

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

Фахові видання категорії А

1. Shkolnyk I., Frolov S., Orlov V., Dziuba V., Balatskyi Ye. Influence of the world stock markets on the development of the stock market in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*. 2021. № 18 (4). P. 223–240. doi:10.21511/imfi.18(4).2021.20

Фахові видання категорії Б

2. Фролов С., Дзюба В., Орлов В. Контент-аналіз теоретичних засад управління структурою капіталу. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2020. № 3 (20). С. 120–129. DOI: 10.25140/2411-5215-2020-3(23)-120-129.

3. Фролов С. М., Виговська Н. Г., Дзюба В. В. Фінансова політика щодо формування оптимальної структури капіталу корпорацій. *Економіка, управління та адміністрування*. 2021. № 2 (96). С. 85–90. [https://doi.org/10.26642/ema-2021-2\(96\)-85-90](https://doi.org/10.26642/ema-2021-2(96)-85-90)

4. Фролов С. М., Диха М. В., Дзюба В. В. Методи оптимізації структури капіталу корпорації. *Вісник Хмельницького національного університету. Серія: економічні науки*. 2021. № 5. Том 1. С. 258–263.

5. Школьник, І., Дзюба, В. Транспарентність фінансової діяльності корпоративних підприємств. *Економіка та суспільство*. 2023. № (55). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-55-36>

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

6. Шумигора К. В., Дзюба В. В. Вдосконалення методики аналізу фінансових результатів діяльності підприємства. *Актуальні питання розвитку сучасної науки та освіти (частина I)* : матеріали III міжнар. наук.-практ.

конф., м. Львів, 16-17 січ. 2021 р., Львів : Львівський науковий форум, 2021. С. 74–75.

7. Фролов С. М., Дзюба В. В. Формування фінансової політики корпорації. *Проблеми планування в ринкових умовах* : тези допов. XX міжнар. наук.-практ. конф., м. Хмельницький, 28-30 жовт. 2021 р., Хмельницький : Хмельницький національний університет. С. 75–77.

8. Диха М.В., Орлов В.В., Дзюба В.В. Дисбаланси у фінансово-економічній системі та їх вплив на макропоказники країни. *Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Суми, 22-24 листоп. 2021 р., Суми : СумДУ, 2021. С. 31–35.

9. Фролов С.М., Орлов В.В., Дзюба В.В. Дослідження причинності (каузальності) формування реального ВВП України. *Інноваційний розвиток економіки: інфраструктурний та інвестиційний аспекти* : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Запоріжжя, 26-27 листоп. 2021 р.. Запоріжжя, 2021. С.113–118.

10. Орлов В. В., Дзюба В. В. Особливості розвитку цифрової валюти як бізнес-моделі фінансового посередництва в Україні. *Modern research in world science* : матеріали II міжнар. наук.-практ. дистанц. конф., м. Львів, 15-17 трав. 2022 р. Львів, 2022. С. 1429–1435.

11. Школьник І.О., Дзюба В.В. Оптимальна структура капіталу підприємства: теоретичне узагальнення. *Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України*. матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Суми, 5-6 груд. 2022 р., Суми : СумДУ, 2022. С. 9–13.

Додаток И

Довідки про впровадження результатів дослідження



07.09.2023р.

№ 1432

Довідка

про використання результатів дослідження
Дзюби Вікторії Віталіївни, поданих в дисертації
на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах
розбалансованості фінансового ринку»
на здобуття наукового ступеня доктор філософії за спеціальністю 072
«Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»

Видана Дзюбі Вікторії Віталіївні, в тому, що результати проведеного дослідження, зокрема запропонований авторський підхід щодо оцінювання транспарентності фінансової діяльності корпоративних підприємств взято до розгляду АТ «КРЕДІ АГРІКОЛЬ БАНК». Використання зазначеного науково-методичного підходу, що визначення інтегральний коефіцієнт транспарентності на основі оприлюднення фінансової інформації на веб-сайті корпоративного підприємства дозволить враховувати транспарентність фінансової діяльності при оцінюванні кредитоспроможності позичальника та може впливати на визначення рівня кредитного ризику.

Керуючий Регіональним відділенням
АТ «КРЕДІ АГРІКОЛЬ БАНК» в м. Суми



/ Д.А. Скиба

УКРАЇНА
ДЕРЖАВНА АВІАЦІЙНА
СЛУЖБА УКРАЇНИ



UKRAINE
STATE AVIATION
ADMINISTRATION OF UKRAINE



DSTU ISO 9001
ISO 9001
EN 9100
BUREAU VERITAS
Certification



ІВЧЕНКО ПРОГРЕС **IVCHENKO PROGRESS**

Державне підприємство Zaporizhzhia
«Запорізьке машинобудівне Machine-Building Design
конструкторське бюро «Прогрес» Bureau Progress State Enterprise
імені академіка О.Г. Івченка named after Academician O.H. Ivchenko
УКРАЇНА, 69068, м. Запоріжжя, вул. Іванова, 2 2, Ivanova st., Zaporizhzhia, 69068, UKRAINE
Тел.: +380 (61) 7699617, 2872715 Tel +380 (61) 7699617, 2872715
Факс: +380 (61) 7699397, 2128922, 7690137 Fax +380 (61) 7699397, 2128922, 7690137
E-mail: progress@ivchenko-progress.com E-mail: progress@ivchenko-progress.com
www.ivchenko-progress.com www.ivchenko-progress.com

03.10.23 №

195-3

на / To No. від / From

ДОВІДКА

про використання результатів дисертації
на здобуття наукового ступеня доктор філософії
ДЗЮБИ ВІКТОРІЇ ВІТАЛІЇВНИ
на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств
в умовах розбалансованості фінансового ринку»

Результати проведеного дослідження на тему «Формування капіталів корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку», що подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» мають практичну значимість і можуть бути використані у діяльності підприємства. Так практичний інтерес представляє собою запропонований автором науково-методичний підхід щодо визначення відповідності сформованої структури капіталу підприємства критеріям оптимальності, що базується на використанні узагальненої функції бажаності Харрінгтона.

Запропоновані підходи можуть бути застосовані при обґрунтуванні фінансової стратегії розвитку підприємства.

Заступник директора підприємства
з економіки та фінансів



Олег ДРИНОВ

Начальник відділу
зовнішньоекономічних зав'язків

Микита ЗАЛУНІН

Шаблон за версією 02
Затверджено наказом ректора СумДУ
№ 0817-І від 05.12.2022 р.



ЗАТВЕРДЖУЮ
Ректор

Василь КАРПУША
08 2023 р.

АКТ

**впровадження (використання) результатів
науково-дослідної роботи (етапу НДР) / дисертаційної роботи у навчальний процес**
Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку

(номер держреєстрації НДР, назва теми, етапу; назва теми дисертації)

яка виконана в період з листопада 2022 р. по листопад 2023 р.

розроблено науково-методичний підхід щодо визначення індикатора прозорості фінансової діяльності корпоративних підприємств та формування рейтингу прозорості

Керівник теми/Здобувач наукового ступеня (доктора філософії/доктора наук) д.е.н., проф.
Шкільник І.О.

Комісія в складі:

Голова комісії: голова ради з якості інституту/факультету **Олексій ЗАХАРКІН**

Члени комісії²⁾: гарант освітньої програми доцент кафедри фінансових технологій та підприємництва Людмила ЗАХАРКІНА
Доцент кафедри фінансових технологій та підприємництва Людмила РЯБУШКА
Доцент кафедри фінансових технологій та підприємництва Євгенія МОРДАНЬ

Встановила, що результати науково-дослідної роботи використовуються в навчальному процесі за освітньою програмою «Фінанси» освітнього ступеня магістр спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» шляхом реалізації наступного³⁾: в дисципліні «Фінансовий менеджмент» за темою «Управління капіталом суб'єктів підприємництва» імплементовано методика формування рейтингу прозорості фінансової діяльності корпоративних підприємств та її вплив на залучення капіталу із зовнішніх джерел.

“ 25” серпня 2023 р.

Голова комісії: _____

Олексій ЗАХАРКІН

Члени комісії: _____

Людмила ЗАХАРКІНА

Людмила РЯБУШКА

Євгенія МОРДАНЬ

Примітки:

- 1) Акт затверджується проректором відповідно до напрямку діяльності у якому впроваджені результати НДР.
- 2) До складу комісії окрім гаранта освітньої програми можуть входити завідувач кафедри, якщо він не є гарантом освітньої програми, а також члени робочої проєктної групи освітньої програми з числа науково-педагогічних працівників.
- 3) Зазначати із переліку можливих результатів: оновлення змісту дисципліни (зазначити назву) за темами (вказати теми); використання методів навчання, заснованих на дослідженнях; розробки електронних засобів навчання (вказати, яких саме); видання підручника / навчального посібника / конспекта лекцій; виконання курсових робіт, проєктів, кваліфікаційних робіт здобувачами освітнього ступеня бакалавр / магістр, які залучені до виконання НДР. Цей перелік не є вичерпним.