

В.М. Мельник, Н.В. Бичкова, І.М. Калінська

# ОПТИМІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ЗБИТКОВИХ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

Монографія

Тернопіль  
Астон  
2013

ББК 65.26

УДК [336.144.3:658.155.3] (477)

### **Автори:**

**Мельник Віктор Миколайович** - доктор економічних наук, професор, проректор з наукової роботи Європейського університету (м. Київ)

**Бичкова Наталія Володимирівна** - кандидат економічних наук, ст.викладач кафедри економічної теорії та історії економічної думки Одеського національного університету імені І.І. Мечникова (м. Одеса)

**Калінська Ірина Михайлівна** - кандидат економічних наук, ст. викладач кафедри фінансів та банківської справи Європейського університету (м.Київ)

### **Рецензенти:**

**С.В. Захарін** - доктор економічних наук, старший науковий співробітник, завідувач кафедри фінансів Київського національного університету технологій та дизайну (м. Київ)

**О.В. Горняк** - доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економічної теорії та історії економічної думки Одеського національного університету імені І.І.Мечникова (м. Одеса)

**Н.С. Прокопенко** - доктор економічних наук, доцент, завідувач кафедри фінансів та банківської справи Європейського університету (м. Київ)

*Рекомендовано до друку вченою радою  
Європейського університету (протокол №1 від 26.02.2013 р.)*

### **Мельник В.М.**

М Оптимізація фінансової архітектури збиткових підприємств України: монографія / В.М. Мельник, Н.В. Бичкова, І.М. Калінська. — Тернопіль: Астон, 2013 — 204 с.

ISBN

У монографії розглянуті теоретико-методичні засади оптимізації та напрями організаційно-економічного удосконалення фінансової архітектури збиткових підприємств України. Запропоновано класифікацію критеріїв оптимізації компонентів фінансової архітектури підприємства та визначені ключові елементи механізму організаційно-фінансової оптимізації збиткових підприємств. Викладені результати емпіричної апробації концепції корпоративної фінансової архітектури та її впливу на фінансовий стан господарюючих суб'єктів. Особливу увагу приділено розробці науково-практичних рекомендацій щодо фінансового оздоровлення збитково функціонуючих підприємств України та вдосконалення нормативно-правової бази функціонування вітчизняних підприємств.

Матеріали монографії розраховані на фахівців з фінансів підприємств, викладачів, науковців, аспірантів та студентів економічних спеціальностей.

**ББК 65.26**

**УДК [336.144.3:658.155.3] (477)**

ISBN

© В.М. Мельник, Н.В. Бичкова, І.М. Калінська 2013

© ТзОВ «Видавництво Астон», 2013

© Видавництво «Вектор», 2013

---

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b> .....	<b>4</b>
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ПРОЦЕСУ ОПТИМІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВА</b> .....	<b>7</b>
1.1. Концептуальні основи фінансової архітектури підприємства.....	7
1.2. Критерії оптимізації фінансової архітектури підприємства.....	27
1.3. Механізм оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства.....	49
Висновки до розділу 1.....	67
<b>РОЗДІЛ 2. ВПЛИВ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ЗБИТКОВИХ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ НА РИЗИК БАНКРУТСТВА</b> .....	<b>69</b>
2.1. Фінансові результати діяльності вітчизняних підприємств та чинники їх збитковості.....	69
2.2. Збитковість та банкрутство підприємств в Україні: проблема співвідношення та діагностики.....	85
2.3. Аналіз залежності ризику банкрутства від фінансової архітектури збиткових підприємств в Україні.....	106
Висновки до розділу 2.....	123
<b>РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ЗБИТКОВИХ ПІДПРИЄМСТВ ЯК ОСНОВА ЇХ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОГО ОЗДОРОВЛЕННЯ</b> .....	<b>126</b>
3.1. Стратегічні напрями оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств в Україні.....	126
3.2. Державне регулювання оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств України та забезпечення покращення їх фінансових результатів.....	145
Висновки до розділу 3.....	159
<b>ВИСНОВКИ</b> .....	<b>162</b>
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b> .....	<b>166</b>
<b>ДОДАТКИ</b> .....	<b>181</b>

## ВСТУП

Найважливішим результатом трансформаційних процесів, пов'язаних із формуванням та розвитком ринкових відносин в Україні, стала поява потужного корпоративного сектору економіки, представленого підприємствами різних форм власності та господарювання. Характерними ознаками підприємницького сектору економіки України є значна кількість та тривале існування збиткових підприємств, що зумовлено як зовнішніми (загальносвітовими, макроекономічними), так і внутрішніми чинниками, пов'язаними із специфічними особливостями організації господарської діяльності вітчизняних підприємств в окремих галузях та секторах народного господарства.

Аналіз особливостей розвитку підприємницького сектору як світової, так і вітчизняної економіки свідчить, що можливості збиткових підприємств щодо відновлення фінансової спроможності та забезпечення сталого економічного зростання залежать від їх здатності вчасно адаптувати свою внутрішню структуру у відповідності до змін економічної кон'юнктури та вимог конкурентного середовища. Це вимагає розробки нових теоретико-методичних підходів до аналізу особливостей трансформації структурних характеристик підприємств у процесі життєвого циклу, пошук яких дав можливість визначити та запропонувати до використання у дослідженні сфери фінансів суб'єктів господарювання концепції фінансової архітектури підприємства.

Фінансова архітектура підприємства, компонентами якої є організаційно-правова форма, структура капіталу, структура власності та система корпоративного управління, трансформується в залежності від стадії життєвого циклу організації у відповідності до потреб бізнесу та фінансових цілей, забезпечуючи оптимальні умови здійснення господарської діяльності. На даний час окремі засади реалізації механізму оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств залишаються недостатньо висвітленими як в методологічному плані, так і в практичній площині. Постає необхідність удосконалення системи управління організаційно-фінансовою оптимізацією збиткових підприємств з метою їх фінансового

оздоровлення. Необхідність розв'язання цих проблем визначає актуальність даного дослідження.

Дослідження окремих аспектів зазначеної проблематики, пов'язаних із аналізом особливостей структурних характеристик компаній у різних секторах економіки та регіонах, їх впливом на фінансовий стан суб'єктів господарювання, знайшло відображення у працях як зарубіжних вчених – Е.Альтмана, І.Березинець, А.Берлі, У.Бівера, Р.Брейлі, Г.Демсеца, М.Дженсена, Р.Ентова, С.Майерса, І.Івашковської, Р.Капелюшнікова, П.Кузнецова, А.Степанової, так і вітчизняних дослідників – М.Білик, І.Бланка, А.Даниленка, С. Захаріна, І. Ломачинської, О.Майбороди, Т.Момот, А. Поддєрьогіна, О.Терещенка, А.Турило та ін.

Разом з тим, опрацювання наукової літератури показало, що у сучасній економічній думці недостатньо висвітлені концептуальні засади процесу оптимізації фінансової архітектури підприємства у контексті забезпечення покращення фінансового стану господарюючих суб'єктів та подолання збитковості.

Монографія розкриває сутність механізму оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств як цілісної системи управління процесом організаційно-фінансової реструктуризації підприємства, що призначена для організації взаємодії об'єктів і суб'єктів даного процесу, та сприятиме відновленню платоспроможності підприємства і забезпеченню фінансової стійкості в довгостроковій перспективі. Авторами розроблена економетрична логіт-модель оцінки ймовірності ризику банкрутства збиткових суб'єктів господарювання у контексті виявлення залежності між інтегральним показником фінансового стану підприємства та параметрами його фінансової архітектури, що дозволяє надати кількісну оцінку ймовірності фінансово-економічної неспроможності підприємства із врахуванням індивідуальних особливостей його фінансового устрою та визначити детермінанти оптимізації фінансової архітектури підприємства з метою стабілізації його фінансового стану.

У першому розділі монографії розкрито особливості формування фінансової архітектури підприємства у контексті життєвого циклу організації, визначені критерії оптимізації фінансової архітектури суб'єкта господарювання. Розглянуто роль

і місце механізму оптимізації фінансової архітектури в системі управління фінансами збиткових підприємств.

Другий розділ присвячено дослідженню динаміки фінансових результатів діяльності вітчизняних підприємств та чинників їх збитковості, діагностиці співвідношення проблеми збитковості та банкрутства суб'єктів господарювання, аналізу залежності ймовірності ризику банкрутства від параметрів фінансової архітектури на панельних даних вибіркової сукупності 29 найбільших збиткових підприємств промисловості України за період 2009-2011рр.

У третьому розділі монографії визначені стратегічні напрями оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств в Україні на внутрішньогосподарському рівні та запропоновані заходи у сфері державного регулювання процесу організаційно-економічного вдосконалення збиткових підприємств з метою фінансового оздоровлення господарюючих суб'єктів.

Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативні акти з питань фінансово-господарської діяльності суб'єктів господарювання, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства економіки України (Міністерства економічного розвитку та торгівлі), Державного комітету статистики України (Державної статистичної служби), Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, Національного Банку України, фінансова звітність окремих суб'єктів господарювання, а також відповідні монографії, наукові статті та праці вітчизняних і зарубіжних вчених.

## **РОЗДІЛ 1**

### **ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ПРОЦЕСУ ОПТИМІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВА**

#### **1.1. Концептуальні основи фінансової архітектури підприємства**

Основою ефективного функціонування виробничого, технологічного та трудового потенціалу України, що забезпечує стійкий розвиток народного господарства, є корпоративний сектор економіки, представлений підприємствами різних форм власності та господарювання. В сучасних умовах гармонійне поєднання різноманітних організаційно-правових форм організації підприємницької діяльності сприяє оптимальному розподілу виробничих ресурсів та продуктивних сил, створює передумови техніко-технологічного оновлення економіки, а також є запорукою забезпечення конкурентоспроможності держави в умовах її інтеграції у світовій економічній простір.

Визнання особливої ролі підприємства в системі економічних відносин знаходить своє відображення у визначенні, що надане у Господарському кодексі України (ГКУ). Так, згідно ст.62 ГКУ, підприємство – це самостійний господарюючий суб'єкт, створений компетентним органом державної влади або органом місцевого самоврядування, або іншими суб'єктами для задоволення суспільних і особистих потреб шляхом систематичного здійснення виробничої, науково-дослідної, торговельної, іншої господарської діяльності в порядку, передбаченому цим Кодексом й іншими законами [15, с. 60]. З позиції теорії організації підприємство являє собою соціальне утворення, що свідомо координується та функціонує на відносно постійній основі для досягнення загальної мети свого існування [104, с. 35]. Свідомо координація передбачає наявність системи управління організацією, а її соціальний аспект пов'язаний із тим, що організація складається з окремих осіб чи груп, які взаємодіють між собою.

Підприємство як окремий суб'єкт економічної системи формується, розвивається, досягає певних успіхів, слабшає та в решті решт припиняє своє існування, або ж комплексно оновлюється. Аналіз динаміки розвитку підприємницького сектору свідчить, що тільки ті господарюючі суб'єкти, які вчасно

реагують на зміну зовнішнього середовища та вдало адаптують свою внутрішню структуру у відповідності до нових вимог ринку, демонструють стійке економічне зростання та стабільні фінансові результати. Особливо гостро постала проблема вчасної адаптації підприємств в умовах розгортання фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр., що спонукала більшість компаній знаходити резерви підвищення фінансової стійкості та забезпечення платоспроможності при зниженні ділової активності та зростанні фінансових ризиків.

Послідовність трансформації структурних характеристик підприємства у процесі його адаптації до зовнішнього середовища найбільш змістовно обґрунтовується теорією життєвого циклу організації.

Концепція життєвого циклу організації (підприємства) як модель аналізу передбачуваних змін з визначеною послідовністю станів протягом часу дозволяє простежити та спрогнозувати розвиток організації від її народження до припинення існування або корінної модернізації. Визначення етапу розвитку підприємства дозволяє оцінити потенціальні загрози, проаналізувати можливості бізнес-середовища, а також вчасно модифікувати систему управління та оптимізувати ресурсну базу підприємства (матеріально-технічну, інтелектуальну, фінансову тощо).

У контексті вищезазначеного охарактеризуємо принципіальні особливості найбільш відомих моделей життєвого циклу організації: модель Ларі Грейнера (США, 1972 р.) та Іхцака Адізеса (США, 1988 р.).

Так, Л. Грейнер використовує для аналізу розвитку організації такі категорії, як вік та розмір організації, етапи еволюції, революції та темпи зростання галузі [16]. Автор моделі вважає, що розвиток організації має п'ять еволюційних етапів, які змінюють один одного в наслідок специфічних криз, що приводять до революційних перетворень в організації. Дослідник виокремлює наступні стадії: креативність, директивне управління, делегування, координацію та співробітництво.

На першій стадії зростання компанії відбувається завдяки креативності, коли підприємець-початківець забезпечує потужний рівень креативного запалу та спонукає оточуючих повірити в успіх та доцільність нового бізнесу. Організація



починає зростати, і з часом підприємець втрачає прямий контроль над діяльністю своїх підлеглих, що актуалізує необхідність впровадження оновлених механізмів професійного управління.

Друга стадія характеризується тим, що менеджмент підприємства формує організаційну структуру, в якій чітко прописані основні функції та зони відповідальності за окремими позиціями. Також з'являється система заохочення, покарання та контролю. Тобто формується система корпоративного управління. Разом з тим, жорстка функціональна структура обмежує швидкість реагування компанії на змінення ринкових умов. Виникає криза автономії, що вирішується тільки делегуванням повноважень.

На третій стадії в зростаючій компанії влада делегується керівникам різних відділів для завоювання нових ринків та створення нових продуктів. З'являється система мотивації праці менеджменту (практика бонусів та участі у прибутках компанії). Керівництво зосереджує свою увагу на загальному стратегічному розвитку та поступово втрачає контроль над досить розгалуженою структурою компанії. Виникає «криза контролю», яка вирішується застосуванням програм координації.

Четверта стадія зростання організації характеризується впровадженням складної системи розподілу інвестиційних коштів компанії між її структурними підрозділами, при цьому недостатньо централізовані підрозділи інтегруються між собою. Поступово підприємство стикається з проблемою надмірно ускладненої системи планування та розподілу фінансових ресурсів, що призводить до зниження рівня організаційної ефективності.

На п'ятій стадії стають очевидними проблеми бюрократизму системи управління та організаційної структури, а отже виникає потреба у створенні внутрішніх команд консультантів, які не управляють підрозділами, а тільки надають професійні поради.

До обмежень моделі Л. Грейнера слід віднести невизначеність розвитку організації після стадії співробітництва та дослідження виключно типів управлінських практик на різних етапах розвитку організації, що фактично являє собою трансформацію систем управління організацією у часі. Слід також зауважити, що в даній моделі розвиток організації ототожнюється з її зростанням, і тому

загалом ця модель придатна для аналізу функціонування тільки великих компаній.

Таблиця 1.1

**Проблеми корпоративного розвитку підприємства  
в залежності від стадії життєвого циклу**

Стадія (узагальнена класифікація)	Стадія за моделлю І. Адізеса	Основний процес	Проблеми стадії	Варіанти вирішення проблеми
Утворення	Виходжування Період „немовляти”	Трансформація бізнес-ідеї в організаційне оформлення бізнесу	Необхідність підтримки бізнес-ідеї енергією та харизмою підприємця	Демонстрація упевненості в успіху справи та створення позитивного бізнес-іміджу підприємця
Становлення	Швидке зростання („давай-давай”)	Трансформація підприємницької енергії у відносно стабільний грошовий потік	Відсутність механізму відтворення підприємницької енергії	Формалізація управлінських процесів, залучення команди професійних менеджерів, створення системи корпоративного управління
Зростання	Юність	Трансформація грошового потоку у ринкову частку	Бізнес переростає індивідуальні здібності засновника, виникають конфлікти інтересів	Активна інвестиційна діяльність, пошук та реалізація нової бізнес-ідеї для „реінкарнації” підприємства
Зрілість	Розквіт	Трансформація ринкових можливостей у нарощування економічної вартості бізнесу	Ризик опортуністичної поведінки менеджменту	Чітко відрегульована система корпоративного управління та „незалежна” наглядова рада
Занепад	Стабільність Аристократизм Бюрократизація	Трансформація пріоритетів в залежності від інтересів власників та можливостей змінення стратегії	Відсутність орієнтації на результат, формалізація спілкування, відсутність єднання	Заохочення інноваційності, ініціатив, радикальна зміна команди менеджерів, реорганізація
Ліквідація або комплексна реструктуризація підприємства				

Джерело: складено авторами.

На відміну від моделі Л.Гренера, модель І. Адізеса акцентує увагу на циклічності розвитку організації та має такі основні передумови: по-перше, розвиток організації відбувається подібно до розвитку живої істоти, що відображається у назвах стадій, та, по-друге, на кожній із стадій у компанії виникають так звані «інфекційні захворювання» зростання та/або організаційні патології [120]. Для вирішення останніх, на думку І. Адізеса, організації потрібна стороння допомога, бо самотійно такі проблеми вирішити неможливо. Автор детально характеризує не тільки управлінські практики, які притаманні кожному етапу розвитку організації, а й елементи корпоративної культури та організаційного клімату. Характеристика етапів життєвого циклу організації згідно моделі І. Адізеса із виокремленням основних проблем корпоративного розвитку компанії проаналізована та узагальнена автором у таблиці 1.1.[45]. Таким чином, можна узагальнити, що розуміння особливостей та проблем розвитку підприємства в залежності від стадії його життєвого циклу дає можливість спрогнозувати розвиток подій у майбутньому та підготуватися до них у процесі своєчасної трансформації основних його структурних характеристик.

Слід також зауважити, що відсутність необхідних модифікацій у фінансово-організаційній структурі підприємства знижує ефективність внутрішніх стабілізаційних механізмів нейтралізації негативного впливу чинників зовнішнього середовища та підвищує імовірність виникнення кризи підприємства. Особливу загрозу становить фінансова криза, що характеризується порушенням фінансової рівноваги та виявляється у розбалансованості діяльності підприємства і обмеженості можливостей впливу керівництва підприємства на внутрішньогосподарські фінансові відносини [108, с. 13].

Фінансова криза на підприємстві, як правило, характеризується такими ознаками:

- зниження попиту на продукцію;
- втрата частки ринку;
- зниження довіри кредиторів, контрагентів;
- погіршення показників платоспроможності та ліквідності;
- зниження ринкових показників діяльності підприємства тощо.

Врешті решт стрімко погіршуються показники економічної та фінансової рентабельності, що в подальшому збільшує ймовірність появи збитків та навіть банкрутства компанії. Отже, своєчасне визначення стадії розвитку підприємства та вирішення проблем відповідного етапу дозволить компанії подолати тимчасові труднощі та забезпечити органічний перехід на наступну стадію розвитку, що обумовлює необхідність удосконалення інструментів фінансової діагностики підприємства, аналізу її результатів та втілення обраних напрямів оптимізації діяльності підприємства.

На думку авторів, вирішення вказаної задачі є можливим на основі застосування концепції фінансової архітектури компанії, яка дозволяє комплексно охарактеризувати внутрішню будову компанії та оцінити її вплив на результати фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання.

Вищезгадана концепція, яка слугує базою для даного дослідження, вперше була запропонована до наукового вжитку американським економістом С.Майерсом у 1999 р. після публікації однойменної статті, в якій автор визначив фінансову архітектуру компанії як мінливий фінансовий дизайн чи фінансову організацію компанії, яка включає правову форму організації бізнесу, структуру власності, структуру фінансування, стимули та стимули та розподіл ризиків [148, с. 138]. Під системою стимулів та розподілів ризику між основними учасниками корпоративних відносин автор розуміє систему корпоративного управління, яка утворюється в межах окремої компанії.

У своїй роботі С.Майерс досліджує причини здійснення компаніями, зокрема високотехнологічними, публічного розміщення акцій, а також визначає особливості функціонування конгломератів у США та інших країнах. Наголошуючи на тому, що фінансова архітектура компанії повинна адаптуватися у процесі інтеграції фінансового та інтелектуального капіталів, автор підкреслює, що на окремих стадіях розвитку підприємства його організаційно-правова форма, що заснована на капіталі приватного інвестора, повинна добровільно трансформуватися у публічне акціонерне товариство (корпорацію), оскільки це дозволить підвищити вартість бізнесу у майбутньому та збереже його цінність для засновників.

Типовий бізнес-план підприємця-початківця у сфері інноваційних технологій складається з таких етапів:

1. Проведення експериментів для обґрунтування дієвості процесу технології та рентабельності виробництва.
2. Пілотне виробництво та пробні продажі.
3. Підвищення якості продукції та розширення виробничих потужностей.
4. Активна маркетингова політика та виробництво компліментарних товарів.
5. Розвиток збутової мережі та оптових продажів.

Підприємство починає свій розвиток, в першу чергу, з людських ресурсів та індивідуальних здібностей підприємця. В подальшому нематеріальні активи перетворюються на реальні: технологія втілюється в продукт, запускається виробничий процес та створюється репутація компанії серед споживачів. На певному етапі цей реальний актив відокремлюється від людей, які створили його, і може бути експропрійований фінансовими інвесторами.

Роль приватного капіталу та інтелектуальних здібностей підприємця є беззаперечною на 1-3 етапах, однак в подальшому можливості стартового капіталу та підприємницька енергія засновників вже вичерпуються та компанія може втратити досягнуті позиції на ринку.

На певному етапі інноваційний пошук та втілення нової підприємницької ідеї можуть викликати потребу об'єднання з іншими підприємцями, які здатні доповнити проект фінансовими ресурсами, знаннями, досвідом, необхідним устаткуванням, приміщеннями, вмінням залучення постачальників і знаходження нових споживачів. Отже, для збереження стимулів підприємницької діяльності та захисту інтелектуальної власності від зовнішніх приватних інвесторів зростаючі індивідуальні підприємства стають публічними компаніями.

Досліджуючи особливості фінансової архітектури конгломератів, С.Майєрс зауважує, що дана форма господарювання виявляється найбільш ефективною в країнах, що розвиваються. Особливою ознакою таких країн є тривалий процес інституціоналізації механізмів захисту прав власності та керування економікою у «ручному» режимі [148, с. 138]. В таких умовах розмір конгломерату забезпечує його доступом на

міжнародні ринки капіталів та сприяє залученню професійного менеджменту до управління активами компанії. Окрім цього, в країнах, що розвиваються, конгломерати формуються також задля захисту прав власників від протиправних дій державних структур.

Інші форми фінансової архітектури компанії властиві японським кейрецу, корейським чеболям, італійським сімейним компаніям та ін. Водночас, С.Майєрс наголошує, що будь-яка фінансова архітектура компанії не повинна бути статичною. Вона повинна вчасно адаптуватися в залежності від конкретних завдань розвитку компанії. При цьому уряд та фінансові лідери країн повинні спрямовувати свої зусилля на розвиток законодавства та регуляторних механізмів, а також стимулювати розвиток фінансового ринку та його інститутів, щоб могли співіснувати різні типи фінансової архітектури компаній та створювалися нові різновиди.

У подальшому концепція фінансової архітектури компанії була розвинута А.Н.Степановою у контексті аналізу впливу основних структурних характеристик компанії на ефективність реалізації її корпоративної стратегії. Так, в даній роботі була обґрунтована необхідність застосування даної концепції щодо моделювання ефективності діяльності компанії та досліджено вплив фінансової архітектури компанії у розрізі її основних компонентів на показники ринкової вартості найбільших російських та східноєвропейських компаній [101]. В результаті було запропоновано залучення до управління компанією її акціонерів, а також включення до ради незалежних директорів. Особлива увага була приділена аналізу відмінностей впливу фінансової архітектури на ефективність діяльності компаній з країн із розвинутою економікою та країн, що розвиваються.

Окремо слід відзначити, що нами раніше формувався один з підходів до обґрунтування сутності фінансової архітектури корпорації як основи організації її фінансів, що визначає особливості устрою фінансової сфери корпорації та на основі формування відповідної фінансової політики слугує інструментом підвищення ефективності фінансової діяльності суб'єкта господарювання [4, с. 3]. Було виокремлено оціночні параметри компонентів фінансової архітектури, зокрема, рівень боргового навантаження як параметр оцінки структури капіталу, частка акцій у власності найбільшого акціонера як параметр оцінки

структури власності та окремі індикатори якості корпоративного управління. Також був розроблений механізм оптимізації фінансової архітектури корпорації у контексті забезпечення підвищення ефективності фінансової діяльності, що включає такі його елементи, як суб'єкти та об'єкти оптимізації, критерії-параметри оптимізації та показники оцінки дієвості механізму на основі виокремлення короткострокових та довгострокових результатів [113, с.149].

Водночас, на відміну від представлених вище підходів щодо інтерпретації особливостей фінансової архітектури компанії та її зв'язку із діяльністю господарюючого суб'єкта, доцільним, на нашу думку, є визначення фінансової архітектури підприємства у контексті життєвого циклу організації, оскільки, використовуючи термінологію С.Майєрса, мінливість фінансового дизайну безпосередньо пов'язана із необхідністю організаційно-фінансової трансформації підприємства у процесі його розвитку.

З огляду на зазначене, охарактеризуємо компоненти фінансової архітектури підприємства та їх специфічні ознаки з урахуванням специфіки вітчизняного законодавства та усталеної практики господарювання.

У відповідності до критерію юридичної форми організації капіталу, підприємства можуть бути організовані у формі акціонерних товариств або корпорацій, партнерств та індивідуальних підприємств [103, с.6–7]. Так, згідно зі ст.3 Закону України «Про акціонерні товариства», акціонерним визнається господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість часток однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями [21]. В залежності від кількості акціонерів, обсягу статутного фонду та можливостей розміщення акцій акціонерні товариства можуть бути публічними та приватними. Зазначимо, що характеристики вітчизняних акціонерних товариств відповідають ознакам зарубіжних корпорацій, а саме: юридична самостійність, обмежена відповідальність власників, відокремлення функцій власності від управління та контролю [103, с. 6]. Тому, незважаючи на визначення корпорації як однієї з форм господарських об'єднань, нерідко на практиці акціонерні товариства ототожнюють з корпораціями у загальносвітовому розумінні. В залежності від

можливостей щодо розміщення акцій корпорації бувають закриті та відкриті.

До партнерств як організаційно-правової форми, що заснована на добровільному об'єднанні двох або більше фізичних або юридичних осіб, слід віднести товариства з обмеженою, додатковою та необмеженою відповідальністю. Особливістю товариства з обмеженою відповідальністю є наділення учасників відповідно до договору відповідальністю за борги товариства в межах своїх внесків до статутного фонду. Учасники товариства з додатковою відповідальністю відповідають за борги товариства не лише своїми внесками, а й додатково належним їм майном. У товариствах з необмеженою відповідальністю всі члени несуть солідарну відповідальність за зобов'язання товариства усім своїм майном.

Індивідуальні приватні підприємства, які зазвичай належать одній особі, здійснюють свою діяльність без створення юридичної особи, реєструючись як фізична особа-підприємець (ФОП). Утім, вони можуть бути організовані у формі фермерських господарств, орендних підприємств та ін.

Кожна із наведених форм має свої переваги та недоліки, які виявляються у процесі становлення та функціонування підприємства. Зазвичай, цикл розвитку підприємства починається з утворення індивідуального підприємства, потім логічно трансформується у партнерство, і, нарешті, на стадії розквіту стає акціонерним товариством. Порівняльна характеристика особливостей функціонування даних форм представлена у табл. А.1. додатку А.

Таким чином, можна узагальнити, що організаційно-правова форма підприємства являє собою певну систему нормативних правил, яка визначає та структурує взаємовідносини підприємства з учасниками товариства, державою, іншими господарюючими суб'єктами, з внутрішніми структурними підрозділами тощо. А виникають ці відносини, як правило, з приводу руху фінансових ресурсів, кругообіг яких формує основу фінансового забезпечення діяльності підприємства та створює умови для його виробничого та науково-технічного розвитку.

Всі фінансові відносини, в яких задіяне підприємство, умовно можна об'єднати у чотири групи:



- всередині підприємства (із засновниками, менеджментом, працівниками);
- з іншими підприємствами та організаціями (контрагентами);
- всередині об'єднання підприємств;
- з фінансово-кредитною системою держави.

Роль фінансових відносин першої групи є визначальною, оскільки тут виявляються дві з трьох функцій фінансів підприємств, що пов'язані із формуванням та розподілом капіталу суб'єкта господарювання. Також до цієї групи слід віднести відносини з приводу оплати праці, премій, утримання податкових та інших обов'язкових соціальних відрахувань, розподілу прибутку та ін. Фінансові відносини підприємства із контрагентами включають розрахунки із постачальниками, покупцями, обслуговуючими організаціями. За обсягами грошових платежів це є сама значна група відносин, що здійснює безпосередній вплив на кінцеві результати виробничої діяльності підприємства.

Фінансові відносини, що виникають всередині об'єднань підприємств (фінансово-промислових груп, холдингів), пов'язані із утворенням та використанням централізованих грошових фондів, існування яких забезпечує формування внутрішнього ринку капіталу та сприяє оптимізації коштів підприємств. Відносини підприємства із фінансово-кредитною системою держави можна охарактеризувати у таких площинах, як бюджетна сфера та фінансовий ринок. Виникнення фінансових відносин між підприємством та державою спричинено необхідністю сплати податків до бюджетів різних рівнів та відрахувань у позабюджетні фонди. В свою чергу, на фінансовому ринку підприємство взаємодіє із фінансово-кредитними інститутами, покупцями фінансових інструментів, фінансовими посередниками з приводу залучення додаткових фінансових ресурсів.

Результатом фінансової взаємодії підприємства з іншими економічними суб'єктами є структура капіталу, яка являє собою співвідношення власних та позикових коштів, які використовуються підприємством в процесі господарської діяльності [64, с. 200]. Власний капітал може утворюватися грошовими внесками та іншими активами власників підприємства, а також методом накопичення суми доходу, що

залишається у розпорядженні підприємства після усіх необхідних виплат та виконання зобов'язань. Основними видами позикового капіталу виступають банківські кредити, емісія облігацій, фінансовий лізинг та ін. Особливе місце у структурі позикових ресурсів належить поточним зобов'язанням, оскільки це є умовно безоплатні фінансові ресурси, залучені на короткостроковий термін.

Іншим аспектом, що характеризує систему фінансово-економічних взаємовідносин юридичних і фізичних осіб є структура власності, яка дає змогу визначити всіх осіб, які мають пряму та/або опосередковану участь в юридичній особі, тобто підприємстві, у тому числі відносини контролю між ними щодо цієї юридичної особи [22]. В залежності від ступеню концентрації прав власності чи майнових прав серед певної кількості учасників підприємства виокремлюють дві принципові характеристики структури власності: концентрована чи розпорошена. Також виокремлюють інсайдерську та аутсайдерську структури власності в залежності від того, кому належить лєвова частка акціонерного капіталу: особам-інсайдерам, що володіють правами власності та керують підприємством, чи особам-аутсайдерам, що не мають значних пакетів акцій, не зацікавлені у здійсненні прискіпливого контролю за діяльністю підприємства та не приймають участі у розробці корпоративних рішень.

Структура власності визначає фінансово-правові аспекти відносин між підприємством як самостійною господарською одиницею та його власниками як особами, що інвестували власні кошти у формування статутного капіталу підприємства з метою максимізації власного доходу. На етапі свого народження підприємство, зазвичай, має одного власника, який сам інвестує власні кошти у реалізацію власної бізнес-ідеї. У процесі свого розвитку підприємець стикається із необхідністю залучення додаткового капіталу і, коли вичерпані можливості самофінансування та отримання кредитних коштів, він може реорганізувати своє підприємство у товариство, залучивши партнерів, й в такий спосіб забезпечити розширення обсягів фінансування діяльності.

В свою чергу система корпоративного управління як елемент фінансової архітектури підприємства у широкому розумінні являє собою сукупність принципів, норм та правил, у відповідності до

яких здійснюється регулювання взаємовідносин між учасниками підприємства та іншими заінтересованими особами (стейкхолдерами), які впливають чи на яких впливає фінансово-господарська діяльність підприємства. Поява такого механізму контролю та збалансування економічних інтересів спричинена ускладненням організаційної структури підприємства у процесі його розвитку, що, по-перше, призводить до виникнення проблеми «принципал-агента» у зв'язку із делегуванням повноважень з управління менеджменту компанії, та, по-друге, з необхідністю забезпечення інвестиційної привабливості підприємства у процесі його виходу на вітчизняні та міжнародні ринки капіталів.

Існують два основних підходи щодо класифікації моделей корпоративного управління: в залежності від структури власності (інсайдерська та аутсайдерська) та від регіону розповсюдження (англосаксонська, континентальна або німецька та японська або азійська) [20, с. 217]. Так, у відповідності до першого підходу, ключовим питанням є тип контролю над підприємством: адміністративний або ринковий. Виникнення інсайдерської моделі управління, яка в основному притаманна компаніям Західної Європи, Центрально-східної Європи та Японії, пов'язано із слабкістю ринкових механізмів перерозподілу прав власності, відсутністю індивідуальної мотивації щодо участі на фондовому ринку та недосконалістю інструментів правочину у процесі захисту прав власності.

Аутсайдерська система властива компаніям із значним ступенем розпорошеності капіталу, наприклад, американським та англійським компаніям. При цьому контроль з боку великої кількості індивідуальних акціонерів, що володіють мізерними частками в акціонерному капіталі, здійснюється насамперед непрямыми методами – через ринки капіталів, шляхом загрози злиття або поглинання, банкрутства, а також через інститут незалежних директорів.

Щодо до другого підходу, то дослідниками визначаються основні відмінності між даними моделями на основі таких ознак, як ключові учасники реалізації моделі, структура володіння акціями, моніторинг діяльності, склад ради директорів, вимоги до розкриття інформації тощо. Порівняльна характеристика

представлених моделей корпоративного управління наведена у табл. А.2. додатку А.

Таким чином, враховуючи вищевикладене, зазначимо, що визначені структурні характеристики підприємства, такі як організаційно-правова форма господарювання, структура капіталу, структура власності та система управління формують його фінансову архітектуру, яка в залежності від стадії життєвого циклу підприємства повинна трансформуватися у відповідності до потреб бізнесу та забезпечувати оптимальні умови здійснення господарської діяльності.

Слід зауважити, що на протязі життєвого циклу підприємства змінюються пріоритетні фінансові цілі його діяльності, тобто цілі у фінансовій сфері, щодо визначення яких існує кілька класифікацій. Так, найбільш відомими концепціями щодо фінансових цілей компанії є концепція безпеки та концепція рентабельності [61, с. 39]. Основним завданням фінансової політики підприємства в межах першої концепції є забезпечення ліквідності та платоспроможності підприємства, що дозволяє уникнути фінансових проблем у довгостроковій перспективі та забезпечує його автономність. Друга концепція заснована на необхідності забезпечення рентабельності підприємства, що сприятиме його економічному зростанню.

В свою чергу С.О.Рибак та Л.Л.Лабезнік відзначають, що в залежності від цілей формуються й відповідні системи управління фінансами, зокрема: фінансова рівновага або безпека підприємства реалізується шляхом управління фінансовим циклом суб'єкту господарювання; рентабельність або прибутковість акцентує увагу на кругообігу капіталу; економічне зростання або розвиток визначає необхідні фінансові ресурси для забезпечення розвитку та їх джерела; ризик – моніториться для зниження невизначеності зовнішнього та внутрішнього середовища підприємства [81, с. 39].

Тобто, на стадії утворення найбільш актуальним завданням у сфері фінансів є забезпечення фінансової рівноваги, на стадії зростання – рентабельність діяльності, на стадії зрілості – економічне зростання, а на стадії занепаду важливим є довготривала фінансова рівновага або збалансування фінансів підприємства [61, с. 40]. Ефективне управління підприємством у даному контексті означає здатність менеджменту компанії з

найменшими витратами привести організацію до стадії зрілості або розквіту та утримувати її якомога довше у цьому стані, протидіючи виникненню процесів, що призводять до занепаду або ліквідації підприємства.

Дещо іншої точки зору дотримується І.Івашковська при визначенні фінансових цілей або фінансових вимірів компанії, до яких відносить ліквідність або здатність створювати позитивні потоки грошових коштів, інвестиційний ризик як комбінацію ділових (комерційних) та фінансових чинників, які обумовлюють вимоги щодо дотримання певного рівня доходності, та фактичну доходність або рентабельність капіталу, що сприяє зростанню вартості компанії [29, с.130]. При цьому автор наголошує на необхідності використання так званої фінансової моделі аналізу результатів діяльності компанії, центром якої є оцінка не бухгалтерського, а економічного прибутку, що дозволяє найбільш об'єктивно оцінити фінансову результативність компанії з урахуванням витрат на капітал.

Таким чином, зазначимо, що пріоритетність фінансових цілей або фінансових вимірів результатів діяльності підприємства залежить від конкретної стадії життєвого циклу підприємства, що, в свою чергу, обумовлює необхідність трансформації його фінансової архітектури з метою досягнення поставлених цілей. Як зауважує Ю.В.Нестеренко, стадії життєвого циклу організації здійснюють безпосередній вплив на вибір напрямів, форм та методів організації фінансових відносин суб'єкта господарювання, ступінь інвестиційної активності, інтенсивність збільшення власних фінансових ресурсів, напрямів розподілу прибутків, можливість соціальних інвестицій, а також рівень та види ризиків [66].

Охарактеризуємо більш детально фінансові цілі діяльності підприємства та виокремимо види фінансових криз, які, на нашу думку, притаманні певним стадіям життєвого циклу організації.

Початковий етап життєвого циклу характеризується утворенням підприємства та його поступовим виходом на ринок, спробою знайти свою нішу, стати привабливим для клієнтів, організувати реалізацію продукції та сервіс відповідно до вимог споживачів. У цей період відбувається фінансове становлення організації та накопичення її активів. Особливістю даного етапу є від'ємний грошовий потік, що можна пояснити низькою

ефективністю бізнесу, відсутністю економії на масштабах, значним періодом обігу оборотного капіталу, високою кредиторською заборгованістю. Істотний відтік грошових коштів пов'язаний також з формуванням організаційної та правової основ бізнесу, придбанням нових технологій, основних засобів та нематеріальних активів, підписанням контрактів, маркетингом, набором та навчанням персоналу та ін.

Отже, в період утворення підприємства основною проблемою у фінансовій сфері стає брак грошових коштів на поточні витрати. У зв'язку з цим стає актуальним попередження кризи платоспроможності, яка виявляється у нездатності господарюючого суб'єкта своєчасно й повно виконувати свої фінансові зобов'язання.

В свою чергу, ознаками платоспроможності є наявність достатнього обсягу коштів на поточному рахунку та відсутність простроченої кредиторської заборгованості [7, с. 274]. Для цього необхідно контролювати виконання плану виробництва та реалізації продукції, підтримувати оптимальний рівень витрат, забезпечувати зростання оборотного капіталу та підвищувати його оборотність, здійснювати систематичний контроль за надходження грошових коштів від реалізації продукції, погашенням дебіторської заборгованості, виконанням платіжних зобов'язань перед бюджетом, працівниками організації, постачальниками і кредитними організаціями.

На стадії становлення відбувається затвердження підприємства на ринку, закріплення його іміджу, збільшення кількості споживачів та контрагентів. На початковій стадії становлення підвищується ризик виникнення кризи ліквідності, оскільки сукупний грошовий потік залишається негативним через перевищення відтоку грошових коштів від операційної діяльності над їх надходженням. Проте нарощування обсягів продажу призводить до зміни даної ситуації, внаслідок чого грошовий баланс стає нульовим, а організація досягає точки беззбитковості та переходить на стадію юності або активного зростання. Отже, головними фінансовими цілями даного етапу є контроль за синхронністю грошових надходжень та витрат, дотримання перевищення оборотних активів над короткостроковими пасивами, що дозволяє в подальшому подолати проблеми

поточної неплатоспроможності та забезпечити перспективну ліквідність підприємства.

На початковій стадії зростання перевищення беззбиткового об'єму продажів призводить до подальшого нарощування виробництва, що супроводжується появою прибутків та їх зростанням в абсолютному вираженні, а також виникненням позитивного грошового потоку від операційної діяльності. На цьому етапі головною метою менеджменту підприємства є забезпечення високого рівня ділової активності організації, який досягається за рахунок забезпечення оптимального співвідношення між темпами зростання основних показників діяльності підприємства, а саме [7, с. 373]:

$$100 \% < T_{ск} < T_p < T_{п}, \quad (1.1)$$

де  $T_{ск}$  – темп зміни сукупного капіталу, авансованого в діяльність підприємства;  $T_p$  – темп зміни обсягів реалізації продукції;  $T_{п}$  – темп зміни прибутку.

Водночас, виникнення кризової ситуації, тобто кризи ділової активності, на даному проміжку циклічної динаміки підприємства, як зазначає О.В.Коваленко, може бути спричинено деформацією виробничо-комерційного та фінансового циклу підприємства внаслідок надмірних темпів зростання підприємства та зростанням дебіторської заборгованості через різке збільшення кількості клієнтів та збільшення часового лагу між реалізацією товарів і надходженням виручки у зв'язку із нарощуванням обороту [47].

В подальшому на стадії зростання необхідність нарощування обсягів функціонуючого капіталу в операційній сфері вимагає від підприємства істотних фінансових вкладень та проведення активної емісійної та кредитної політики. Отже, на етапі активного економічного зростання актуалізується завдання пошуку компромісу між ризиком зниження ліквідності та підвищенням рівня рентабельності діяльності, який може бути досягнутий за рахунок забезпечення заданого рівня фінансової стійкості підприємства. Як зазначає М.М.Бердар, стійкість фінансового стану забезпечує розширений розвиток підприємства на основі зростання прибутку та капіталу без посилення залежності від зовнішніх джерел фінансування (за умови збереження платоспроможності та кредитоспроможності в межах

припустимого рівня ризику) [2, с. 261]. Отже, у випадку неоптимальної структури витрат, надмірного зростання позикового капіталу та відсутності приросту рентабельності власного капіталу виникає криза фінансової стійкості, що характеризується перевищенням запасів та витрат над сумою власних оборотних коштів, кредитів під товарно-матеріальні цінності та залучених тимчасово вільних фінансових ресурсів.

На етапі зрілості підприємство досягає стабільності в розвитку. Воно прагне підтримувати досягнуті ринкові позиції і зміцнювати своє положення. Відбувається стабілізація грошового потоку та формується його максимально позитивне значення, що пов'язано із стабільним надходженням виручки, зростанням амортизації основних засобів і нематеріальних активів, зменшенням дебіторської заборгованості, зростанням суми резервів майбутніх витрат і платежів, отриманих доходів за рахунок майбутніх періодів. На цьому етапі важливою умовою забезпечення тривалості найбільш бажаного проміжку циклу є дотримання фінансової стабільності підприємства, тобто певного стану фінансової рівноваги при збереженні достатнього ступеня фінансової стійкості та збереження цього стану у довгостроковій перспективі при ефективному управлінні фінансами [7, с. 302].

Утім, власники зрілих підприємств в наслідок збільшення масштабів діяльності стикаються з необхідністю утворення окремих господарських підрозділів та центрів фінансової відповідальності, що зумовлює подальше делегування повноважень найманим менеджерам та концентрує увагу на вирішенні управлінських проблем координації та контролю. Це призводить до втрати гнучкості в управлінні, спрямування прибутків на відшкодування витрат контролю тощо. Окрім цього, на цьому етапі характерним є накопичення сировини, матеріалів та готової продукції на складах, що веде до зростання собівартості продукції та, відповідно, зменшення прибутків.

Індикаторами стадії занепаду в циклічному розвитку організації є втрата частки ринку, зниження обсягів виробництва, скорочення виручки, зростання витрат, суттєве зниження обсягів прибутків або наявність збитків протягом кількох років, що проявляється в постійно негативному сальдо грошового потоку і суттєвому зростанні кредиторської заборгованості. Виникає своєрідна криза збитковості, коли перманентні збитки

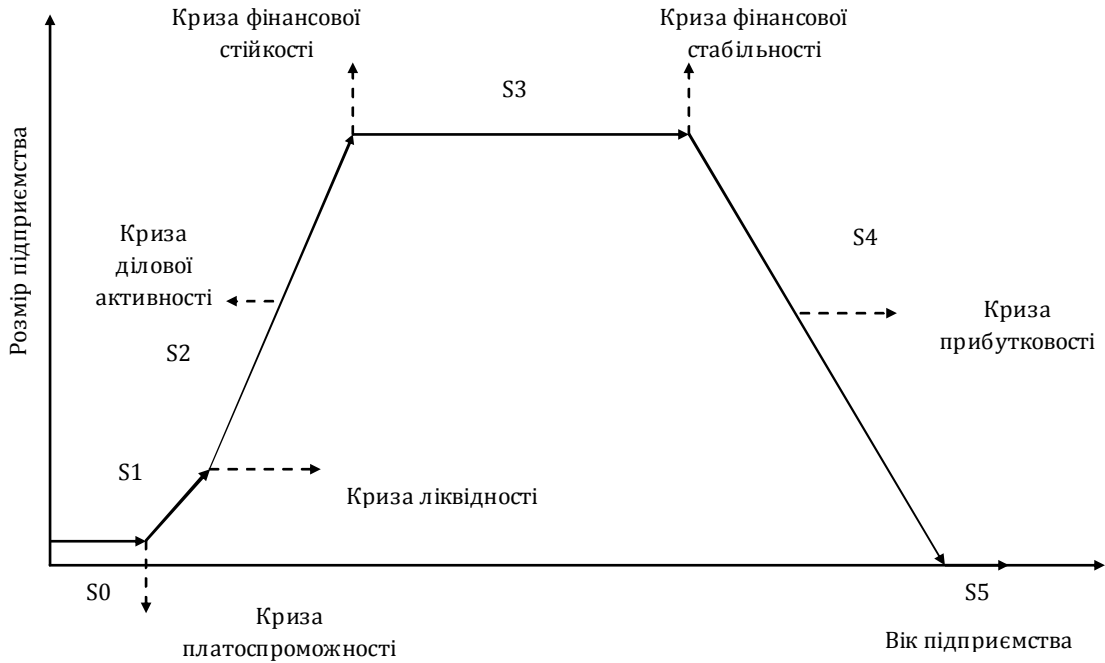


вихолощують власний капітал, і це призводить до незадовільної структури балансу підприємства та його хронічної неплатоспроможності.

У цей період потрібно терміново розробити комплекс санаційних (оздоровчих) заходів щодо впровадження технічних, економічних і організаційних інновацій, а також розробити активну маркетингову стратегію, що зрештою повинно привести до організаційно-технологічного оновлення фірми та стабілізації її фінансового стану. Отже, пріоритетами фінансової політики господарюючого суб'єкта стають: усунення неплатоспроможності, відновлення фінансової стійкості і забезпечення фінансової стабільності підприємства. Графічну модель життєвого циклу підприємства, яка ілюструє залежність типу фінансової кризи від стадії циклічної динаміки, візуалізує рис.1.1. [59, с. 181]. Узагальнена характеристика типів фінансової кризи в залежності від стадії життєвого циклу підприємства наведена в табл.А.3 додатку А [41, с. 107].

Таким чином, враховуючи вищевикладене, зазначимо, що пристосування структурних характеристик підприємства до вимог зовнішнього середовища у процесі його життєвого циклу забезпечує не тільки реалізацію поставлених фінансових цілей, а й попереджає виникнення кризових ситуацій, які підвищують ризики фінансової неспроможності та банкрутства підприємства.

Слід наголосити, що проблема збитковості та банкрутства підприємств має важливе значення в макроекономічному масштабі, оскільки ліквідація підприємства означає не лише збитки для його стейкхолдерів (власників, інвесторів, кредиторів, контрагентів), а й зменшення податкових надходжень до бюджету, зростання безробіття, зниження життєвого рівня населення тощо. При цьому, як зауважує О. Терещенко, наприклад, серед вітчизняних підприємств справи про банкрутство яких перебувають на розгляді, значний відсоток становлять ті, що тимчасового потрапили у скрутне становище [108, с. 12].



**Рис. 1.1. Модель життєвого циклу підприємства та типізація фінансових криз**

На рис. 1 приведені наступні позначення стадій життєвого циклу підприємства: S0 – утворення, S1 – становлення, S2 – зростання, S3 – зрілість, S4 – спад, S5 – занепад, S6 – ліквідація.

Разом з тим, інколи сукупна вартість їх активів значно перевищує їх кредиторську заборгованість. Це виявляється на стадії розпорядження майном під час розгляду судової справи про банкрутство. Саме тому, на наш погляд, важливим є оптимізація фінансової архітектури підприємства на кожній окремій стадії його життєвого циклу, що дозволить мінімізувати ризики фінансово-економічної неспроможності підприємства. Зазначене вимагає ідентифікації критеріїв оптимізації фінансової архітектури підприємства з урахуванням особливостей впливу характеристик компонентів фінансової будови компанії на результативність діяльності суб'єкта господарювання.

## 1.2. Критерії оптимізації фінансової архітектури підприємства

Оптимізація будь-якої системи є процесом приведення системи до її оптимального або найкращого стану [10, с. 601]. Використовуючи процесний підхід, нами раніше було визначено оптимізацію фінансової архітектури корпорації як процес трансформації існуючої фінансової архітектури до такого її стану, коли будь-які зміни у структурній будові фінансів господарюючого суб'єкта призводять до погіршення ступеня задоволення інтересів стейкхолдерів корпорації [113, с. 149]. Тобто, за основу процесу оптимізації був прийнятим так званий Парето-оптимум, сформульований відомим італійським економістом та політологом Вільфредом Парето. Досягнення даного оптимуму свідчить про неможливість знаходження іншого рішення для економічної системи, яке б краще задовольнило вимоги учасників економічних відносин.

Зважаючи на те, що фінансова архітектура підприємства формується внаслідок виникнення між підприємством та іншими економічними суб'єктами фінансових відносин, які утворюють певний фінансовий потік, цікавою є точка зору О.Майбороди на процес оптимізації фінансових потоків промислового підприємства. Так, дослідник вважає, що оптимізація фінансових потоків промислового підприємства є процесом послідовного впливу на рух фінансових ресурсів з метою досягнення максимального рівня прибутковості при мінімізації вхідних фінансових потоків шляхом встановлення необхідної пропорційності у використанні фінансових ресурсів [57, с. 110].

Узагальнюючи вищенаведені підходи, а також враховуючи те, що фінансова архітектура підприємства являє собою сукупність окремих компонентів, які задані його структурними характеристиками, на нашу думку доцільним є уточнення щодо розуміння процесу оптимізації фінансової архітектури підприємства як сукупності послідовних управлінських дій щодо організаційно-фінансової реструктуризації підприємства на основі збалансування критеріїв оптимальності окремих компонентів фінансової архітектури підприємства.

Слід наголосити, що оптимальність фінансової архітектури підприємства є динамічною характеристикою стану його організаційно-фінансової будови, оскільки в процесі життєвого

циклу розвитку компанії змінюються фінансові цілі та стратегічні пріоритети діяльності господарюючого суб'єкта, а отже повинна змінюватися і його фінансова організація. При цьому, використовуючи термінологію В. Парето, зазначимо, що оптимальним буде такий стан фінансової архітектури підприємства за якого значення обраного часткового критерію оптимізації, який характеризує оптимальність окремих компонентів фінансової будови підприємства, не може бути поліпшено без погіршення значень інших критеріїв.

З математичної точки зору критерій оптимізації є величиною, що в процесі пошуку оптимального рішення повинна прийняти мінімальне або максимальне значення [58, с. 18]. Визначення критеріїв оптимальності фінансової архітектури дозволяє визначити пріоритетні орієнтири організаційно-фінансової трансформації підприємства в контексті досягнення стратегічної цільової функції підприємства.

Щодо цільової функції підприємства, тобто головної мети його існування, то парадигмальною основою для формування моделі цільової функції сучасної фірми є концепція вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств (Value-Based Management). Дана концепція означає підхід до прийняття фінансово-економічних рішень на підприємстві, що ґрунтується на пріоритетності фінансових інтересів власників та необхідності максимізації вартості інвестованого капіталу (або ринкової капіталізації) з урахуванням цілей стейкхолдерів як додаткової умови [107].

Оскільки для створення доданої вартості підприємству перш за все необхідно генерувати достатній рівень грошового потоку (cash-flow) у довгостроковому періоді, що досягається за умови ефективної фінансово-господарської діяльності, від приросту доданої вартості підприємства отримують вигоди не лише його власники, а й інші заінтересовані сторони (стейкхолдери).

Таким чином, зазначимо, що головною метою оптимізації фінансової архітектури підприємства є максимізація його ринкової вартості. Саме цій стратегічній меті повинні підпорядковуватися й критерії оптимізації окремих компонентів фінансової будови господарюючого суб'єкта. З огляду на зазначене, обґрунтуємо вибір критеріїв оптимізації фінансової архітектури підприємства з урахуванням впливу характеристик

кожного компоненту архітектури на максимізацію ринкової вартості підприємства.

Вибір оптимальної організаційно-правової форми підприємства є проблемою, яка постає не лише в період створення підприємства, а й у процесі його подальшого розвитку. Власники бізнесу повинні проводити постійний моніторинг адекватності обраної правової форми господарювання з точки зору її потенційних можливостей, відповідності потребам стадії життєвого циклу організації та витрат на її утримання.

Узагальнюючи емпіричні дослідження щодо вибору оптимальної організаційно-правової форми, слід відзначити, що найбільш дискусійні аспекти відносяться до обґрунтування мотивації перетворення закритих компаній (приватних акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю) у відкриті або публічні компанії.

Так, А.В. Бухвалов та ін., зазначають, що керівництву більшості зрілих російських компаній, які відчувають потребу у залученні додаткового капіталу за допомогою фондового ринку, прагнуть підвищити інформаційну прозорість своєї компанії та отримати інші переваги від своєї „публічності” необхідно замислитися над проведення IPO (первинної емісії акцій) [12, с. 60]. В той же час, відкриті акціонерні товариства, які не торгують акціями на фондовому ринку або мають низький інвестиційний рейтинг, повинні виважено підійти до питання переходу в інші альтернативні форми господарювання, які, можливо, є більш привабливими та вигідними з точки зору накладних витрат у даній ситуації.

Окремі дослідження присвячені визначенню взаємозв'язку між зміною організаційно-правової форми компаній та фінансовими результатами діяльності. Так, дослідниками на основі опитувань топ-менеджерів 67 російських акціонерних компаній (ЗАТ та ВАТ) було встановлено, що одним із важливих чинників, який впливає на вибір правової форми акціонерного товариства є ризик втрати корпоративного контролю в результаті здійснення ворожого поглинання або корпоративного шантажу [3, с. 37]. Це підтверджується тим, що 50% менеджерів опитуваних ЗАТ вважають „закритість” перевагою даної форми господарювання.

Для багатьох компаній проблема вибору форми бізнесу також тісно пов'язана із вибором альтернативних джерел фінансування.

Основна дилема – це боргове фінансування або власний капітал. Так, А.Дитмар та А.Такор обґрунтували, що компаніям доцільно здійснювати розміщення акцій при зростанні їх ціни та наявності конвергенції очікувань інвесторів та менеджерів [130].

Інші дослідження присвячені ролі агентських витрат, наприклад, при виборі щодо створення підприємства на основі франчайзингу або власного філіалу [125]. Аналіз тенденцій у корпоративному секторі світової економіки за останні 20 років показує, що кількість спільних підприємств, які утворюються американськими корпораціями, значно знизилася на користь компаній із 100%-м капіталом, який належить материнській компанії. Однією з причин такої тенденції дослідники вважають проблему корпоративного управління: витрати контролю з боку материнської компанії за діяльністю іноземного філіалу, обмеження трансферту інтелектуального капіталу [129].

Окремий напрям досліджень щодо пошуку найбільш ефективної організаційно-правової форми компанії пов'язаний із мінімізацією оподаткування та забезпеченням обмеженої відповідальності власників бізнесу [123; 126; 136; 158]. Зокрема, вченими аналізуються аспекти вибору альтернативних форм ведення бізнесу в США внаслідок наявності диференційованих ставок оподаткування для компаній, що знаходяться у одноособовому володінні (*sole proprietorship*), акціонерних товариств (*C corporation*) та інших форм товариств (*S corporation, LLC – limited liability companies, LLP – limited liability partnership*).

Зазначимо, що для України з погляду ведення господарської діяльності та режимів оподаткування будь-які форми підприємств є абсолютно рівноправними (якщо не враховувати деякі специфічні види діяльності – ломбардні операції, комерційна діяльність із цінними паперами, банківська діяльність тощо – для яких законодавством обмежене коло форм юридичних осіб, які можуть здійснювати відповідну діяльність).

Таким чином, зазначимо, що емпірично доведено існування зв'язку між організаційно-правовою формою підприємства та його фінансовими можливостями щодо залучення додаткового капіталу, рівнем накладних та агентських витрат, оподаткуванням, ризиками втрати корпоративного контролю тощо. Отже, при утворенні підприємства або при реорганізації

існуючого підприємства власники повинні усвідомлювати стратегічне значення та роль правильно обраної, тобто оптимальної, форми організації бізнесу.

У теоретичній площині вибір організаційно-правової форми, на нашу думку, найбільш змістовно пояснює теорія прав власності, яка визначає сутність організації або фірми на основі контракту, що закріплює певний розподіл прав власності між її учасниками [69, с. 317]. При цьому права власності є санкціонованими суспільством (законами, традиціями та ін.) відносини між людьми, які виникають з приводу наявності благ та відносяться до їх використання [118, с. 137]. Традиційно до основних прав власності відносять права володіння, використання та розпорядження будь-якими благами.

Відповідно до теорії прав власності, в якій різні контрактні форми стали предметом активного вивчення, вибір типу контракту (тобто, форми організації) обумовлений необхідністю мінімізації трансакційних витрат (витрат переходу прав власності між суб'єктами та охорона цих прав). Зв'язок між поняттями прав власності, трансакційних витрат та контрактних відносин розкриває загальновідома теорема Коуза [69, с. 315]. Так, Р.Коуз визначив, що в реальних умовах, коли трансакційні витрати не дорівнюють нулю, розподіл прав власності перестає бути нейтральним та починає здійснювати вплив на ефективність використання ресурсів та структуру виробництва. З цієї точки зору від специфікації прав власності залежить вибір оптимальної форми розподілу прав між власниками організації (фірми).

Отже, узагальнюючі та доповнюючі певні доробки в даному напрямку досліджень, наведемо основні критерії оптимізації, яких слід дотримуватися, приймаючи рішення щодо змінення організаційно-правової форми підприємства [37, с.203]:

— специфікація прав власності – важливість ступеню специфікації пояснюється тим, що специфікація, тобто виключення інших з вільного доступу до ресурсів, забезпечує умови для придбання прав власності тими, хто цінує їх найбільше та здатен отримати максимальну користь. З другого боку, нечітке або «розмите» визначення такого власника перешкоджає отриманню стимулів щодо ефективного використання ресурсів. Так, наприклад, згідно чинному законодавству України, найбільш повно врегульовані процеси утворення та діяльності акціонерних

товариств. І, навпаки, відсутність спеціальних правових норм, що регулюють діяльність приватних підприємств (ПП), дозволяє їх власникам за власним розсудом визначати в статуті підприємства права і обов'язки засновників, структуру і компетенцію органів управління, що створює на практиці низку проблем, пов'язаних з різним трактуванням меж відповідальності засновника ПП, а також порядку правонаступності своїх прав засновниками ПП на користь інших осіб;

— обсяг фінансових ресурсів – передбачає вибір організаційно-правової форми з точки зору її здатності забезпечити акумуляцію капіталу з мінімальними трасакційними витратами. Найбільш оптимальним тут виявляється публічне акціонерне товариство. В свою чергу для ТОВ та ПрАТ існують законодавчі обмеження щодо максимальної кількості учасників;

— ризики втрати контролю – коли основні права власності розподілені між кількома суб'єктами (учасник володіє ресурсом, менеджер розпоряджається ресурсом, працівники використовують ресурс), то повинні застосовуватися певні механізми контролю за діяльністю організації та мотивації ефективної діяльності агентів. Зокрема, в акціонерних товариствах можуть використовуватися як традиційні методи участі агентів у розподілі прибутків (система бонусів), так і специфічні засоби тиску на агентів – продаж акцій на ринку. В той же час в ТОВ можливості «виходу» учасників на відкриті ринки капіталів не передбачені;

— витрати, пов'язані із реєстрацією та звітуванням підприємства – виникають внаслідок наявності різних законодавчих та процедурно-нормативних вимог, що регламентують процес створення та функціонування підприємств. Найбільш «економним» варіантом за даного критерію виступає приватне підприємство, процедура реєстрації якого є порівняно простою, а також відсутні вимоги щодо строків реєстрації та розмірів внесків до статутного фонду.

Слід звернути увагу на те, що на кожній окремій стадії життєвого циклу підприємства повинен бути обраним той критерій оптимізації організаційної форми, який би вирішував основні проблеми етапу розвитку. Так, наприклад, на стадії народження, коли постає завдання швидкої реалізації бізнес-ідеї підприємця, з точки зору витрат часу та коштів на створення



підприємства найбільш оптимальною формою буде реєстрація приватного підприємства.

При цьому потрібно брати до уваги такі обставини: на початку своєї діяльності, при створенні власної справи кожен підприємець намагається усвідомити себе як самостійну одиницю. Незалежність господарювання в найкращий спосіб дозволяє реалізувати особисті потреби та інтереси. І тільки в подальшому розвитку бізнесу підприємець приходять до усвідомлення ефективності й інших організаційно-правових форм діяльності.

Окрім наведених критеріїв оптимізації організаційно-правової форми підприємства на процес вибору форми впливають також законодавчі вимоги щодо відповідності виду діяльності певним формам організації бізнесу, умови передачі права власності та правонаступництво, особливості законодавства про банкрутство тощо.

Таким чином, підсумовуючи вищевикладене, зазначимо, що оптимізація організаційно-правової форми підприємства як компонента його фінансової архітектури вимагає від власників та менеджменту компанії зваженого вибору критерію оптимізації форми організації з урахуванням стадії життєвого циклу та об'єктивно існуючих нормативно-правових і фінансово-економічних обмежень щодо здійснення підприємницької діяльності.

Вибір певної організаційно-правової форми підприємства, в першу чергу, фіксує структуру власності учасників організації на ресурси та закріплює права на отримання доходу від здійснення господарської діяльності. Як вже було зазначено, структура власності підприємства є компонентом його фінансової архітектури, що визначає коло осіб, які володіють часткою статутного капіталу підприємства. Особливого значення структура власності набуває на підприємствах, які організовані в формі товариств, що зумовлено специфікою об'єднання кількох учасників господарських відносин.

Оптимізація структури власності підприємства передбачає такий розподіл прав власності серед учасників організації, який сприяє підвищенню ефективності господарської діяльності підприємства та забезпечує досягнення його стратегічних цілей. Як зазначають Г.Демсетц та К.Лен, оптимальна структура власності досягається при врівноваженні премії за контроль

(вартісний вираз переваги, пов'язаної із володінням контрольним пакетом акцій) та фінансовими витратами, що виникають із зростанням ризику недиверсифікованих інвестицій у процесі зростання компанії [128]. Однак, складність виміру зазначених категорій обумовлює необхідність обґрунтування інших критеріїв оптимізації структури власності підприємства.

Опрацювання теоретичних та емпіричних досліджень щодо впливу структури власності підприємства на результати його діяльності свідчить, що зазвичай дослідження даної проблематики ґрунтується на теорії агентських відносин. Основною тезою даної теорії є обґрунтування причини виникнення агентських витрат, пов'язаних із необхідністю здійснення власниками підприємств контролю за найманими менеджерами (агентами), яким вони делегували свої повноваження з управління активами організації.

У 1976 р. М.Дженсен та У.Меклінг висунули гіпотезу про те, що менеджери, які володіють невеликими пакетами акцій, вважатимуть за краще «витягувати» з компанії різні негрошові вигоди, а не максимізувати вартість компанії [142]. Це пояснюється відсутністю достатньої мотивації менеджерів щодо максимізації вартості компанії. Наявність різних інтересів у власників компаній та менеджерів збільшує ризик того, що останні будуть використовувати ресурси компанії у своїх інтересах, що породжує необхідність використання різних методів контролю за діяльністю менеджерів.

До основних механізмів корпоративного контролю М.Дженсен відносить ринки факторів виробництва, правову та регулятивну системи, системи внутрішнього контролю компанії через наглядову раду (раду директорів) [141]. Система внутрішнього контролю є прямим механізмом дії на менеджмент, та могла б відігравати головну роль в корпоративному управлінні, але її ефективність обмежена в умовах розпорошеної структури власності, коли поліпшення якості корпоративного управління є суспільним благом для кожного з дрібних акціонерів. Водночас, якщо акціонер здійснює контроль за діями менеджерів, то йому доводиться нести всі витрати, з якими пов'язана ця діяльність. У випадку, коли його зусилля забезпечать певну результативність, йому дістанеться лише мала частина доходу, що пропорційна його долі в акціонерному капіталі. З цієї причини акціонери вважають

за краще перекласти функції контролю на інших та не здійснюють прискіпливий моніторинг діяльності управлінців.

З цієї причини в численних дослідженнях з корпоративного управління вчені доходять висновків, що концентрація власності виступає найбільш простим механізмом усунення неефективності, що породжується її розпорошеністю [137; 153]. Саме власники крупних пакетів акцій або найбільших паїв (у випадку партнерств) мають більш сильну мотивацію та більші можливості щодо здійснення контролю.

Водночас, концентрація власності призводить до появи певних витрат, а саме:

— приватні вигоди контролю (*private benefits of control*), які виявляються в отриманні мажоритарними власниками додаткових переваг від контролю за діяльністю компанії. Власники крупних пакетів акцій мають важелі впливу на прийняття тих рішень, які сприяють максимізації їх власних вигід та позбавляють дрібних акціонерів (власників) їх долі залишкового доходу;

— збільшення витрат щодо залучення додаткового капіталу внаслідок зниження ліквідності акцій або скорочення можливостей диверсифікації вкладень інвесторів, на що звертають особливу увагу Е.Фама та М.Дженсен [135, с. 310]. Зокрема, збільшення концентрації призводить до скорочення кількості операцій на ринку, що знижує можливості моніторингу менеджменту з боку учасників ринку.

Систематизація переваг та недоліків розпорошеної та концентрованої власності для акціонерних товариств представлена в таблиці 1.2.

Інший напрям досліджень щодо виявлення зв'язку між структурою власності та результатами діяльності підприємств пов'язаний із ідентифікацією типу власника, якому належить найбільша частка капіталу. Дослідники виокремлюють такі основні типи ключових власників: менеджери (власники-інсайдери), зовнішні інвестори (власники-аутсайдери), працівники, держава [5; 48; 55; 111]. Цільові функції різних типів власників та витрати контролю за діяльністю організації не є однаковими, що й зумовлює різний вплив структури власності на ефективність господарської діяльності підприємства.

Таблиця 1.2.

**Порівняльна характеристика розпорошеної та  
концентрованої структури власності акціонерних товариств**

<b>Ознака</b>	<b>Розпорошена власність</b>	<b>Концентрована власність</b>
Переваги	Можливості диверсифікації та розподілу ризиків Низька вартість залучення додаткового капіталу Прямий контроль	Прямий контроль Оперативність прийняття рішень Низька ймовірність управлінських зловживань Здійснення інвестицій на довгостроковій основі
Недоліки	Проблема „безбілетника” Накладні витрати розповсюдження інформації Ризики ворожого поглинання Орієнтація на максимізацію прибутку в короткостроковій перспективі	Притискання міноритаріїв Низька ліквідність акцій Висока вартість залучення додаткового капіталу Зниження можливостей диверсифікації інвестиційних ризиків Відхилення прибуткових проектів, пов'язаних з ризиком втрати контролю

Джерело: складено авторами.

Так, наявність власності в руках менеджменту компанії сприяє підвищенню мотивації управлінців щодо максимізації прибутків та загалом сприяє підвищенню ефективності підприємства, що пояснюється гіпотезою спільних інтересів (*convergence of interest*) [142]. З другого боку, така ситуація призводить до «обкопування» менеджерів (*management entrenchment*), коли вони ігнорують інтереси інших акціонерів, відхиляють прибуткові за рівнем NPV (*Net present value* – чистої приведеної вартості), але ризиковані проекти за принципом «тихіше ідеш, далі будеш» або в наслідок низької кваліфікації тощо. Окрім цього, за рахунок наявності значних повноважень та відсутності належної системи протидії менеджери обмежують додаткове фінансування діяльності компанії, знижуючи рівень боргового навантаження [147; 154].

Емпіричні дослідження як зарубіжних, так і вітчизняних вчених щодо перевірки згаданих гіпотез демонструють наступні результати. Так, на основі обстеження 115 компаній країн Північної Європи О.Відарсон довів, що ринкова капіталізація

компаній, які контролюються власниками-менеджерами є нижчою у порівнянні із власниками-аутсайдерами [157, с. 42]. Наявність немонотонної тенденції щодо залежності величини капіталовкладень від частки акцій у власності менеджменту на прикладі 235 російських компаній виявив В. Удальцов: володіння пакетами акцій в інтервалах 0-7% та 25-50% капіталу позитивно впливає на рівень інвестиційної активності компаній [111, с. 306].

Аналіз впливу структури власності на результати діяльності українських промислових підприємств був представлений в роботі І.Акімової та Г.Швьодіауер, які також виявили немонотонну залежність між часткою акцій у власності керівників підприємств та рентабельністю продажів. Зокрема, обстеження 202 підприємств показало, що концентрація власності до 47% акцій у володінні менеджменту позитивно впливає на діяльність компанії [116, с.11].

Вплив зовнішніх інвесторів на ефективність діяльності підприємства визначається більш жорстким контролем за діяльністю менеджменту, що обумовлює зміни у фінансовій, виробничій та інвестиційній активності компаній. До цієї категорії власників відносять інституціональних інвесторів, комерційні та некомерційні організації, банки, компанії, фізичних осіб. Цілі зовнішніх інвесторів в залежності від типу інвестора можуть різнитися. Так, наприклад, банки можуть отримувати вигоди від об'єднання інтересів, зниження кредитних ризиків внаслідок доступу до внутрішньої фінансової інформації компанії. Водночас, можливим пріоритетом інвестиційної стратегії такого акціонера може стати забезпечення ліквідності власних інвестицій.

Інші юридичні особи – компанії – зазвичай приймають більш активну участь у корпоративному управлінні, зацікавлені в здійсненні інвестицій в бізнес, що певним чином пов'язаний з їх діяльністю. Це може призводити до активізації процесі злиттів з метою закріплення позиції в галузі.

Інституційні інвестори, що представлені пенсійними, страховими фондами, хедж-компаніями, як відомо, дуже негативно відносяться до ризику. Головна мета більшості інституційних інвесторів – це отримання фіксованого доходу за мінімального рівня ризику, що вступає у протиріччя з інтересами приватних інвесторів, які прагнуть максимізувати ефективність діяльності компанії за будь-якого рівня ризику.

Окремо слід охарактеризувати роль іноземних інвесторів у контексті їхнього впливу на діяльність підприємств. Дослідниками обґрунтовується висновок про те, що іноземні інвестори володіють більшими можливостями щодо доступу на ринки капіталів та споживачів, зокрема, міжнародних, мають переваги в впровадженні нових технологій, розвитку нових організаційних структур, ринків, забезпечують кращу інтеграцію підприємства в міжнародні виробничі мережі [160; 144].

Однак окремі локальні умови господарювання, зокрема, культурні бар'єри, бюрократизація або адміністративні труднощі можуть негативно впливати на діяльність компаній з іноземними власниками. Існують також законодавчі обмеження щодо присутності іноземного капіталу в окремих галузях. Загалом, поява іноземного інвестора, як правило, призводить до якісного підвищення кваліфікації менеджменту компанії, сприяє ефективній реструктуризації компанії та в окремих випадках забезпечує активізацію вітчизняних підприємств-конкурентів щодо підвищення своєї конкурентоспроможності.

Досліджуючи особливості поведінки власників, що є одночасно працівниками підприємства, слід зазначити наступне. Так, пріоритетом акціонера-працівника перш за все є гарантії його зайнятості та зростання заробітної плати, а додатковий дохід у вигляді дивідендів (для власників АТ) відіграє другорядну роль [151, с. 355]. Така поведінка стримує процеси реструктуризації компанії, що ставить під загрозу її довгострокове існування [124, с. 311]. Це підтверджується висновками О.Фалей та ін., які показали, що фірми із значною часткою власності працівників в капіталі здійснюють менше інвестицій, повільніше зростають, створюють менше робочих місць, мають проблеми із вільним грошовим потоком та демонструють більш низьку продуктивність праці та інших факторів виробництва [134, с.493].

Окрім цього неспівпадання інтересів різних вікових груп працівників, їх зайнятостю в різних підрозділах або філіях компанії обмежує реалізацію злагодженого контролю за діяльністю менеджменту. Водночас, як зауважує Г. Хансманн, працівники більш обізнані в проблемах функціонування свого підприємства та методах їх вирішення, а також у разі негайної необхідності можуть швидко прийняти стратегічне рішення, оскільки їх порівняно легше скликати на позачергові збори акціонерів [138, с. 59].

Роль держави як акціонера підприємства у забезпеченні його ефективної діяльності зазвичай критикується дослідниками. Так, О.Радигін та Р.Ентов виокремлюють кілька недоліків державної власності, а саме: встановлення «соціальних маржинальних цін» на продукцію підприємства, надмірна зайнятість, неоптимальний обсяг виробництва, недостатній рівень інвестування тощо [78, с. 39]. Такі підприємства, зазвичай, функціонують в непривабливих для приватного капіталу галузях, не мають сильних конкурентів та підпорядковуються структурам, які не володіють достатньою кваліфікацією щодо ефективного управління майновими правами.

Також відмінністю таких підприємств є те, що окремих громадянин не має прямого права на залишковий дохід та не може передати свої права власності, що загалом знижує мотивацію менеджменту щодо його плідної праці на користь держави [127, с. 94].

Таким чином, враховуючи вищенаведене, можна узагальнити, що основний зміст оптимізації структури власності полягає у зміні як складу власників (акціонерів, учасників), так і структури володіння власністю (ступеню концентрації капіталу) з метою забезпечення ефективності функціонування господарюючого суб'єкта.

На практиці зміна складу учасників підприємства відбувається шляхом:

- приватизації (часткової або повної);
- продажу підприємства як майнового комплексу;
- банкрутства.

Зміна концентрації статутного капіталу передбачає продаж, викуп власних акцій з наступним їх анулюванням або продажем стратегічному інвестору, конвертацію або додаткову емісію акцій. Природньо, що досить часто зміна структури власності призводить до зміни організаційно-правової форми підприємства.

Отже, зважаючи на стратегічне значення та визначальний вплив структури власності на результативність діяльності підприємства, обґрунтуємо критерії оптимізації структури власності:

1) приватні вигоди контролю – наявність особливих привілеїв та можливостей отримання додаткових фінансових вигід у власників контрольних пакетів акцій (або найбільших паїв) призводить до експропріації інтересів інших власників, що

обумовлює виникнення конфлікту інтересів та зниження вартості компанії. Тому оптимальний розподіл прав власності досягається за мінімального рівня отримання приватних вигід контролю власниками, що володіють значними пакетами акцій або мають найбільшу пайову частку у капіталі;

2) ризики ворожого поглинання та рейдерства – виникають при неконсолідованій структурі капіталу, систематичній невиклаті дивідендів та значних обсягах кредиторської заборгованості, що суттєво перевищують середньоринкові показники. Отже, у процесі оптимізації структури власності слід мінімізувати ймовірність виникнення ризиків несанкціонованого власниками або учасниками підприємства поглинання або захоплення;

3) прозорість структури власності – полягає в тому, що всі акціонери або учасники підприємства повинні бути реальними власниками, відсутні номінальні акціонери, реалізується юридично визначена система управління та підпорядкування. Окрім цього, максимізація рівня прозорості власності сприяє підвищенню інвестиційної привабливості підприємства, яке стає більш «підконтрольним» стейкхолдерам підприємства.

Однак зауважимо, що ризики ворожого поглинання та рейдерства можуть збільшуватися із зростанням рівня прозорості структури власності. Тому для збалансування даних критеріїв необхідне впровадження ефективної системи превентивних заходів, що підвищать рівень захисту власності акціонерів. Окрім цього, як відзначає Р.Нецветайлов, важливу роль при ідентифікації ймовірності ризику поглинання відіграє моніторинг певних ознак майбутнього захоплення, а саме [67, с. 20]:

— різке збільшення кількості раптових перевірок з боку контролюючих органів;

— поява в засобах масової інформації матеріалів про підприємство та його керівництво в негативному аспекті;

— поява міноритарних акціонерів, що вимагають надання копій різних засновницьких документів;

— звернення міноритаріїв, що в сукупності володіють більше 1% акцій компанії, до суду з позовами щодо захисту прав акціонерів.

Реструктуризація структури власності найчастіше призводить до змінення структури капіталу підприємства. Згідно підходу



І.Бланка, формування оптимальної структури фінансових джерел суб'єкта господарювання досягається при збалансуванні коефіцієнтів фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу) та фінансової стійкості, за рахунок чого досягається максимізація ринкової вартості підприємства [8, с.443]. Інакше кажучи, оптимальна структура капіталу являє собою таке співвідношення між власним та позичковим капіталом, яке забезпечує оптимальне поєднання ризику та доходності, що й, власне, максимізує ринкову вартість акції (або ринкову вартість всього капіталу).

Необхідність такого врівноваження пояснюється особливостями використання власного та позичкового капіталу компанії. Можна узагальнити, що із зростанням частки позикового капіталу зростає ймовірність фінансових проблем та витрат, що з ними пов'язані. В свою чергу використання власного капіталу зводить до мінімуму такі витрати, однак певним чином може гальмувати темпи зростання підприємства в періоди сприятливої економічної кон'юнктури.

Пошуку оптимальної структури капіталу фірми присвячені численні теорії структури капіталу, які умовно поділяють на статистичні та динамічні теорії структури капіталу.

Найбільшу популярність та використання в світовій практиці здобули статичні моделі структури капіталу, що обґрунтовують існування оптимальної структури, яка максимізує поточну оцінку, і такі, що рекомендують ухвалення рішень про вибір джерел фінансування (власні або позикові кошти), виходячи з оптимальної структури капіталу. У статичному підході існують дві альтернативні теорії структури капіталу, які пояснюють вплив залучення позичкового капіталу на вартість використовуваного капіталу та, відповідно, на поточну ринкову оцінку активів підприємства: традиційна теорія і теорії Міллера-Модільяні (перша і друга теорії ММ) [85, с. 66].

В даний час в межах статистичного підходу все більшого визнання отримує компромісна теорія структури капіталу (оптимальна структура знаходиться як компроміс між податковими перевагами залучення позичкового капіталу і витратами банкрутства), яка не дозволяє конкретному підприємству розрахувати найкраще поєднання власного і

позичкового капіталу, але формулює загальні рекомендації для ухвалення рішень.

Динамічні моделі враховують постійний потік інформації, який отримує ринок щодо даного підприємства. Розглядається більша кількість інструментів ухвалення рішень. На основі наявної інформації менеджери встановлюють цільову структуру капіталу, яка може не максимізувати ринкову оцінку підприємства. Більш того, управління джерелами фінансування не зводиться до встановлення цільової структури капіталу, оскільки включає вибір між короткостроковими і довгостроковими джерелами та управління власними джерелами (ухвалення рішень по структурі власного капіталу).

Домінуюча частина емпіричних досліджень щодо проблематики управління структурою капіталу присвячена аналізу чинників вибору компаніями джерел фінансування та обґрунтуванню визначальної ролі тієї чи іншої теорії структури капіталу. Зокрема, до таких досліджень слід віднести праці Н.В. Зінкевич та Е.А. Олеванової, І.В. Івашковської, М.С. Солнцевої, П.В. Макарова [27; 28; 32].

Традиційно дослідниками виокремлюють такі основні критерії оптимізації структури капіталу підприємства [8, с. 443]:

1) фінансова рентабельність (рентабельність власного капіталу) - полягає в знаходженні пропорції між власним та позиковим капіталом, за якої рівень додаткового прибутку на власний капітал, що генерується за рахунок залучення позичкового капіталу, буде максимальним (ефект фінансового левериджу);

2) середньозважена вартість капіталу – на основі багатоваріантних розрахунків вартості власного та позичкового капіталу за різних умов отримання та обслуговування фінансових джерел знаходиться таке співвідношення складових капіталу, за якого його вартість буде мінімальною;

3) фінансові ризики – ґрунтується на основі диференційованого вибору джерел фінансування позаоборотних та оборотних активів в залежності від відношення власників та менеджерів до фінансового ризику (консервативний, помірний, агресивний).

Вочевидь, що абсолютизація використання зазначених критеріїв у практичній діяльності підприємств є недопустимою.

Так, максимізація фінансової рентабельності, як правило, призводить до погіршення фінансового стану підприємства внаслідок збільшення ризиків неплатоспроможності та ймовірності банкрутства. З іншого боку, оскільки вартість позичкового капіталу є порівняно більш низькою ніж вартість власного капіталу, то оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації середньозваженої вартості капіталу може призвести до формування капіталу підприємства за рахунок 100%-го позикового капіталу, що також знизить його фінансову стійкість.

Отже, з даної точки зору при оптимізації структури капіталу найбільш доцільним є дотримання певного балансу між критеріями фінансової рентабельності та фінансової стійкості, що досягається шляхом перевищення темпів зростання активів над темпами зростання рівня боргового навантаження [113, с. 162].

Деякі вчені, наприклад, Т.В.Теплова, акцентують увагу на такому критерію оптимізації структури капіталу як прибуток на акцію (метод EBIT-EPS) [105, с.166]. Основною метою методу є пошук критичної точки при визначенні варіантів структури капіталу. Під критичною точкою слід розуміти такий рівень прибутку до сплати відсотків та податків (операційний прибуток, EBIT), за якого значення прибутку на акцію співпадає з альтернативними варіантами структури капіталу ( $EPS_1 = EPS_2 = EPS_3$ ) [105, с.167]. При наявності операційного прибутку, що перевищує критичну точку, компанії з більшим значенням фінансового левериджу будуть забезпечувати більш високий рівень прибутку на акцію. І навпаки, за наявності операційного прибутку, що не досягає критичної точки, більш високий рівень прибутку на акцію будуть демонструвати компанії з низьким показником фінансового левериджу.

Однак головним недоліком даного методу є відсутність включення до аналізу чиннику ризику, а, отже, критерій оптимізації структури капіталу на основі EBIT-EPS може використовуватися лише як міра чутливості при порівнянні різних варіантів джерел фінансування діяльності підприємства.

Узагальнюючи практичний досвід вітчизняних підприємств щодо формування оптимальної структури капіталу, слід зазначити, що найбільш впливовими чинниками, які визначають співвідношення власного капіталу до позичкового є:

— стадія життєвого циклу організації – на динамічних стадіях розвитку підприємства (народження, дитинство, юність) залучення кредитних ресурсів дає можливість швидко реалізувати інвестиційні проекти із досягненням позитивного економічного ефекту, що призводить до максимізації прибутку підприємства та забезпечує його можливостями зростання й у довгостроковій перспективі. На стадії зрілості необхідність залучення позикового капіталу при інших рівних умовах може і не виникати, оскільки накопичений фінансовий потенціал дає можливість генерувати достатній рівень прибутку. Період старіння або кризи характеризується значним превалюванням позикового капіталу в структурі балансу, водночас, така фінансова стратегія може бути реалізована з метою фінансового оздоровлення підприємства у майбутньому. Тому для оцінки структури капіталу з точки зору її оптимальності підприємства важливо оцінювати й стадію його життєвого циклу;

– галузева належність підприємства – для промислових підприємств важливо обмежувати зростання позикового капіталу, оскільки вони мають значну частку матеріальних активів з низькою рентабельністю та характеризуються високою фондомісткістю продукції, що негативно впливає на кредитний рейтинг та може призвести до перевищення вартості кредиту над рентабельністю активів. Для компаній, що генерують постійний та прогнозований потік грошових коштів (зокрема, сфера фінансових та страхових послуг, ресторани тощо) відношення власного капіталу до позикового може становити, наприклад, 1:4;

– кон'юнктура товарного та фінансового ринків – при сприятливих ринкових умовах господарювання та зниженні вартості позикового капіталу збільшення обсягів реалізації продукції за рахунок позикових ресурсів забезпечує стабільні надходження грошових коштів. Утім при зниженні попиту на продукцію та коливаннях ставки позикового відсотку зростає ризик фінансової неспроможності підприємства, що при відсутності фінансових резервів (накопичених активів у формі вкладень в інвестиційні фонди та фінансові інструменти) стає реальною загрозою фінансового добробуту власників підприємства;

– рівень концентрації власного капіталу – для збереження контролю над підприємством власники контрольного пакету акцій або найбільшого пайового внеску обмежують залучення власного капіталу із зовнішніх джерел та збільшують обсяги позичкового капіталу. Інколи, мотивацією збільшення боргового навантаження також слугує дисциплінуюча роль позичкового капіталу.

Таким чином, зазначимо, що оптимізація структури капіталу підприємства як компоненту його фінансової архітектури полягає у визначенні оптимальних пропорцій використання власного та позичкового капіталу на основі обраного критерію оптимізації джерел фінансування із врахуванням чинників, що забезпечують найбільш ефективне використання капіталу в певних умовах.

Проблема оптимізації структури капіталу певним чином вирішується за допомогою побудови ефективної системи корпоративного управління, яка, окрім інших переваг, забезпечує підприємство додатковими можливостями щодо залучення капіталу та зниження його вартості. Це досягається внаслідок підвищення довіри з боку потенційних інвесторів до підприємств з чітко відрегульованою системою корпоративних відносин, що позитивно впливає на їх капіталізацію. Таким чином, підвищення якості корпоративного управління виступає необхідною умовою оптимізації фінансової архітектури підприємства у контексті реалізації його цільової функції.

Корпоративне управління, згідно тлумаченню Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), відноситься до внутрішніх засобів забезпечення діяльності компаній і контролю над ними та визначає механізми, за допомогою яких формулюються цілі компанії, засоби їх досягнення та методи контролю за її діяльністю [74, с. 4]. У широкому сенсі корпоративне управління включає комплекс відносин (організаційно-економічних, правових, господарських) між учасниками корпоративних відносин: правлінням (менеджментом, адміністрацією) компанії, її радою директорів (наглядовою радою), акціонерами (власниками) та іншими заінтересованими сторонами (стейкхолдерами).

Кожен з учасників корпоративних відносин має свої інтереси, різноспрямованість яких може призвести до виникнення

корпоративних конфліктів. В свою чергу, належним чином відрегульована система корпоративного управління упереджує виникнення конфліктів, а при їх виникненні – сприяє їх вирішенню за допомогою дотримання принципів корпоративного управління та формування відповідних організаційних структур (органів управління). До основних принципів корпоративного управління відносять [20, с. 32]:

- захист та дотримання прав акціонерів;
- забезпечення рівноправного відношення до всіх стейкхолдерів компанії;
- своєчасне та повне розкриття інформації про діяльність, продуктивність, власність та фінансовий стан компанії;
- ефективний контроль над діяльністю виконавчих органів з боку наглядової ради (ради директорів), а також звітність цієї ради перед компанією та її власниками.

Варто зауважити, що пріоритетним аспектом формування системи корпоративного управління є необхідність здійснення власниками підприємства ефективного контролю та моніторингу діяльності менеджерів, від яких залежить ефективність використання інвестованих фінансових ресурсів та рівень задоволення інтересів інших стейкхолдерів підприємства. Здійснення такого контролю передбачає формування як внутрішніх процедур управління, так і зовнішніх правових та регулюючих механізмів. При цьому ключовим завданням внутрішнього контролю є створення такої системи правил та стимулів, яка б сприяла дотриманню балансу інтересів між власниками і менеджерами та створювала б умови для реалізації управлінських ініціатив.

Потенційні зиски, що отримує підприємство від побудови ефективної системи корпоративного управління, включають такі основні переваги [46]:

- полегшення доступу до ринку капіталів – чим вищою є якість корпоративного управління, тим більшою є ймовірність того, що активи підприємства використовуються в інтересах власників та інвесторів, а не розкрадаються менеджерами. Це слугує позитивним сигналом для здійснення інвестицій в підприємство;

— зниження вартості капіталу – зниження ризиків інвесторів при наявності дієвих механізмів дотримання їх прав сприяє зниженню премії за ризик та підвищує капіталізацію компанії;

— сприяння підвищенню ефективності – створення ефективної системи мотивації менеджерів знижує ризики їх опортуністичної поведінки, завдяки фінансовій прозорості вдосконалюється процес прийняття рішень, оперативність їх реалізації та контроль за результатами, мінімізуються витрати, пов'язані із задоволенням вимог кредиторів;

— зростання вартості нематеріальних активів – підвищення ділової репутації підприємства, його іміджу, розширення кола ділових партнерів, встановлення довірчих відносин між контрагентами.

Таким чином, зазначимо, що реалізація принципів ефективного корпоративного управління забезпечує довгострокове зростання продуктивності підприємств та стимулює добробут і розвиток суспільства в цілому. Отже, оптимізація системи корпоративного управління з метою підвищення якості регулювання корпоративних відносин повинна відповідати наступним критеріям:

1) захист інтересів власників як основних стейкхолдерів підприємства – полягає в забезпеченні захисту отримання доходів та здійснення контролю над активами, фінансовими потоками та менеджментом шляхом побудови системи контрольних модулів між власниками та менеджментом (ревізійна комісія, офіційний аудитор, корпоративний секретаріат, персональний контролінг, незалежні члени наглядової ради) [11, с.122];

2) узгодження та збалансування корпоративних інтересів стейкхолдерів – реалізується за допомогою впровадження принципів (відкритість, системність, значущість та своєчасність, нівелювання конфліктів) та функціональних напрямів корпоративної соціальної відповідальності бізнесу (права людини, трудові відносини, чесна операційна діяльність, захист навколишнього середовища, захист прав споживачів, розвиток місцевих громад та співпраця з ними);

3) інформаційна прозорість – наявність в доступі (або отримання на вимогу користувачів) фінансової та нефінансової інформації про діяльність та стан компанії, ведення фінансової

звітності згідно вимог міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (МСБО), проведення регулярного внутрішнього та зовнішнього аудиту, розкриття інформації про винагороду членів наглядової ради, топ-менеджменту, дивідендні виплати, угоди із заінтересованими сторонами тощо;

Окрім зазначених векторів оптимізації системи корпоративного управління, слід також звернути увагу на те, що підвищення якості механізмів та організації системи корпоративного контролю потребує певних витрат коштів та часу, особливо на початкових етапах реалізації оптимізаційних заходів. Зокрема, підприємство буде зобов'язане сплачувати певну винагороду зовнішнім консультантам з питань корпоративного менеджменту, аудиторам, юридичним консультантам. Вельми дорогими можуть виявитися витрати на підвищення інформаційної прозорості (транспарентності) діяльності підприємства.

Також зазначимо, що впровадження нових практик та стандартів корпоративного управління вимагає часу на ознайомлення з ними управлінців, членів наглядової ради, що знижує оперативність виконання поточних завдань працівників підприємства. Майже завжди виникає потреба в підвищенні кваліфікації менеджерського складу підприємства (тренінги, семінари тощо). Отже, при розробці заходів щодо оптимізації системи корпоративного управління слід ретельно зважувати очікувані вигоди з витратами на реалізацію цих заходів, тобто окремим критерієм також може виступати економічна ефективність реструктуризації корпоративної системи.

Таким чином, підсумовуючи вищевикладене, зазначимо, що представлені критерії оптимізації фінансової архітектури підприємства у розрізі окремих її компонентів дозволяють визначити основні цільові напрями організаційно-фінансової реструктуризації підприємства в контексті формування ресурсного забезпечення його стійкого економічного зростання.



### **1.3. Механізм оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства**

Оптимізація фінансової архітектури підприємства спрямована на вдосконалення організаційно-фінансового устрою суб'єкта господарювання, що в свою чергу сприяє підвищенню рентабельності діяльності та забезпечує реалізацію фінансових цілей певного етапу розвитку підприємства. Водночас, як свідчать статистичні дані, в сучасних умовах фінансово-економічної нестабільності та зниження ділової активності нагальною проблемою більшості вітчизняних підприємств є не підвищення рентабельності, а вирішення проблеми мінімізації збитків та забезпечення беззбиткового рівня виробництва.

Незважаючи на зниження частки збиткових підприємств у загальній кількості підприємств в Україні з 42,7% у 2010 р. до 36,5% у 2011 р., сума збитків у 2011 р. майже не знизилася та залишається досить значною – 141098,4 млн. грн, що становить 10,7% від ВВП. При цьому в промисловому секторі економіки України при зниженні частки збитково працюючих підприємств на 2,8 відсоткових пункти суми збитків у 2011 р. зросли на 30% та становили 50 млрд.грн [96, с. 157].

Згідно з концептуальними положеннями теорії життєвого циклу організації, погіршення фінансово-економічних показників діяльності підприємства та його збитковість є проявом кризової ситуації на підприємстві, яка може виникнути при несприятливому збігу обставин на будь-якому етапі його розвитку. Рівень ймовірності виникнення кризи значно підвищується в перехідні періоди розвитку, тобто між стадіями циклу.

Узагальнення підходів до класифікації чинників та сфер виникнення кризових ситуацій дозволяє виокремити такі основні види криз підприємства:

— виробничо-технологічна криза – пов'язана із руйнуванням виробничого потенціалу підприємства, неефективним використанням ресурсів, відсутністю впровадження інновацій;

— організаційно-управлінська криза – неефективне використання інтелектуального потенціалу трудових ресурсів, низький рівень компетенції та професіоналізму менеджменту, відсутність мотивації щодо підвищення продуктивності праці;

— фінансова криза – характеризується зниженням прибутковості та ліквідності підприємства за наявності перманентних збитків та порушень умов фінансування діяльності.

— Найбільш негативний вплив на результативність підприємства чинить фінансова криза, що виникає в наслідок наявності протиріч між фактичним станом його фінансового потенціалу та фінансовими потребами щодо реалізації завдань певної стадії життєвого циклу.

Можна виокремити кілька фаз розвитку фінансової кризи:

1. Зниження ділової активності підприємства, що виявляється у зменшенні обсягів прибутків та показників рентабельності діяльності та негативно впливає на фінансовий стан підприємства, однак безпосередньо не загрожує його існуванню;

2. Порушення розрахунково-платіжної дисципліни – виявляється в збільшенні обсягів дебіторсько-кредиторської заборгованості, дефіциту власних фінансових ресурсів, звуженому відтворенні засобів виробництва;

3. Збитковість підприємства – перевищення суми витрат над сумою доходів, для отримання яких були здійсненні ці витрати, що призводить до вихолощування власного капіталу, зменшення резервних фондів (при їх наявності), зниження виробничого потенціалу та обсягів капітальних інвестицій;

4. Фінансова неспроможність – стан неефективності бізнесу, за якого обсягів генерування грошових коштів та накопичених ліквідних активів недостатньо для виконання грошових зобов'язань підприємства перед кредиторами (у т.ч. працівниками та державою);

5. Економічна неспроможність – надкритичний кризовий стан, який не сумісний з подальшим існуванням підприємства.

Ідентифікація фази фінансової кризи є важливою передумовою визначення пріоритетних заходів антикризового управління фінансами підприємства.

Щодо визначення та ролі антикризового фінансового управління, то слід зазначити наступне. У загальному сенсі антикризове фінансове управління являє собою систему принципів та методів розробки і реалізації комплексу спеціальних управлінських рішень, що спрямовані на попередження та подолання фінансової кризи підприємства, а також мінімізацію її негативних наслідків [9, с. 293].

Класифікація існуючих методів антикризового управління фінансами підприємства в залежності від періоду застосування та фази (глибини) кризи представлена у табл.1.3.

**Таблиця 1.3**

**Класифікація методів антикризового фінансового управління**

<b>Метод</b>	<b>Характеристика методу</b>	<b>Використання</b>
Контролінг	Система інформаційного забезпечення управлінських рішень, що передбачає формування інформаційних каналів, координацію планів та діяльності підприємства, стратегічне та оперативне планування, контроль, ревізія і внутрішній аудит, методологічне забезпечення, внутрішній консалтинг	На протязі всього життєвого циклу підприємства для попередження кризових ситуацій
Реструктуризація	Сукупність організаційно-правових, фінансово-економічних та виробничо-технологічних заходів, спрямованих на реорганізацію підприємства, зміну форм власності, управління, організаційно-правової форми	На протязі всього життєвого циклу підприємства При зниженні ділової активності та збитковості підприємства
Досудова санація	Система заходів щодо відновлення платоспроможності боржника, які може здійснювати власник майна (орган, уповноважений управляти майном) боржника, інвестор, з метою запобігання банкрутству боржника шляхом реорганізаційних, організаційно-господарських, управлінських, інвестиційних, технічних, фінансово-економічних, правових заходів відповідно до законодавства до початку порушення провадження у справі про банкрутство	У стані фінансової неспроможності
Санація	Система заходів, передбачених процедурою провадження справи про банкрутство з метою запобігання ліквідації боржника і спрямованих на оздоровлення його фінансового стану, а також на задоволення в повному обсязі або частково вимог кредиторів шляхом кредитування, реструктуризації боргів та капіталу і (або) зміною організаційної та виробничої структури боржника (закон)	У стані економічної неспроможності (банкрутство)

Джерело: складено авторами.

Слід зазначити, що у господарській практиці підприємств досить часто ототожнюють поняття «санація» та «реструктуризація» в наслідок використання законодавчих формулювань щодо визначення даних категорій. Погоджуючись з думкою О.Терещенка, варто наголосити, що метою санації (як судової, так і досудової) є покриття поточних збитків та усунення причин їх виникнення, поновлення або збереження ліквідності й платоспроможності підприємств-боржників [108, с. 22]. Утім реструктуризація може здійснюватися як на підприємствах-боржниках (в межах плану санації), так і на тимчасово збиткових або нормально працюючих підприємствах з метою підвищення їх платоспроможності, конкурентоспроможності та прибутковості на протязі всього життєвого циклу підприємства.

Зазначене акцентує увагу на адаптаційному характері реструктуризаційних змін. Поділяючи дану точку зору, А.І.Ковальов характеризує реструктуризацію як необхідний процес, що дозволяє підприємству відновити його ефективність, в основі якого докладання зусиль щодо розробки заходів для досягнення та підтримки здатності системи управління підприємством адекватно реагувати на мінливий стан бізнес-середовища [49, с. 24]. Окрім цього, А.І. Ковальов визначає санацію (судову, досудову) одним з видів реструктуризації, що здійснюється на фазі стагнації підприємства [49, с. 29]. Однак, як вже було зазначено, підприємство може збанкрутувати не лише на стадії занепаду, або стагнації, оскільки кризові ситуації виникають на протязі усього циклу, що може потребувати проведення санаційних заходів на будь-якій стадії циклічної динаміки розвитку господарюючого суб'єкта.

Інші автори наголошують на необхідності визначення „реструктуризації” як категорії лише антикризового управління. Зокрема, В.Л. Товажнянський зазначає, що реструктуризація підприємства є процесом взаємозв'язаних змін в структурі активів, пасивів та (або) функцій підприємства, направленим на подолання (запобігання) кризи в розвитку підприємства, забезпечення його платоспроможності, стійкої довгострокової діяльності, реалізацію нових потенційних можливостей прибуткового зростання [109, с. 229]. Окрім цього, дослідник пропонує доповнити існуючі класифікації щодо методів антикризового управління поняттям „санаційна

реструктуризація”, що характеризується здійсненням антикризових дій радикального характеру (зміна власника, продаж підприємства з аукціону, зміна бізнесу) [109, с. 231].

На нашу думку, враховуючи вищезазначене, слід уточнити наступне. Реалізація системи антикризового управління передбачає здійснення заходів щодо попередження виникнення кризових ситуацій у процесі розвитку підприємства. Оскільки кризи виникають на підприємстві постійно (різниця лише в сфері виникнення та фази (глибини) кризи), таке управління повинно здійснюватися на протязі всього життєвого циклу підприємства на основі реалізації процедур та методів, які дозволяють керувати перебігом кризових явищ на підприємстві. У такому контексті реструктуризацію можна вважати засобом адаптації підприємства до мінливих умов зовнішнього середовища, що сприятиме підвищенню його ефективності та конкурентоспроможності, методом антикризового управління підприємством, а санацію – одним із видів реструктуризації.

При цьому санація являє собою комплекс заходів щодо відновлення платоспроможності в першу чергу підприємств-боржників, тобто суб'єктів підприємницької діяльності, неспроможних виконати свої грошові зобов'язання перед кредиторами (у т.ч. зобов'язання щодо сплати єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування, податків, зборів) протягом трьох місяців після настання встановленого строку їх сплати [23].

Таким чином, узагальнюючи сутнісні характеристики існуючих методів антикризового управління фінансами підприємства, слід зазначити, що масштабність завдань, переплетіння економічних та, особливо, технологічних чинників, методологічно-понятійні особливості застосування категоріального апарату антикризового управління зумовлюють підвищену складність та багатоаспектність практичних і теоретичних проблем поліпшення фінансового стану підприємств, особливо збиткових. Вирішення вказаних недоліків, на нашу думку, є можливим на основі розробки і впровадження у господарську практику механізму оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств, що передбачає застосування методів організаційно-фінансової реструктуризації підприємства.

Виокремлення фінансової архітектури підприємства у якості об'єкту антикризового управління пов'язано з тим, що у процесі трансформації фінансової архітектури підприємства оптимізації підлягають лише ті структурні характеристики підприємства, які визначальним чином впливають на сферу фінансових відносин та кругообіг фінансових ресурсів, що значно спрощує та прискорює процес виходу господарюючого суб'єкта з кризового стану неплатоспроможності та формує основу для підвищення його фінансового потенціалу у майбутньому [43, с. 49].

Отже, аналіз теоретичних засад антикризового управління фінансами підприємства та інструментарію, який використовується для цього, дає змогу розробити концептуальний підхід щодо оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств, який ґрунтується на наступних положеннях [43, с.50]:

— підприємство як будь-яка інша соціально-економічна система підпорядковується законам циклічного функціонування;

— на протязі життєвого циклу підприємства відбувається трансформація його організаційно-фінансової структури з метою реалізації фінансових цілей відповідної стадії циклу;

— у перехідні періоди – між стадіями циклу – підвищується рівень ймовірності фінансової кризи;

— у перебігу кризи можна виокремити певні фази (стадії) розгортання кризи, які ідентифікуються по динаміці фінансово-економічних показників;

— дестабілізація фінансового стану підприємства, тривалість та глибина фінансової кризи зумовлюється не тільки впливом чинників зовнішнього середовища, а й структурними характеристиками організаційно-фінансового устрою господарської системи;

— поширення кризових явищ здійснюється в наслідок передачі негативних імпульсів від одного структурного компоненту фінансової архітектури підприємства до іншого;

— взаємозв'язок та взаємообумовленість компонентів фінансової архітектури вимагає здійснення комплексних оптимізаційних заходів щодо попередження та подолання наслідків фінансової кризи;

— ідентифікація фази фінансової кризи зумовлює визначення методів оптимізації за пріоритетними критеріями оптимальності компонентів фінансової архітектури підприємства;

— при розробці оптимізаційних заходів слід враховувати розмір підприємства та стадію його життєвого циклу: великі зрілі підприємства володіють значною ресурсною базою для реалізації заходів, але більш інертні у своїх діях. Зростаючі компанії швидше здійснюють організаційно-фінансові зміни, однак обмежені у своїх ресурсних можливостях;

— оптимізація фінансової архітектури підприємства сприяє оздоровленню його фінансової сфери та створює фінансові резерви для реалізації антикризових заходів у техніко-технологічній та виробничо-збутовій сфері.

Практичне впровадження розробленого концептуального підходу здійснюється на основі реалізації механізму оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства. Для формулювання категорії «механізм оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства» уточнимо поняття «механізм» та «фінансовий механізм підприємства».

Слово „механізм”, відповідно до тлумачного словника, використовується для позначення: пристрою, що передає або перетворює рух; внутрішньої будови, системи чого-небудь; сукупності станів та процесів, з яких складається певне (у тому числі й економічне) явище [89, с.544]. При традиційному суб’єктивістському підході слово „механізм” вживається в другому значенні – як система методів, способів та важелів. При об’єктивістському підході воно застосовується в третьому значенні – як сукупність станів і процесів, що протікають в економічній підсистемі [53, с.255].

Взаємозв’язок між фінансовим механізмом та механізмом оптимізації фінансової архітектури підприємства полягає у тотожності сфери реалізації інструментарію даних механізмів, тобто, сфери фінансових відносин господарюючого суб’єкта. Поняття „фінансовий механізм підприємства” в економічній літературі, особливо вітчизняній, використовується досить широко вже понад тридцять років. Водночас єдиної думки щодо його визначення та відповідно його складових не існує.

Можна виділити два основні підходи до розуміння суті фінансового механізму підприємницької структури [102, с. 412]. За

першим підходом всі фінансові відносини, які виникають на підприємстві, є фінансовим механізмом будь-якого суб'єкта господарювання, що виявляється через організацію та управління грошовими потоками. Таке розуміння фінансового механізму виражає внутрішню організацію і функціонування фінансів суб'єкту господарювання.

Другий підхід, навпаки, характеризує зовнішню організацію фінансів господарюючої одиниці, оскільки фінансовий механізм розглядається як сукупність методів, форм, способів, інструментів, важелів, прийомів впливу на фінансово-економічний стан та розвиток підприємства.

На сьогоднішній день вітчизняним науковим дослідженням притаманне суб'єктивістське висвітлення фінансових механізмів та, зокрема, механізму оптимізації фінансової архітектури суб'єктів господарювання. Так, до впровадження у науковий обіг авторами запропоновано поняття механізму оптимізації фінансової архітектури національних корпорацій з виокремленням таких його елементів, як мета, принципи, суб'єкти, об'єкти, цілі оптимізації, завдання фінансової політики, інструменти, критерії оцінки, результати [113, с.150]. Розроблений механізм, на нашу думку, дозволяє формувати фінансову політику, що сприятиме підвищенню ефективності фінансової діяльності національних корпорацій.

Змістовне дослідження теоретико-методологічних та організаційних засад реалізації механізму управління фінансами суб'єктів господарювання представлено в роботі І.А.Ломачинської. Зокрема, обґрунтовано, що механізм збалансування фінансами підприємства представляє собою цілісну систему управління фінансами, яка призначена для організації взаємодії об'єктів та суб'єктів господарювання у сфері фінансових відносин з метою впливу через ці пропорції на результати діяльності [61, с. 212].

Синтезуючи та розвиваючи наукові доробки в даній сфері, визначимо категорію „механізм оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства” як цілісну систему управління процесом організаційно-фінансової реструктуризації збиткового підприємства, що призначена для організації взаємодії об'єктів і суб'єктів даного процесу [38, с. 288].

До основних складових елементів даного механізму слід віднести:



- мета та завдання оптимізації;
- суб'єкти та об'єкти оптимізації;
- принципи та критерії оптимізації;
- методи оптимізації;
- алгоритм оптимізації.

Основною метою реалізації оптимізаційних заходів – є відновлення платоспроможності підприємства та забезпечення фінансової стійкості в довгостроковій перспективі.

До основних завдань організаційно-фінансової оптимізації слід віднести:

- акумуляція і мобілізація фінансових ресурсів та їх ефективне використання;
- ефективний перерозподіл прав власності та моніторинг за діяльністю підприємства;
- захист майнових інтересів власників та вирішення конфліктів інтересів між ними та іншими стейкхолдерами підприємства.

Об'єктами оптимізації фінансової архітектури підприємства виступають її компоненти, а саме: організаційно-правова форма, структура власності, структура капіталу та система корпоративного управління.

Суб'єктами реалізації механізму оптимізації фінансової архітектури є найбільш важливі для даного підприємства групи стейкхолдерів. Ступінь важливості оцінюється за мірою впливу окремих груп на процес організаційно-фінансової реструктуризації підприємства. До таких груп слід віднести: власників, інвесторів, кредиторів, працівників, державу в особі державних органів. Врахування пріоритетних інтересів даних груп на основі досягнення певного компромісу дозволить мінімізувати ризик виникнення конфлікту інтересів.

Під принципами оптимізації фінансової архітектури доцільно розуміти основні правила здійснення організаційно-фінансової трансформації підприємства. Їх класифікація та характеристика наведені у табл.1.4.

Таблиця 1.4.

**Принципи оптимізації фінансової  
архітектури збиткового підприємства**

<b>Принцип</b>	<b>Характеристика</b>
Комплексність	охоплення всіх компонентів фінансової архітектури підприємства
Превентивність	реалізація попереджуючих дій щодо виникнення фінансової кризи
Терміновість	швидка реакція на кризові явища
Адекватність	рівень витрат та засоби нівелювання кризи повинні відповідати фазі кризи
Альтернативність	кожне оптимізаційне рішення повинне мати кілька альтернативних засобів реалізації
Адаптивність	високий рівень гнучкості та адаптації структурних характеристик підприємства
Пріоритетність	в першу чергу підприємство повинно розраховувати на власні фінансові ресурси та резерви
Ефективність	витрати на реалізацію оптимізаційних заходів повинні бути меншими за економічний ефект від оптимізації

Джерело: складено авторами.

Критерії оптимізації фінансової архітектури підприємства, що були визначені у підрозділі 1.2, можна застосувати у процесі організаційно-фінансової реструктуризації як прибутково працюючого підприємства, так і збиткового. Однак слід уточнити наступне.

Оскільки метою оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства є відновлення його платоспроможності та стабілізація фінансового стану, то з наведених у попередньому підрозділі критеріїв оптимізації слід виокремити ті з них, які сприятимуть досягненню даної мети. Тобто, критерієм оптимізації організаційно-правової форми господарювання слід визначити максимізацію обсягу фінансових ресурсів за рахунок джерел з мінімальною вартістю та мінімальними трансакційними витратами залучення.

Пріоритетним критерієм оптимізації структури власності збиткового підприємства можна вважати мінімізацію ризиків

ворожого поглинання та рейдерства, що особливо загострюються в наслідок стрімкого зростання боргового навантаження підприємства.

В свою чергу щодо визначення критерію оптимізації структури капіталу збиткового підприємства, то слід зазначити наступне. Відновлення платоспроможності збиткового підприємства не відбувається миттєво. Тому ми вважаємо за доцільне у процесі організаційно-фінансової реструктуризації, в першу чергу, спрямовувати зусилля менеджменту підприємства на мінімізацію рівня його фінансової збитковості, що є протилежним за змістом показнику фінансової рентабельності підприємства.

Як відомо, фінансова рентабельність, або рентабельність власного капіталу розраховується за формулою ( $P_{BK}$ ) [7, с. 42]:

$$P_{BK} = \frac{ЧП}{BK} * 100\% \quad (1.2)$$

де ЧП – чистий прибуток за період, грош.од.

BK – середньорічна вартість власного капіталу, грош.од.

При цьому навіть за наявності від'ємного результату за статтею «Чистий прибуток (збиток)» форми №2 «Звіт про фінансові результати», що свідчить про отримання підприємством збитку, на практиці робиться висновок щодо його фінансової рентабельності, але з від'ємним знаком. Як справедливо зазначає А.А. Турило, якщо в діяльності підприємства є збиток, то характеризувати таку діяльність термінами прибутковості та рентабельності і нелогічно, і неправильно [110, с. 173]. Тому співставлення величини збитку з витратами є методологічно об'єктивним підходом до визначення і використання такого показника, як „збитковість” (за назвою його чисельника).

Отже, використовуючи запропонований методологічний підхід, вважаємо за доцільне для збиткових підприємств у процесі оптимізації структури капіталу використовувати критерій фінансової збитковості або збитковості власного капіталу ( $Z_{BK}$ ), який розраховується за формулою:

$$Z_{BK} = \frac{ЧЗ}{BK} * 100\% \quad (1.3)$$

ЧЗ – чистий збиток, грош.од

BK – середньорічна вартість власного капіталу, грош.од.

При цьому у процесі оптимізації слід прагнути до мінімізації даного критерію. За умови виходу підприємства на беззбитковий або прибутковий рівень критерієм оптимізації структури капіталу має бути обраним саме той критерій, який дозволяє узгодити основні цілі фінансової політики господарюючого суб'єкта.

Критерієм оптимізації системи корпоративного управління збиткового підприємства у контексті підвищення ризиків банкрутства суб'єкта господарювання слід вважати захист прав та інтересів власників підприємства. Визначені критерії оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства візуалізує рис. 1.2.



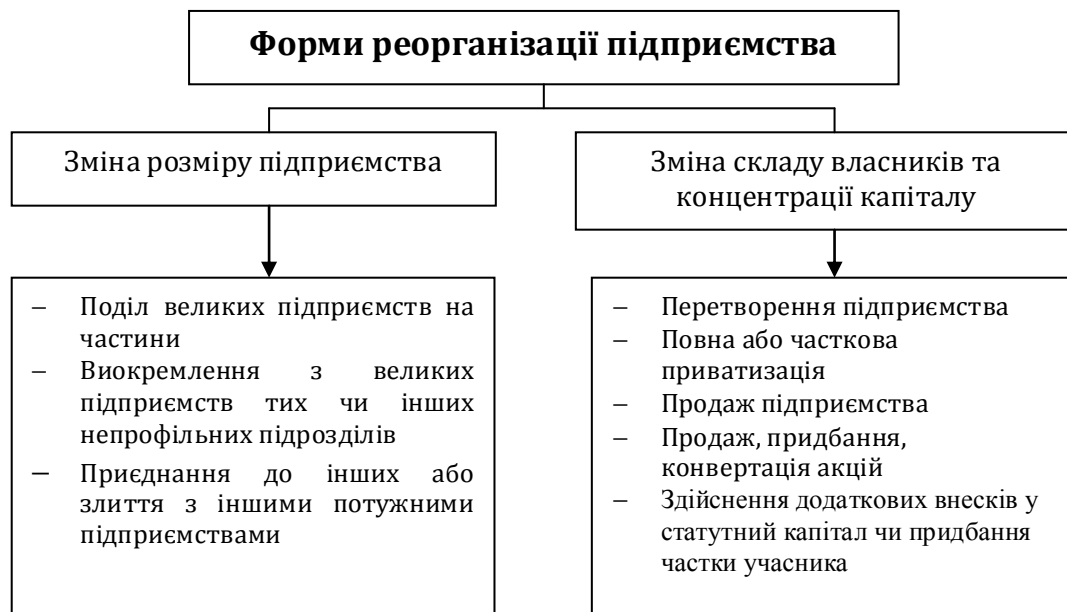
**Рис.1.2. Критерії оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства**

Дотримуючись точки зору щодо визначення методу як способу досягнення мети [90, с. 429], охарактеризуємо методи організаційно-фінансової реструктуризації підприємства.

Основним методом оптимізації організаційно-правової форми господарювання та структури власності збиткового підприємства є корпоративна реорганізація.

Реорганізація спрямована на вдосконалення організаційної структури підприємства, правової форми господарювання, підвищення якості менеджменту, звільнення підприємства від неприбуткових активів тощо. На практиці, зазвичай реорганізація неплатоспроможного підприємства зводиться до зміни власника статутного фонду, створення нової юридичної особи та (або) нової організаційно-правової форми бізнесу. Це передбачає припинення в обов'язковому порядку господарської діяльності, як правило, без ліквідації майнового комплексу, з подальшою реєстрацією нової юридичної особи.

В межах реорганізації відбувається зміна розміру підприємства та/або складу власників і, зазвичай, ступінь концентрації статутного капіталу (рис.1.3).



**Рис.1.3. Форми реорганізації підприємства**

Дані форми реорганізації розрізняються особливостями переходу прав і обов'язків до створеної юридичної особи та вважаються завершеними з моменту державної реєстрації нового підприємства (за винятком приєднання). Процес реорганізації характеризується підвищеним ризиком протиправного перерозподілу прав власності та втратою активів боржника, тому жорстко регламентуються та контролюються державою, а отже на

практиці даний спосіб оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств не є поширеним.

На особливу увагу у контексті реалізації механізму оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства заслуговують методи оптимізації структури капіталу. Це пов'язано з тим, що саме зміна розмірів капіталу та структури фінансових джерел фінансування активів підприємства, в першу чергу, сприяє відновленню його платоспроможності, що обумовлює пріоритетність реалізації заходів щодо оптимізації структури капіталу серед інших компонентів оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств.

Слід зазначити, що маючи збитки, підприємства, як правило, не зацікавлені відображати їх у своїй звітності, зокрема, в балансі. Особливо це стосується акціонерних товариств, оскільки їхні баланси публікуються в пресі. За наявності балансових збитків суб'єктам господарювання дуже важко розраховувати на залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел, оскільки як для кредиторів, так і для потенційних інвесторів збиткове підприємство є непривабливим об'єктом фінансування.

Чиста санація передбачає покриття відображених в балансі збитків за рахунок власних та прирівняних до них коштів [115, с. 487]. Вона спрямована на формальне покриття засвідчених у балансі збитків. Згідно із законодавством України, збитки підприємств можуть списуватися за рахунок резервних (страхових) фондів, засобів цільового призначення (спеціальні фонди і цільове фінансування) або за рахунок санаційного прибутку, який може утворитися за зменшення статутного фонду підприємства. Ліквідність та платоспроможність підприємства в результаті чистої санації не поліпшуються, оскільки підприємство не залучає додаткових фінансових ресурсів.

Характерною ознакою структури капіталу збиткових підприємств є критично низький рівень фінансової незалежності, обумовлений наявністю значних обсягів кредиторської заборгованості та кредитів. Внаслідок низької кредитоспроможності збиткового підприємства йому вкрай важко отримати нові кредити для підвищення своєї платоспроможності. Тому основними інструментами оптимізації структури капіталу збиткового підприємства є збільшення статутного фонду або

окремі форми реструктуризації кредиторської заборгованості з метою зниження рівня боргового навантаження.

Однак, як зауважують І.В.Олександренко та Л.І.Іщук, мобілізація зовнішніх фінансових ресурсів не завжди є можливою і передбачає витрачання додаткових коштів на їх залучення [70]. Наприклад, збільшення статутного капіталу акціонерних товариств тягне за собою витрати, пов'язанні із випуском та розміщенням акцій. Збільшення статутного капіталу не завжди можливе, особливо коли підприємство працює у збитках, оскільки не всі учасники (власники) матимуть бажання додатково вносити кошти у неплатоспроможне підприємство.

Розміщення акцій серед інших осіб, відмінних від теперішніх власників, призведе до зміни часток акціонерного капіталу, що належить учасникам та зумовить перерозподіл прав власності. Залучення позик зумовить збільшення рівня залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування, що також є негативним чинником у процесі проведення санаційних процедур.

Тому при розробці стратегії залучення фінансових ресурсів слід дотримуватися загальновідомих правил фінансування, зокрема [107]:

— «золоте правило фінансування» – вимагає дотримання паралельності строків фінансування та інвестування, тобто строки, на які підприємство залучає кошти, повинні відповідати строкам, на які ці кошти інвестуються в реальні або фінансові інвестиції;

— «золоте правило балансу» – вимагає виконання умови фінансування основних засобів підприємства за рахунок власного капіталу і довгострокових позик та умови щодо фінансування довгострокових капіталовкладень за рахунок коштів, що мобілізуються на довгострокових період;

— «правило вертикальної структури балансу» – вимагає додержання певного балансу між складовими капіталу підприємства на основі аналізу коефіцієнтів фінансової незалежності (автономності) та заборгованості (коефіцієнт фінансового левериджу).

Таким чином, при визначенні інструментів оптимізації структури капіталу збиткових підприємств слід визначати їх доцільність за умови вибору найоптимальніших форм мобілізації фінансових ресурсів та дотримання правил фінансування діяльності підприємства.

Оптимізація системи корпоративного управління та контролю покликана забезпечити врегулювання взаємовідносин між власниками підприємства та менеджерами в першу чергу, а також зниження ймовірності виникнення конфлікту інтересів між іншими стейкхолдерами, що при несприятливому збігу обставин може призвести до погіршення корпоративної безпеки підприємства.

При цьому слід мати на увазі, що корпоративне управління – це не лише організація діяльності наглядової ради (ради директорів), система взаємовідносин компанії з власниками та дотримання їх прав. Внаслідок підвищення уваги інвесторів до оцінки компанії як об'єкту інвестування, система корпоративного управління являє собою інтегрований підхід щодо побудови засад та механізмів, за допомогою яких здійснюється управління бізнесом, у тому числі питання стратегічного планування, управління ризиками, забезпечення відповідності діяльності компанії вимогам законодавства, які б дозволили їй долати кризи макро- та мікрорівня з мінімальними втратами.

Враховуючи складність виміру критеріїв оптимізації корпоративного управління, запропонуємо власний підхід щодо визначення методів оптимізації корпоративного управління збиткового підприємства [40, с.282]:

1) корпоративний аудит – оцінка основних елементів практики корпоративного управління на підприємстві з точки зору дотримання нормативно-правових вимог ведення бізнесу та реалізації бізнес-стратегії, що дозволяє визначити завдання та рекомендації комплексного вдосконалення системи корпоративного управління у контексті збалансування інтересів стейкхолдерів;

2) моніторинг та оцінка корпоративних ризиків – організація системи управління ризиками підприємства та адекватної системи внутрішнього контролю;

3) мотивація – запровадження механізмів матеріального та нематеріального стимулювання ефективної роботи виконавчих керівників та працівників підприємства;

4) комунікація – забезпечення постійного інформаційного обміну між учасниками корпоративних відносин, що знижує ймовірність виникнення корпоративних конфліктів.



Узагальнюючі наведені методи оптимізації компонентів фінансової архітектури збиткового підприємства, слід зазначити, що будь-які оптимізаційні заходи не дадуть жодного ефекту, якщо не будуть адекватні відповідній стадії розвитку компанії. Тому при визначенні конкретних напрямів організаційно-фінансової реструктуризації необхідно враховувати стадію життєвого циклу компанії та її фінансові можливості, і найголовніше – контролювати реалізацію та економічний ефект від застосування тих чи інших оптимізаційних методів. Взаємодія елементів розробленого механізму оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства виявляється в процесі реалізації алгоритму оптимізації, що унаочнює табл.1.5.

**Таблиця 1.5**

**Етапи оптимізації фінансової архітектури  
 збиткового підприємства**

№ п/п	Назва етапу	Характеристика
1	фінансовий аудит	незалежна аудиторська перевірка бухгалтерського обліку, метою якого є визначення правильності ведення бухгалтерського обліку в компанії і перевірка достовірності фінансової (бухгалтерської) звітності
2	фінансова діагностика	визначення величини та динаміки змінення чистих активів, рівня ймовірності банкрутства, чинників неплатоспроможності
3	розробка концепції оптимізації	визначення пріоритетних форм реалізації методів оптимізації окремих компонентів
4	формування плану дій	визначення інструментів та строків реалізації оптимізаційних заходів
5	реалізація програми	практичне впровадження обраних оптимізаційних заходів
6	контроль та оцінка	моніторинг за дотриманням програми оптимізації та оцінка економічних ефектів
7	внесення змін до плану дій	корегування / удосконалення програми оптимізації за необхідності

Джерело: розроблено авторами.

З урахуванням наведених вище міркувань, спільне авторське бачення сутнісного розуміння механізму оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства представлено на рис.А.1. додатку А.

Таким чином, узагальнимо, що визначення фінансової архітектури у якості об'єкту антикризового управління збиткового підприємства зумовлено наявністю чітких причинно-наслідкових зв'язків між компонентами фінансової архітектури підприємства та їх впливом на сферу фінансового забезпечення діяльності підприємства. Розроблений концептуальний підхід щодо оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства закладає теоретико-методичні основи комплексної системи антикризового фінансового управління на підприємстві, що покликана забезпечити стабілізацію фінансового стану підприємства, створення умов для інвестування та здійснення заходів виробничо-технологічної реструктуризації господарюючого суб'єкта.

### Висновки до розділу 1

За результатами аналізу теоретичних основ процесу оптимізації фінансової архітектури підприємства доходимо таких висновків:

1. Аналіз динаміки розвитку підприємницького сектору, як світової, так і вітчизняної економіки свідчить, що можливості компаній щодо забезпечення сталого економічного зростання та наявності стабільних позитивних фінансових результатів залежать від їх здатності вчасно адаптувати свою внутрішню структуру у відповідності до змінення економічної кон'юнктури та вимог конкурентного середовища. Це вимагає розробки нових теоретико-методичних підходів до аналізу особливостей трансформації структурних характеристик підприємств у процесі життєвого циклу, пошук яких дав можливість визначити та запропонувати до використання у дослідженні сфери фінансів суб'єктів господарювання концепцію фінансової архітектури підприємства.

2. Основними компонентами фінансової архітектури підприємства, що визначають особливості кругообігу його фінансових ресурсів та слугують інструментами впливу на фінансовий стан господарюючого суб'єкта, є організаційно-правова форма господарювання, структура власності, структура капіталу та система корпоративного управління. На основі опрацювання теоретичних концепцій щодо визначення стадій життєвого циклу підприємства обґрунтовано, що фінансова архітектура підприємства в залежності від стадії життєвого циклу організації трансформується у відповідності до потреб бізнесу, фінансових цілей стадії та забезпечує оптимальні умови здійснення господарської діяльності.

3. Встановлено, що у процесі свого розвитку підприємство підпорядковується циклічним законам функціонування та закономірно не уникає кризових явищ. Найбільш дестабілізуючий вплив на діяльність суб'єкта господарювання чинить фінансова криза, яка характеризується розбалансуванням фінансової діяльності підприємства та виявляється в порушенні фінансової рівноваги. Узагальнення доробок наукової думки щодо

класифікації видів фінансової кризи підприємства та власні розробки дозволили надати класифікацію конкретних типів фінансової кризи, з якими підприємство стикається на кожній окремій стадії життєвого циклу (криза платоспроможності, ліквідності, ділової активності, фінансової стійкості, фінансової стабільності, прибутковості).

4. У процесі дослідження обґрунтовано, що ризик виникнення фінансової кризи підприємства значно підвищується в наслідок відсутності своєчасної організаційно-фінансової трансформації на основі визначених критеріїв оптимізації фінансової архітектури господарюючого суб'єкта, які дозволяють сформулювати пріоритети фінансової політики відповідного етапу розвитку підприємства та сприяють прийняттю виважених фінансових рішень.

5. Доведено доцільність виокремлення фінансової архітектури підприємства в якості об'єкту антикризового фінансового управління для підприємств, які знаходяться у критичній фазі розгортання фінансової кризи, тобто є тривало збитковими. Аналіз теоретичних засад антикризового управління фінансами підприємства та інструментарію, який використовується для цього, надав змогу розробити концептуальні положення організаційно-фінансової реструктуризації збиткових підприємств та дозволив визначити ключові елементи механізму оптимізації фінансової архітектури збиткових суб'єктів господарювання.

## РОЗДІЛ 2

### ВПЛИВ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ЗБИТКОВИХ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ НА РИЗИК БАНКРУТСТВА

#### 2.1. Фінансові результати діяльності вітчизняних підприємств та чинники їх збитковості

У процесі здійснення господарської діяльності підприємства використовують значну кількість ресурсів (трудових, матеріальних, фінансових) з метою отримання максимальних фінансових результатів. Фінансовий результат слугує основним показником оцінки ефективності діяльності господарюючого суб'єкта, оскільки дозволяє порівняти отримані доходи від виробничої діяльності з витратами, що були пов'язані з такою діяльністю. Окрім цього кожен суб'єкт господарювання зацікавлений не тільки в максимізації фінансових результатів діяльності, а й в раціональному формуванні, розподілі та використанні отриманих фінансових результатів з метою забезпечення безперервності процесу виробництва та створення фінансових резервів для сталого економічного зростання.

Важливість такої категорії як фінансовий результат обумовлює необхідність уточнення її сутнісних характеристик. Аналіз нормативно-правової, наукової та навчальної літератури дозволяє визначити наступні основні підходи до поняття фінансових результатів діяльності підприємства [88; 117, с.136]:

1) економічний аспект – підсумкова категорія результативності господарської діяльності, котра відображає величину створеної (втраченої) доданої вартості або економічних вигод отриманих (втрачених) підприємством, визначених як різниця між сумами доходів та відповідних їм витрат, що виражена у абсолютних показниках прибутку (збитку), зміни власного капіталу, його окремих складових частин, що характеризують потенціал прибутковості, економічного зростання та розвитку підприємства;

2) обліковий аспект – сума валового доходу від звичайної та надзвичайної діяльності підприємства, зменшеного на суму витрат, пов'язаних із виконанням господарської діяльності на

підприємстві, непрямих податків та податку на прибуток за окремий звітний проміжок часу;

3) управлінський аспект – фінансовий результат діяльності підприємства визначається за видами реалізованої продукції (центрами відповідальності, внутрішнім і зовнішнім сегментами діяльності);

4) податковий аспект – фінансовий результат діяльності підприємства визначається шляхом зменшення суми доходів на собівартість реалізованих товарів, виконаних робіт, наданих послуг та суму інших витрат звітного податкового періоду.

Отже, можна узагальнити, що поняття «фінансовий результат» трактується як прибуток (збиток), підсумки (результат), приріст (зменшення) власного капіталу, а також як різниця між доходами та витратами. Окрім цього, в міжнародній практиці бухгалтерського обліку фінансовий результат також розглядають як зміну величини чистих активів підприємства протягом звітного періоду [87, с. 19]. Тобто, обчислюється вартість сукупного майна підприємства за вирахуванням загальної суми його заборгованостей та додаткових внесків власників.

Кількісну оцінку фінансових результатів діяльності підприємства можна надати, використовуючи такі абсолютні показники, як дохід (виручка) від реалізації продукції, товарів, робіт, послуг, чистий дохід, валовий прибуток (збиток), прибуток (збиток) до сплати відсотків, процентів та податків (операційний прибуток (збиток), ЕВІТ), чистий прибуток (збиток), чисті активи, власний капітал.

Водночас, для більш інформативного аналізу щодо ефективності діяльності підприємства використовують відносні показники оцінки фінансових результатів підприємства, які дозволяють визначити співвідношення отриманих доходів із вкладеним капіталом. Позитивні фінансові результати оцінюють за допомогою обчислення різних показників рентабельності підприємства, а саме [7, с. 420]:

- рентабельність активів;
- рентабельність виробництва;
- рентабельність власних коштів;
- рентабельність вкладень (інвестицій);
- рентабельність основної діяльності;
- рентабельність продукції.

Однак, фінансовий результат підприємства може бути також і від'ємною величиною. Як вже було зазначено у попередньому підрозділі, при аналізі фінансових результатів збиткових підприємств доцільно використовувати систему показників збитковості, що була розроблена та запропонована до використання А.А.Турило [110]. За аналогією до показників рентабельності, оцінка фінансових результатів збиткових підприємств може бути здійснена за допомогою розрахунків показників збитковості. При цьому формули розрахунку відрізняються від розрахунку показників рентабельності лише за чисельником, де відображається не відповідний вид прибутку, а відповідний вид збитку. Також слід зазначити, що коли показник збитковості відображається у відсотках, то величина збитку береться по модулю [110, с. 174].

Отже, використовуючи зазначені показники оцінки фінансових результатів підприємства, проаналізуємо динаміку фінансових результатів вітчизняних підприємств у розрізі окремих видів економічної діяльності.

За даними Державного комітету статистики України станом на 31.12.2011 р. 63,5% підприємств одержали прибуток, а 36,5% - збиток. Найбільші фінансові результати зафіксовано на промислових підприємствах (37,1 млрд.грн), а найменші результати отримали підприємства, діяльність яких пов'язана із операціями з нерухомим майном, орендою, інжинірингом та наданням послуг підприємцям (-6,8 млрд.грн) [91]. Динаміка чистого прибутку (збитку) за період 2008-2011 рр. за окремими видами економічної діяльності підприємств реального сектору народного господарства наведена у табл.2.1.

Згідно наведених даних загалом можна дійти висновку, що у 2010-2011рр. темпи економічного зростання почали відновлюватися, що знайшло своє відображення у зниженні сум збитків та зростанні позитивних фінансових результатах більшості вітчизняних підприємств.

Однак, більш поглиблений аналіз динаміки питомої ваги збиткових підприємств, їх абсолютних фінансових результатів дозволяє зробити висновок про певні негативні явища в реальному секторі економіки. Зокрема, незважаючи на зниження частки збиткових підприємств у загальній кількості підприємств в Україні у 2011 р., сума збитків майже не знизилася та залишається

досить значною – 141, 1 млрд. грн, що становить 10,7% від ВВП. При цьому в промисловому секторі економіки України при зниженні частки збитково працюючих підприємств на 3,3 відсоткових пункти суми збитків у 2011 р. зросли на 31% та становили 50,2 млрд. грн (табл.2.2) [44, с.127].

Таблиця 2.1

**Чистий прибуток (збиток) підприємств за окремими видами економічної діяльності (млн. грн) \***

Вид економічної діяльності	Станом на 31.12.2008 р.	Станом на 31.12.2009 р.	Станом на 31.12.2010 р.	Станом на 31.12.2011 р.
Усього	- 41025,1	-37131,1	13906,1	67797,9
у тому числі:				
сільське господарство, мисливство, лісове господарство	5789,2	7584,8	17276	26023,1
промисловість	5542,5	-14192,5	11889,6	37077,5
будівництво	- 7975,4	-4439	-3584,8	- 2859,8
торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	- 34093,2	-13903,7	7482,7	4734
діяльність транспорту та зв'язку	234,5	4889,5	4115,1	6471,9
операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	-10928,3	-14219,6	-30676,2	- 6772,0

\* - фінансовий результат (сальдо)

Джерело: складено на основі [91]

Наведені дані свідчать, що масштаби збитковості в Україні залишаються досить значними. В середньому по економіці чисті збитки у 2011 р. становили майже 70% від чистих прибутків. Не менш важливим є той факт, що питома вага збиткових підприємств в промисловості перевищує середнє значення питомої ваги збиткових підприємств в цілому по економіці.

Отже, зважаючи на досить нестабільну ситуацію, що склалася в промисловому секторі економіки України, а також те, що саме промислові підприємства утворюють лівову частку ВВП і національного доходу та є основним джерелом податкових надходжень до державного бюджету, проаналізуємо тенденції розвитку промисловості, надамо оцінку динаміки фінансових



результатів промислових підприємств та визначимо чинники впливу на їх формування.

**Таблиця 2.2**

**Динаміка збитковості вітчизняних підприємств  
за період 2008 - 2011 рр.**

Показник	Станом на 31.12.2008 р.	Станом на 31.12. 2009 р.	Станом на 31.12.2010 р.	Станом на 31.12. 2011 р.
<b>Усього в економіці</b>				
Сума збитків, млн. грн	185485,2	145984,5	141291,5	141098,4
Чистий збиток у % до чистого прибутку, %	128,4	134,1	91	67,5
Питома вага збиткових підприємств *, %	38,7	41,1	42,7	36,5
у тому числі:				
<b>промисловість</b>				
Сума збитків, млн. грн	49637,9	47494,6	38450	50240,2
Чистий збиток у % до чистого прибутку	89,9	142,6	76,4	60,9
Питома вага збиткових підприємств *, %	40,4	41,5	42,5	39,2
<b>сільське господарство, мисливство, лісове господарство</b>				
Сума збитків, млн. грн	6033,4	6427,4	4886,7	5075,6
Чистий збиток у % до чистого прибутку	51	45,9	22,1	16,3
Питома вага збиткових підприємств *, %	28,6	30,5	30,5	16,8
<b>будівництво</b>				
Сума збитків, млн. грн	13149,9	8921,4	7254,2	6438,8
Чистий збиток у % до чистого прибутку	254,1	199	197,7	162,1
Питома вага збиткових підприємств *, %	38,9	44,2	45,3	40,3
<b>діяльність транспорту та зв'язку</b>				
Сума збитків, млн. грн	12276,6	7874,4	7439,9	9057,4
Чистий збиток у % до чистого прибутку	98,1	61,7	64,4	58,3
Питома вага збиткових підприємств *, %	41,9	44,3	45,9	38,6

\* - у % до загальної кількості підприємств

Джерело: складено на основі [91].

За підсумками 2011 р. сальдо фінансових результатів до оподаткування у промисловості зберегло позитивну динаміку та склало 58,9 млрд. грн., що у 1,86 разів більше ніж результат 2010 р.

Позитивні фінансові результати у добувній промисловості (39,9 млрд. грн. у 2011р., що у 2 рази більше ніж у 2010р.) переважно були отримані за рахунок збільшення обсягів реалізації за видом економічної діяльності «добування корисних копалин, крім паливно-енергетичних» (в 2 рази, у т.ч. за рахунок зростання цін виробників на 60%); у виробництві та розподіленні електроенергії, газу та води (12,9 млрд. грн у 2011 р. проти 1,9 млрд. грн у 2010р.) – під впливом збільшення обсягів реалізації у виробництві та розподіленні електроенергії, газу та води внаслідок чергового підвищення граничного рівня ціни на природний газ для промислових підприємств та інших суб'єктів господарювання [63].

Фінансові результати у переробній промисловості у 2011 р. склали 11,8 млрд.грн проти 5,4 млрд.грн у 2010 р. Найбільші позитивні фінансові результати були сформовані у: машинобудуванні (10,1 млрд.грн, що у 1,4 рази більше, ніж у 2010 р.) внаслідок збільшення обсягів реалізації (1,2 рази, у т.ч. за рахунок зростання цін виробників на 11,8%) в умовах підвищення інвестиційної активності у країнах СНД та зростання інвестиційного попиту з боку вітчизняного корпоративного сектору [63].

Також залишилися відносно високими фінансові результати до оподаткування підприємств харчової галузі та виробництва тютюнових виробів (5,7 млрд. грн проти 4,9 млрд. грн) не зважаючи на скорочення виробництва у групі лікєро-горілчаних напоїв та тютюнових виробів.

Найбільш негативні фінансові результати до оподаткування сформувалися у металургії («-» 3,6 млрд. грн проти «-» 4,6 млрд. грн. у 2010р.), що було обумовлено прискореним зростанням цін на сировину та згортанням ділової активності основних споживачів вітчизняної металургійної продукції – будівельної та машинобудівної галузей Європи. Водночас, стимулюючим чинником зростання обсягів реалізації продукції (241 млрд.грн проти 199 млрд.грн у 2010 р.) галузі стало зростання інвестиційного попиту внутрішнього ринку.

Згідно даних Національного інституту стратегічних досліджень, основними чинниками посткризового економічного зростання в Україні, що сприяли покращенню фінансових результатів промислових підприємств у 2011 р., були наступні [77, с. 5]:

— сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура, що стимулювала зростання виробництва та експорту української промислової продукції;

— активізація інвестиційних процесів в економіці;

— зростання споживчого попиту населення, зумовлене підвищенням доходів населення;

— відновлення темпів будівельних робіт.

З іншого боку, як зазначає Я.А Жаліло та співавтори, закріплення залежності економіки України від зовнішньої кон'юнктури одночасно з низькою адаптацією до нових викликів і суспільних потреб спричиняє поглиблення зовнішньоторговельних дисбалансів, посилює чутливість до цінових коливань і кризових явищ на світових ринках, поглиблює структурні деформації економіки, закріплюючи за вітчизняними виробниками роль постачальників сировини та напівфабрикатів, що створює загрози макроекономічній стабільності країни в цілому та промислового сектору зокрема.

Окрім цього повільне вдосконалення відтворювальних пропорцій у промисловості негативно позначається на можливостях забезпечення зростання промислового виробництва та його ефективності, не сприяє удосконаленню пропорцій створення валової доданої вартості (ВДВ) по галузях промисловості. Так, зміни ВДВ по секторах промисловості, які відбулись протягом 2003 – 2011 рр., свідчать про випереджаюче зростання частки добувної промисловості у створенні ВДВ, що з 14,9 % у 2003 р. зросла за підсумками 2010 р. до 23,9 %, а у I півріччі 2011 р. становила 26,3 %, тоді як частка переробної промисловості скоротилась з 68,2 % у 2003р. до 62,7 % у 2010р. та у I півріччі 2011р. становила 59,3 % [77, с. 6].

Свідченням зазначеного є уповільнення темпів зростання обсягів реалізованої продукції (з 132, 1% у 2010 р. до 124,8% у 2011р.), виручки від реалізації товарів, робіт та послуг, чистого доходу, позитивних фінансових результатів до оподаткування та чистих прибутків у 2011 р. при одночасному підвищенні темпів

зростання від'ємних фінансових результатів до оподаткування та чистих збитків промислових підприємств (табл.2.3).

Отже, загалом, чинники збитковості утворюють складний комплекс причинно-наслідкових зв'язків та формують умови підвищення ризиків ведення господарської діяльності. При цьому як зазначає М.Білик, у ринковій економіці зовнішні фактори обумовлюють 1/3, а внутрішні – 2/3 збитковості та банкрутств [6, с. 19]. Зокрема, до 90% поразок невеликих та середніх американських фірм пов'язано з недосвідченістю менеджерів, некомпетенцією керівництва, його пасивністю у реалізації стратегічно важливих рішень тощо.

Погоджуючись із зазначеним, зауважимо, що негативний вплив зовнішніх чинників на результати фінансово-господарської діяльності вітчизняних підприємств можна було б нівелювати або хоча б зменшити за умови вирішення внутрішньогосподарських проблем корпоративного сектору, що накопичувалися роками і належним чином досі не вирішені.

**Таблиця 2.3**

**Динаміка абсолютних показників фінансових результатів промислових підприємств за період 31.12.2008–31.12.2011 рр.**

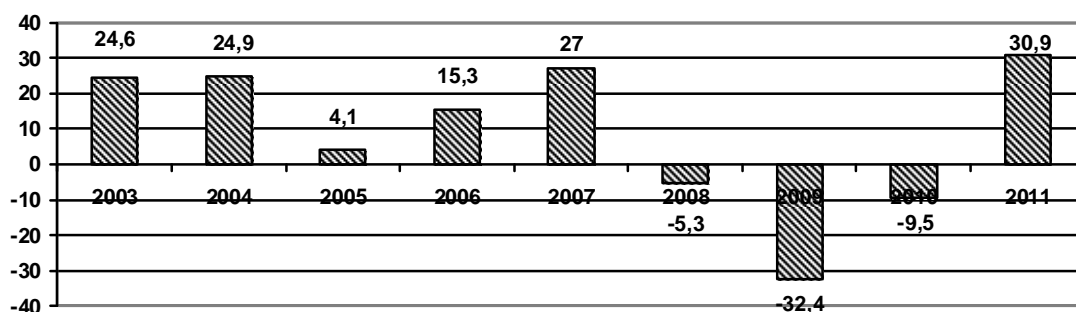
Показник	2008		2009		2010		2011	
	млн.грн	млн.грн	Тз,%	млн.грн	Тз,%	млн.грн	Тз,%	
Виручка від реалізації товарів, робіт та послуг	1166820	1027592	88,07	1360540	132,40	1686899,5	123,99	
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	982449,2	852875,6	86,81	1127528	132,20	1408349,8	124,91	
Позитивний ФР від звичайної діяльності до оподаткування	70812,5	43697,3	61,71	67601,4	154,70	107006,8	158,29	
Від'ємний ФР від звичайної діяльності до оподаткування	50569,3	48485,4	95,88	40755,5	84,06	48114,4	118,06	
Чисті прибутки	55180,4	33302,1	60,35	50339,6	151,16	82470,1	163,83	
Чисті збитки	49637,9	47494,6	95,68	38450	80,96	50240,2	130,66	

\* – ФР – фінансовий результат

Джерело: розраховано на основі [91].

По-перше, як звертає увагу С. В. Захарін, несприятливі стартові умови процесів корпоратизації та приватизації національної економіки, такі як висока ресурсомісткість виробництва, застарілі фонди, нераціональна структура та методи ціноутворення, відсутність модернізації та технологічної перебудови, призвели до погіршення показників продуктивності праці, фондівіддачі, енергоємності, скорочення витрат на науково-технічні розробки, зниження якості робочої сили у виробничій сфері тощо [25, с.177].

Аналіз інвестиційної активності промислових підприємств свідчить про те, що останніми роками не дотримувалася норма інвестування, встановлена на рівні 12-13% Державною програмою розвитку промисловості на 2003-2011рр. Високі темпи приросту інвестицій в основний капітал на рівні 24,6-27%, що були зафіксовані у 2003-2007 рр., не вдалося зберегти в кризові часи внаслідок зниження активності національних та іноземних інвесторів. Проте, вже у 2011 р. темпи приросту інвестицій становили 30,9% (рис. 2.1) [92].



**Рис. 2.1. Динаміка темпів приросту інвестицій в основний капітал промислових підприємств за 2003-2011 рр., %**

Однак, враховуючи ступінь зносу основних фондів промислових підприємств, що становив у 2010 р. 63% [92, с. 27], низька база приросту інвестицій попередніх років не дозволила накопичити значні фінансові ресурси для здійснення суттєвої модернізації та інноваційного розвитку промислового виробництва. У зв'язку з чим на більшості промислових підприємств значну питому вагу в умовно-постійних операційних витратах займають витрати на обслуговування і утримання

устаткування, які в 1,5-2 рази перевищують нормативи, що призводить до зростання собівартості продукції [114, с. 131].

Як свідчать дослідження С.В. Захаріна, механізми, які сьогодні використовує держава для вирішення проблем інвестиційного забезпечення інноваційно-технологічної діяльності підприємств, не є достатньо ефективними, а нерідко – неузгодженими та фрагментарними, що обумовлено низкою причин і чинників [26, с. 284]:

- відсутність системного підходу під час формування державної інвестиційної політики;
- недосконалість нормативно-правового регулювання інвестиційного забезпечення економічного розвитку;
- відсутність практики регулювання інвестицій та управління параметрами економічного розвитку в період кризових явищ;
- неефективність діючої системи управління інвестиціями на різних рівнях;
- низька фінансова спроможність виробників, передусім у високотехнологічному секторі реального виробництва тощо.

Поділяючи думку дослідників, зазначимо, що недостатні темпи приросту інвестицій в основний капітал у промисловості обумовлені не тільки неузгодженістю промислової, інвестиційної, податкової та бюджетної політики, а й недосконалістю механізмів захисту прав власності та прав суб'єктів інвестиційної діяльності. Зокрема, законодавством не врегульовані питання щодо механізмів захисту прав іноземних інвесторів. У Законі України „Про інвестиційну діяльність” від 18.09.1991 р. № 1560-XII не визначені строки, джерела виплати компенсацій та відшкодувань збитків іноземним інвесторам, органи державної влади, які несуть відповідальність за компенсацію збитків, а також процедури припинення інвестиційної діяльності [77, с. 11].

Окрім цього, слід звернути увагу на те, що більшість вітчизняних суб'єктів господарювання функціонує у закритих організаційно-правових формах. Станом на 01.01.2011р. товариства з обмеженою відповідальністю та приватні товариства разом становили 36,7% від загальної кількості підприємств в Україні [100, с.84]. При цьому питома вага публічних акціонерних товариств у загальній кількості підприємств становила лише 5,6%. Це в свою чергу обмежує можливості нарощування капіталу за рахунок інструментів фондового ринку, підвищує інвестиційні,

фінансові ризики та знижує рівень довіри і стимули до активної співпраці зовнішніх інвесторів з вітчизняними підприємствами.

По-друге, формальна „розпорошеність” власності серед великої кількості дрібних власників унаслідок безгрошової приватизації та реальна концентрація власності серед офшорних компаній, що належать фізичним особам-резидентам призводить до перекачування фінансових та інших ресурсів шляхом застосування трансфертних цін і переносом збитків на базове підприємство. Так, на основі обстеження 75 найбільших вітчизняних корпорацій протягом 2010 р. нами раніше було встановлено, що майже половина підприємств має серед власників акціонера, якому належить більше 75% статутного капіталу. При цьому найбільшими акціонерами 25% підприємств є компанії, що зареєстровані в так званих зонах „закритого капіталу”, як Кіпр, Віргінські острови, Нідерланди тощо [113, с.168].

Про закритість структур власності українських промислових підприємств також свідчать дослідження Л.А.Венгер. Зокрема, на основі аналізу 85 промислових публічних товариств за період 2002-2006 рр. було встановлено, що частка домінуючого власника в середньому знаходилася на рівні 60% [73, с. 706]. При цьому власники майже половини підприємств з домінуванням іноземного капіталу розташовані в країнах із сприятливим податковим кліматом або в офшорних зонах.

Слід погодитися, що однією з фундаментальних проблем вітчизняного корпоративного сектору є непрозорість структури власності вітчизняних підприємств, яка виявляється у відображенні в офіційній звітності номінальних утримувачів прав власності, а також в тому, що формально невідомі дані про власників офшорних компаній. Така ситуація призводить до неможливості здійснювати контроль з боку держаних органів за дотриманням прав власності дрібних акціонерів, відсутності стимулів до вільного перерозподілу прав участі в товариствах і переходу цих прав до осіб, що зацікавлені у довгостроковому забезпеченні інвестиційної привабливості підприємства та сприяє зловживанням в сфері податкового обліку витрат та доходів.

По-третє, вагомим чинником на шляху подолання проблеми збитковості підприємств є низький рівень ефективності фінансового менеджменту на вітчизняних підприємствах, що виявляється у відсутності системи контролю за рухом основних засобів та витрат, нездатності залучати фінансові ресурси,

особливо необхідних для забезпечення платоспроможності та ліквідності підприємства, незабезпеченості достовірною інформацією щодо фінансового стану підприємства його акціонерів, особливо дрібних, потенційних інвесторів і кредиторів, відсутності практики обов'язкової наявності щорічного висновку незалежного аудитора тощо.

Також слід звернути увагу на те, що вітчизняним підприємствам притаманні взаємні порушення розрахунково-платіжної дисципліни, що призводить до накопиченню значних сум дебіторсько-кредиторських заборгованостей. Це створює суттєву загрозу фінансовій стійкості підприємств та негативно впливає на фінансові результати діяльності підприємств. Іншою причиною накопичення значних обсягів кредиторської заборгованості є використання поточних зобов'язань у якості тимчасових фінансових ресурсів в умовах подорожчання кредитних ресурсів фінансових установ. Динаміка показників дебіторсько-кредиторської заборгованостей за 2008-2011рр. представлені в табл.2.4.

Таблиця 2.4

**Динаміка показників дебіторсько-кредиторської заборгованостей промислових підприємств**

Показник	Станом на 31.12.2008 р.	Станом на 31.12. 2009 р.	Станом на 31.12.2010 р.	Станом на 30.09. 2011 р.
Кредиторська заборгованість (КЗ), млн.грн	318140,6	402855,4	481141,9	498645,1
у % до загальної суми поточних зобов'язань	79,18	83,16	82,25	86,87
у % до валюти балансу	32,49	36,71	39,26	40,08
Дебіторська заборгованість (ДЗ), млн.грн	300071	358970,2	409456,4	412175,5
у % до загальної суми оборотних активів	62,36	66,32	64,82	63,27
у % до валюти балансу	30,64	32,71	33,41	33,13
Перевищення КЗ над ДЗ, млн.грн	18069,6	43885,2	71685,5	86469,6
Відношення КЗ до ДЗ	1,06	1,12	1,18	1,21

Джерело: розраховано на основі [91].



За даними табл.2.4 станом на 30.09.2011 р., тобто за 9 місяців, кредиторська та дебіторська заборгованості промислових підприємств вже перевищили рівні заборгованостей за 2010 р. Очевидною є динаміка щодо зростання питомої ваги кредиторської заборгованості у загальній сумі поточних зобов'язань та капіталі підприємств.

Такий суперечливий стан розрахунків зумовлює необхідність дослідження структури капіталу промислових підприємств, оскільки в умовах гострого дефіциту фінансових ресурсів та перевищення темпів зростання зобов'язань над темпами зростання власного капіталу та активів підвищується загроза неплатоспроможності господарюючих суб'єктів в наслідок зростання рівня боргового навантаження (табл.2.5).

**Таблиця 2.5**

**Структура капіталу промислових підприємств за 2008-2011рр., млн.грн**

Показник	Станом на 31.12.2008 р.	Станом на 31.12. 2009 р.		Станом на 31.12.2010 р.		Станом на 31.12. 2011 р.	
	млн.грн	млн.грн	Тз,%	млн.грн	Тз,%	млн.грн	Тз,%
Власний капітал	394929,4	410801,9	104,02	424545,4	103,35	464370,90	109,38
Поточні зобов'язання	401805,2	484456,5	120,57	584974,7	120,75	655357,00	135,28
Довгострокові зобов'язання	159611,5	175593,7	110,01	184079,9	104,83	223358,90	121,34
Активи	979319,5	1097498	112,07	1225393	111,65	1385959,50	113,10
Коефіцієнт боргового навантаження*	0,57	0,60		0,63		0,63	

\* – відношення загальної суми зобов'язань до загальної суми активів;

Тз – темп зростання показника, %.

Джерело: розраховано на основі [91].

Аналіз даних таблиці 2.5 свідчить, що рівень боргового навантаження має тенденцію до зростання, що зумовлює необхідність визначення можливих наслідків такої тенденції для окремих підприємств.

Найбільш негативним наслідком зростання рівня боргового навантаження є зниження ринкової вартості підприємства в результаті:

— підвищення витрат фінансової неспроможності, розмір яких залежать від ймовірності банкрутства та масштабів витрат, якщо підприємство буде визнане банкрутом;

— підвищення ризиків судових позовів та кількості вимог кредиторів;

— недоотримання дивідендних доходів акціонерами в наслідок підвищення обсягу відсоткових виплат;

— концентрація зусиль менеджменту компанії на переконанні кредиторів у фінансовому благополуччі компанії замість плідної роботи над підвищенням фінансових результатів діяльності;

— в очікуванні банкрутства посилюється плінність кадрів (провідних робітників та професійних менеджерів);

— зниження обсягів грошових потоків внаслідок організаційних та операційних проблем.

Водночас, в умовах сприятливої економічної кон'юнктури підприємствам доцільно нарощувати обсяги позикового капіталу, використовуючи вигоди від зменшення суми прибутку до оподаткування, при впевненості в отриманні стабільного грошового потоку, мінімальному діловому ризику та за наявності значної частки матеріальних активів високої вартості, які можуть бути використані у якості застави.

Проте, в українських реаліях зростання рівня боргового навантаження поки що гальмує підвищення ринкової вартості вітчизняних підприємств. Зокрема, за даними Національної комісії по цінним паперам та фондовому ринку України капіталізація лістингових компаній, більшість яких становлять саме промислові підприємства, станом на 31.12.2011 р. зросла лише на 5% та становила 179,86 млрд.грн. [83, с. 14].

Характеризуючи особливості формування ринкової вартості національних компаній, слід виокремити четвертий чинник, який на нашу думку, безпосередньо впливає на ефективність діяльності підприємств, а саме корпоративне управління.

Аналіз показників оцінки стану корпоративного управління у акціонерних товариствах відкритого типу та підприємствах-емітентах облігацій дозволяє зробити висновки, що протягом 2006-2010 рр. демонструють зростання такі показники, як [83, с. 49]:

— кількість товариств, що розкрили інформацію;

— кількість товариств, в яких створено ревізійну комісію, та частка товариств, перевірених комісією;

— кількість товариств, що мають власні кодекси (принципи, правила) корпоративного управління тощо.

Однак, слід зазначити зниження у 2009-2010 рр. кількості представників акціонерів, що володіють часткою менше 10% статутного капіталу, у складі наглядової ради. Окрім того, у переважної більшості акціонерних товариств (88,58 % від загальної кількості акціонерних товариств у 2010 р., які надали інформацію, яким саме чином визначається розмір винагороди членів наглядової ради) члени наглядових рад не отримують винагороди, а у 10,7 % акціонерних товариств винагорода є фіксованою сумою.

Загалом, можна відзначити, що серед найбільш непрозорих питань залишається інформація щодо винагороди посадових осіб акціонерних товариств та інформація про акціонерів, які володіють 10 та більше відсотками статутного капіталу.

На нашу думку, зазначені недоліки в системі корпоративного управління призводять до низького рівня відповідальності керівників та топ-менеджерів підприємств за фінансові результати роботи підприємства, незацікавленості керівництва в оптимізації структурних характеристик підприємства, що становлять каркас його фінансової архітектури, орієнтації роботи компанії на короткострокові результати [42, с. 161].

Також в контексті визначення чинників впливу на формування фінансових результатів підприємств, слід звернути увагу на те, що деякі норми податкових законів сприяють виникненню збитків. Так, слід відмітити про надання підприємствам прав переносити збитки на наступні податкові періоди, що стало однією зі специфічних причин зниження їх рентабельності та зростання питомої ваги збиткових підприємств. Так, наприклад, в наслідок постанови Державної податкової служби включати в звітність у 2010 р. лише 20% збитків минулих років, основний тягар збитків був перенесений підприємствами на фінансові результати 2011 р. Тому поточні витрати, понесені суб'єктами господарювання саме в 2011 р. досягли 24,9 млрд.грн.[65].

Негативно впливають на фінансовий стан підприємств і діючий порядок сплати податків за фактом відвантаження продукції, а не надходження коштів на банківський рахунок;

частота сплати податку на прибуток; відшкодування ПДВ підприємствам-експортерам без належного аналізу його виникнення тощо [114, с.138].

Окрім цього, як зазначає С.В.Захарін, спостерігається масове неправомірне завищення валових витрат за рахунок віднесення до них дебіторської заборгованості, за якою закінчився строк позовної давності, але факт виникнення якої та вірогідність відображення у бухгалтерському обліку не підтверджується відповідними розрахунковими платіжними та іншими первинними документами, витрат, пов'язаних із придбанням товарів на території офшорних зон, оплата яких не здійснена [25, с. 179].

Отже, узагальнюючи вищевикладене, доходимо висновків, що на формування від'ємних фінансових результатів вітчизняних підприємств взагалі та промислових зокрема впливають як зовнішні чинники, так і внутрішні, які загалом визначаються компонентами фінансової архітектури підприємства.

На наш погляд, взаємодія даних чинників й обумовлює проблему тривалої збитковості вітчизняного бізнесу (рис.2.2).



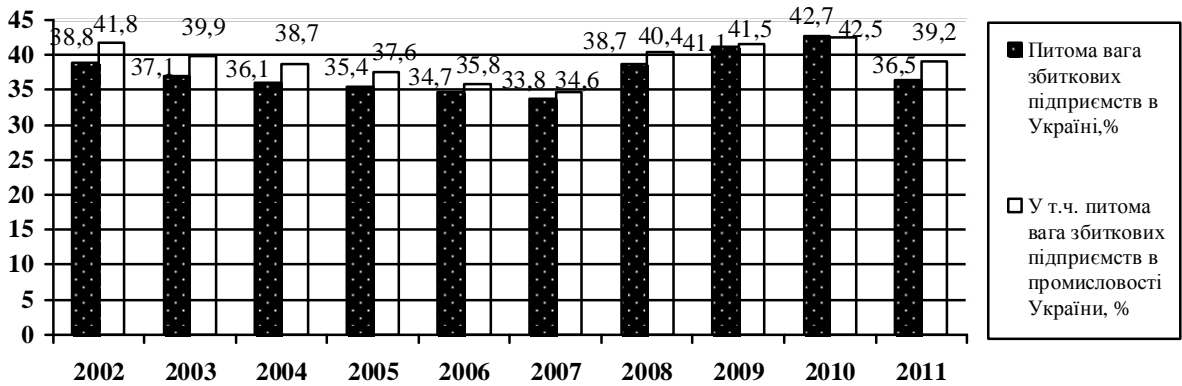
**Рис. 2.2. Чинники формування від'ємних фінансових результатів діяльності підприємств**

Враховуючи неможливість нівелювання впливу зовнішніх чинників на результати фінансово-господарської діяльності підприємств, визначення внутрішніх важелів поліпшення фінансового стану господарюючих суб'єктів, тобто ключових детермінантів фінансової архітектури підприємства, набуває особливого значення. Для досягнення даної задачі проаналізуємо дані по окремій вибірці тривало збиткових промислових підприємств в контексті діагностики залежності ризику неплатоспроможності та банкрутства господарюючих суб'єктів від компонентів фінансової архітектури підприємства.

## **2.2. Збитковість та банкрутство підприємств в Україні: проблема співвідношення та діагностики**

Характерними ознаками підприємницького сектору економіки України є значна кількість та тривале існування збиткових підприємств, що зумовлено як зовнішніми (загальносвітовими, макроекономічними), так і внутрішніми чинниками, що пов'язані із специфічними особливостями організації господарської діяльності вітчизняних підприємств в окремих галузях та секторах. Так, мінімальна частка збиткових підприємств за чистим прибутком у загальній кількості підприємств за період 2006-2011 рр. становила 33,8% станом на 31.12.2007 р. при середньому значенні за зазначений період – 38% [91].

Внаслідок відсутності раціонального використання надприбутків у періоди сприятливої економічної кон'юнктури 2004 – 2006 рр. майже 40% промислових підприємств під час світової фінансово-економічної кризи та в посткризовий період зазнали значних фінансових втрат та опинилися на межі банкрутства, про що свідчать статистичні дані (рис.2.3) [93; 96]. При цьому якщо у 2004 р. та 2011 р. частки збиткових підприємств у промисловості майже однакові (38,7% та 39,2% відповідно), то суми чистих збитків дуже різняться – 13 млрд. грн. у 2004 р. проти 50 млрд. грн. у 2011 р.



**Рис. 2.3. Динаміка частки збиткових підприємств у 2002-2011рр., %.**

Згідно аналітичної інформації Міністерства юстиції України, протягом 2010 р. було порушено 14509 справ про банкрутство підприємств різної форми власності проти 15642 справ у 2009 р., тобто відбулось зменшення на 1133 справи [34; 62, с.327]. Станом на кінець 2011 р. загальна кількість підприємств, які перебували у процедурах банкрутства, становить 17178, що на 2536 більше, ніж у 2010 році, та на 1536 – ніж у 2009 р. Із 502 припинених у 2011 р. справ про банкрутство підприємств лише 9 суб'єктів господарювання використали механізм санації з метою відновлення платоспроможності боржника, 452 підприємства було ліквідовано [17, с.150].

Кількість банкрутств підприємств в 2002-2011 рр. майже постійно щорічно зростала (за виключенням 2008 р. та 2010 р.), причому перше найбільш активне зростання їх кількості відбулося в 2006 р. (на 2892 підприємства). Друге активне зростання кількості підприємств, проти яких були порушені справи про банкрутство відбулося у 2009 р., що було зумовлено посиленням дестабілізаційного впливу зовнішніх чинників: світова фінансово-економічна криза, скорочення обсягів експорту, скорочення інвестиційних надходжень, коливання валютного курсу тощо.

Динаміка показників щодо банкрутства та збитковості підприємств за 2002-2011 рр. представлена в табл.2.6.

Результати регресійного моделювання залежності між кількістю справ про банкрутство підприємств та кількістю збиткових підприємств наочно доводить вищезазначену загрозу збитковості для існування господарюючого суб'єкта. Загальний

вигляд моделі, побудованої на основі даних time-series 2002-2011 рр., формалізовано у наступному вигляді:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + u_t \quad t = \overline{(1, T)} \quad (2.1)$$

де  $y_t$  - кількість порушених справ про банкрутство підприємств, одиниць,  $x_1$  - кількість збиткових підприємств за чистим збитком загалом в економіці, одиниць,  $x_2$  - кількість збиткових підприємств за чистим збитком в промисловості, одиниць,  $\beta_0, \beta_1, \beta_2$  - невідомі параметри моделі,  $u_t$  - випадкова змінна (помилка, залишок) в момент  $t$ , що недоступна спостереженню.

**Таблиця 2.6**

**Показники банкрутства та збитковості вітчизняних підприємств за період 31.12.2002-31.12.2011рр.\***

Рік	Кількість підприємств проти яких порушено справи про банкрутство		Кількість збиткових підприємств усього в економіці		Кількість збиткових підприємств у промисловості	
	Одиниць	Тз, %	Одиниць	Тз, %	Одиниць	Тз, %
2002	6460	–	363004	–	391072	–
2003	7496	116,0	363971	100,3	391441	100,1
2004	7515	100,3	369446	101,5	396054	101,2
2005	7791	103,7	379030	102,6	402585	101,6
2006	10683	137,1	393220	103,7	405686	100,8
2007	13792	129,1	401213	102,0	410709	101,2
2008	11338	82,2	475580	118,5	496471	120,9
2009	15642	138,0	517249	108,8	522283	105,2
2010	14509	92,8	552812	106,9	550222	105,3
2011	17178	118,4	483190	87,4	525551	95,5

\* – дані про кількість підприємств станом на кінець року відповідають даним про кількість підприємств на початок наступного року

Джерело: розраховано на основі [34; 91].

В результаті емпіричної верифікації запропонованої моделі (2.1) отримано наступні рівняння:

$$y_t = -8116.84 + 0.045 x_1 \quad (2.2)$$

$$y_t = -10748.9 + 0.049 x_2 \quad (2.3)$$

Оцінки наведеної моделі на основі застосування однокрокового методу найменших квадратів (1МНК) представлені в додатках (додаток Б, В). Зауважимо, що неможливість побудови 2-факторної регресії обумовлена явищем мультиколінеарності між досліджуваними незалежними змінними.

Таким чином, на основі побудови однофакторних регресій та оцінці еластичності регресантів<sup>1</sup> доведено прямий статистично значущий зв'язок між банкрутством та збитковістю вітчизняних підприємств, а саме: зростання кількості збиткових підприємств на 1% в середньому по економіці та в промисловості зокрема призводить до зростання кількості порушених справ про банкрутство на 1,72% та 1,95% відповідно.

Отже, зазначене слугує підтвердженням висновку щодо необхідності дослідження співвідношення таких явищ як збитковість та банкрутство на основі визначення сутнісних ознак даних понять. Окремо надамо порівняльну характеристику відомих методик прогнозування ризику банкрутства з метою обрання найбільш придатної до українських умов моделі діагностування реального фінансового стану суб'єктів господарювання, що дозволить зробити висновки відносно критичності стану збитковості вітчизняних підприємств та ймовірності їх банкрутства.

Згідно законодавчому визначенню, збитковість підприємства – це фінансовий стан за результатами господарської діяльності підприємства, який характеризується тим, що протягом певного часу грошові надходження не компенсують видатків, не створюється прибуток, зростає борг [23].

У відповідності до стандартів бухгалтерського обліку, збитковість підприємства – це будь-який за розміром від'ємний фінансовий результат господарської діяльності підприємства.

Водночас, на практиці досить часто ототожнюють поняття збитковості із неплатоспроможністю або неспроможністю підприємства, що ускладнює розуміння сутнісних аспектів збитковості суб'єкта господарювання.

---

<sup>1</sup>  $\hat{\epsilon}_k = \hat{\beta}_k \frac{x_k^*}{y^*}$  - коефіцієнт еластичності, де  $\hat{\beta}_k$  – коефіцієнт при регресорі,  $x_k^*$ ,  $y^*$  –

середнє арифметичне значення k-го регресора і регресанта.



Як зазначає Л.Волков, збитковість підприємства, що виникла внаслідок продажу продукції за ціною, нижчою від собівартості, не обов'язково спричиняє його неспроможність, оскільки підприємство може стабільно функціонувати за рахунок, наприклад, отриманого кредиту на розширення виробництва [13, с. 8]. При цьому дослідник звертає увагу на те, що хоча збитковість є необхідною умовою виникнення неплатоспроможності підприємства, проте головною причиною появи, як збитковості, так і неплатоспроможності є внутрішня неефективність бізнесу.

Тобто, неспроможність підприємства – є узагальнюючою якісною характеристикою неефективності бізнесу, зовнішньою формою якої виступає неплатоспроможність у вигляді нездатності боржника виконувати свої зобов'язання та задовольняти вимоги кредиторів на певну дату у повному обсязі. А банкрутство підприємства є результатом його тривалої фінансової неспроможності та виявляється в припиненні існування бізнесу в межах заданої організаційно-правової форми та виробничо-технологічної системи внаслідок неможливості задоволення зазначеним вимогам.

В свою чергу, В.Конков характеризує неспроможність як незворотну неплатоспроможність, яка виявляється в нездатності господарюючого суб'єкта самостійно відновити власну платоспроможність. А банкрутство розглядається як результат юридичної кваліфікації акту неспроможності, що відбувається у відповідності до законодавчих вимог [50, с.13].

За нормами вітчизняного законодавства, між поняттями неплатоспроможність та неспроможність немає суттєвої різниці. Так, за визначенням ЗУ «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом», неплатоспроможність – це неспроможність суб'єкта підприємницької діяльності виконати після настання встановленого строку їх сплати грошові зобов'язання перед кредиторами та державою, не інакше як через відновлення платоспроможності [23]. А банкрутством – є визнана господарським судом неспроможність боржника відновити свою платоспроможність та задовольнити визнані судом вимоги кредиторів не інакше як через застосування ліквідаційної процедури.

Таким чином, узагальнюючи економіко-правові аспекти тлумачення понять неспроможності, неплатоспроможності та банкрутства, визначимо неспроможність як нездатність підприємства забезпечити ефективне використання виробничих факторів за заданої конфігурації бізнесу, яка виявляється в його фінансовій архітектурі. При цьому можна виокремити фінансову та економічну неспроможність:

— фінансова неспроможність виникає внаслідок недостатності обсягів генерування грошових коштів та накопичених ліквідних активів для задоволення вимог кредиторів та держави, зовнішньою формою якої є неплатоспроможність;

— економічна неспроможність є наслідком зруйнування виробничого потенціалу підприємства та відсутності довгострокових чинників конкурентоспроможності.

При цьому збитковість діяльності підприємства є первинним індикатором майбутньої фінансово-економічної неспроможності підприємства, що сигналізує про настання критичної фази розгортання фінансової кризи підприємства. За відсутності впровадження заходів щодо подолання збитковості в процесі оптимізації фінансової архітектури підприємства, фінансово-економічна неспроможність підприємства може привести до банкрутства. Отже, необхідність моніторингу фінансового стану підприємств, особливо збиткових, вимагає застосування ефективної системи раннього попередження й оцінки ризику настання фінансово-економічної неспроможності на основі використання моделей прогнозування ймовірності банкрутства.

Проблемі діагностування потенційного банкрутства суб'єктів господарювання присвячено чимало теоретико-методологічних та емпіричних досліджень. Проте більшість загальновідомих світових та вітчизняних моделей містить окремі суперечливі моменти щодо об'єктивності отриманих оцінок, що обмежує можливості їх використання у практиці.

Усі моделі діагностики ризику банкрутства умовно можна поділити на дві групи: статистичні моделі та моделі на основі штучного інтелекту [19, с.78]. При цьому за даними узагальнених досліджень, для побудови 64% загальновідомих моделей прогнозування банкрутства використовуються саме статистичні методи, основними з яких є мультиплікативні дискримінантні моделі та логіт-моделі (logit-моделі) [121]. Непопулярність

використання моделей на основі штучного інтелекту (штучні нейронні системи, дерева рішень, експертні системи) пояснюється значною трудомісткістю їх розробки та необхідністю наявності досить великої кількості підприємств-об'єктів аналізу.

Серед найбільш відомих зарубіжних статистичних моделей передбачення фінансових загроз на основі дискримінантного аналізу можна виділити [71]:

- моделі Z-критерію Е. Альтмана (2-, 4-, 5-, 7-факторні моделі) (США);
- система коефіцієнтів платоспроможності У. Бівера (США);
- модель Р. Ліса (Великобританія);
- модель Р. Тафлера і Г. Тішоу (Великобританія);
- дискримінантна модель К. Беєрмана (Німеччина);
- система показників П. Вайбеля (Швейцарія);
- метод credit men Ж.Депальяна (Франція) та ін.

Методичною основою дискримінантного аналізу є комплекс методів та прийомів математичної статистики, за допомогою яких здійснюється класифікація аналізованих об'єктів (на фінансовоспроможних чи неспроможних) в залежності від інтегрованого значення обраної сукупності показників у відповідності до шкали інтерпретації. Розрізняють однофакторний та багатofакторний дискримінантний аналіз.

Система показників платоспроможності У. Бівера є однією з найбільш загальновідомих однофакторних дискримінантних моделей прогнозування банкрутства підприємств, що ґрунтується на дослідженні трендів таких показників, як коефіцієнт Бівера, рентабельність активів, коефіцієнт боргового навантаження, коефіцієнт покриття активів чистим оборотним капіталом, загальний коефіцієнт покриття. Новацією даної системи слід вважати введення до системи діагностичних показників коефіцієнту, що враховує динаміку грошового потоку, розрахованого за спрощеною системою (сума чистого прибутку та амортизації за період), та є найбільш статистично надійним з точки зору складності маніпулювання даними звіту про рух грошових коштів. Система показників У. Бівера та їх інтерпретація представлені в табл.2.7.

Таблиця 2.7.

## Система показників для діагностування банкрутства У. Бівера

Показник	Формула розрахунку	Інтерпретація значень показника		
		Надійні компанії	За 5 років до банкрутства	За 1 рік до банкрутства
Коефіцієнт Бівера	(Чистий прибуток+амортизація) / Позиковий капітал*	0,4-0,45	0,17	- 0,15
Рентабельність активів	Чистий прибуток / Валюту балансу *100%	≥ 6 - 8 %	≥ 2 - 4 %	≤ (-22) - 1 %
Коефіцієнт боргового навантаження	Позиковий капітал / Валюту балансу	≤ 35 - 37%	≥ 40 - 50%	≥ 80 %
Коефіцієнт покриття активів ЧОК**	(Власний капітал - необоротні активи) / Валюта балансу	0,4	≤ 0,3	≤ 0,06
Коефіцієнт покриття	Оборотні активи / Поточні зобов'язання	≥ 3,2	≤ 2 -2,5	≤ 1,0

\* - сума довгострокових та короткострокових зобов'язань компанії

\*\* - чистий оборотний капітал

Джерело: [18, с. 357].

Однак основним недоліком даної методики, як зазначають Г.Островська та О. Квасовський, є надто довготривалий період прогнозування у 1-5 років, тоді як відтермінування у погашенні фінансових зобов'язань, зазвичай, не надається на термін більше року [71, с.105]. Саме тому, дослідники акцентують увагу на необхідності розробки моделей, що дозволяють прогнозувати стан платоспроможності підприємств на значно коротший термін – від 4-6 місяців до року.

Окрім цього, суттєвим недоліком однофакторного дискримінантного аналізу є неоднозначність та різновекторність результатів оцінювання внаслідок того, що параметри одних індикаторів можуть свідчити про задовільний фінансовий стан підприємства, а інші – про незадовільний. Вказані недоліки певним чином вирішуються за допомогою застосування багатфакторного дискримінантного аналізу.

Так, Е. Альтман на основі статистичних даних підприємств країн з розвинутою економічною визначив вагові коефіцієнти для кожного з факторів, які, на його думку, дозволяють об'єктивно оцінювати ймовірність ризику банкрутства. Розвиваючи та доповнюючи вихідну двофакторну модель, дослідником були запропоновані різні варіанти багатфакторних дискримінантних

моделей. Систематизація основних факторів моделей Е.Альтмана та їх інтерпретація наведені у табл.Г.1 додатку Г.

Доповнимо, що 7-ми факторна модель прогнозування банкрутства, яка була розроблена Е.Альтманом та колегами у 1977 р., дозволяє спрогнозувати банкрутство у часовому горизонті до 5 років з ймовірністю 70% та містить такі фактори: рентабельність активів, темп зростання прибутку, коефіцієнт покриття відсотків, кумулятивну прибутковість, коефіцієнт покриття, коефіцієнт автономії, коефіцієнт оборотності сукупних активів. Проте внаслідок складності отримання інформації за даними аналітичного обліку, до яких немає доступу у зовнішніх користувачів, дана модель не набула поширеного використання.

Незважаючи на те, що Е.Альтман у своїх моделях поєднав важливі оціночні показники фінансового стану підприємства, можливості застосування моделей, побудованих із врахуванням особливостей господарювання в розвинених країнах, у вітчизняній практиці обмежені внаслідок наявності наступних чинників:

- різниця у підходах щодо формування виручки від реалізації продукції;

- в умовах високого інфляційного тиску формування власного капіталу вітчизняних підприємств відбувається в основному за рахунок переоцінки основних засобів, що призводить до зменшення питомої ваги статутного капіталу підприємств;

- за наявної неплатоспроможності величина оборотних активів формується за рахунок кредиторської заборгованості, а необоротних – за рахунок переоцінки основних засобів, що суперечить світовій практиці формування активів компанії;

- величина нерозподіленого прибутку вітчизняних підприємств зводиться до мінімуму в наслідок активної політики «оптимізації оподаткування»;

- складність ринкової оцінки підприємства та її невідповідність балансовій вартості вітчизняних підприємств.

Водночас, перевагами моделей Е.Альтмана можна вважати: можливість порівняння отриманих Z-значень з середньогалузевими показниками, або показниками конкурентів; високу ймовірність прогнозування банкрутства за 2 роки до фактичної об'яви про економічну неспроможність компанії;

формування системи індикаторів можливого банкрутства, що повинні моніторитись керівниками та власниками бізнесу.

Методологія побудови інших зарубіжних моделей прогнозування банкрутства підприємств майже аналогічна до моделей Е.Альтмана, тому їх стисла порівняльна характеристика наведена у табл.Г.2. додатку Г.

На відміну від кількісних підходів щодо прогнозування схильності до критичної неплатоспроможності як самостійний методологічний напрям можна виділити якісний підхід, заснований на вивченні сукупності характеристик, що фіксують ознаки, притамані бізнесу, який розвивається у напрямку погіршення фінансового стану. Для аналітичного оцінювання використовують якісні методики оцінювання ймовірності банкрутства, розроблені зарубіжними економістами, зокрема: методику В. Ковальова; метод Аргенті (А-рахунок); метод Скоуна.

До явних переваг таких методик можна віднести системний і комплексний підходи до проблеми оцінювання фінансових загроз. Проте, як зазначають дослідники, ефективність застосування якісних мультифакторних методик діагностики потенційного банкрутства значною мірою залежить від кваліфікації учасників розроблення моделі (вплив людського фактора), а також від знань і досвіду експертів (вплив інтуїтивних характеристик) [71, с.110].

Таким чином, узагальнимо, що більшість зарубіжних методик прогнозування банкрутства слід обережно застосовувати до аналізу фінансового стану вітчизняних підприємств, оскільки дані моделі побудовані на аналітичних даних минулих років, не враховують специфіку діяльності українських підприємств та особливості бухгалтерського обліку, мають інші граничні межі та вагові коефіцієнти для фінансових показників.

Оскільки втрата платоспроможності та банкрутство підприємств є досить важливою проблемою, що супроводжує становлення та розвиток корпоративного сектору будь-якої економіки, на національному рівні процедури поглибленого аналізу фінансово-господарського стану підприємств обов'язково регулюються загальнодержавними нормативно-правовими актами. Зокрема, в Україні прогнозування банкрутства підприємств ґрунтується на методичних рекомендаціях щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи

доведення до банкрутства, розроблені Міністерством економіки України [60].

Згідно методичним рекомендаціям оцінку підприємства з позиції неплатоспроможності та наявності ознак банкрутства доцільно здійснювати за такими напрямками:

1. Оцінка фінансового стану підприємства.

2. Аналіз наявності (відсутності) ознак фіктивного, прихованого банкрутства або доведення до банкрутства підприємства.

3. Аналіз факторів, що призвели до неплатоспроможності, та визначення доцільності санації підприємства (аналіз основних засобів та інших необоротних активів, оцінка структури оборотних активів, аналіз власних оборотних засобів, поглиблений аналіз стану кредиторсько-дебіторської заборгованості, аналіз прибутковості (збитковості) підприємства).

4. Аналіз використання виробничого апарату та трудових ресурсів

Слід звернути увагу на те, що даними положеннями для прогнозування ризику банкрутства рекомендується використання коефіцієнту Бівера, що розраховується відношенням чистого грошового потоку (до якого близькою є сума амортизації та чистого прибутку) до загальної суми довгострокових та короткострокових зобов'язань підприємства, та вважається найбільш статистично надійним показником оцінки стану платоспроможності господарюючого суб'єкта. Проте загалом зазначимо, що дані положення розраховані не стільки на прогнозування банкрутства, скільки на аналіз поточного стану підприємства з погляду його платоспроможності.

Серед вітчизняних комплексних моделей прогнозування банкрутства та діагностування фінансового стану підприємств слід звернути особливу увагу на дискримінантні моделі оцінки фінансового стану підприємства, розроблені О. Терещенком. Зокрема, для побудови моделей діагностики фінансової кризи на підприємстві автором було оброблено статистичну інформацію по 1445 вітчизняних підприємствах усіх видів економічної діяльності за період 2001-2003 рр.[106, с. 112]. На основі даних було розраховано 10 фінансових показників та в залежності від їх порівняльної оцінки сформовано дві сукупності підприємств (фінансово-спроможні та фінансово-неспроможні).

До показників, що на думку дослідника об'єктивно відображають фінансовий стан суб'єкта господарювання, були віднесені:

- коефіцієнт покриття;
- коефіцієнт фінансової залежності;
- коефіцієнт оборотності капіталу;
- коефіцієнт рентабельності операційних продаж по Cash-flow 1;
- коефіцієнт рентабельності активів по Cash-flow 2;
- коефіцієнт оборотності позичкового капіталу;
- відношення Cash-flow 1 до позичкового капіталу;
- рентабельність продажів;
- рентабельність власного капіталу;
- коефіцієнт оборотності оборотних активів.

В результаті здійснення багатофакторного дискримінантного аналізу вихідних даних О. Терещенком було розроблено 8 дискримінантних моделей для різних видів економічної діяльності, які дозволили надати інтегральну оцінку фінансового стану підприємств в залежності від їх галузевої специфікації із врахуванням сучасної міжнародної практики фінансового діагностування та оцінки результатів діяльності господарюючих суб'єктів.

У 2010 р. О.Терещенко на основі обробки фінансової інформації по близько 15 тис. підприємств були оновлені дискримінантні моделі розрахунку інтегрального показника фінансового стану для 9 груп підприємств залежно від виду економічної діяльності, що були прийняті за основу порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій [72]. Особливістю удосконалених моделей є їх орієнтація на діагностування спроможності середніх та великих підприємств виконувати свої зобов'язання з урахуванням ймовірності дефолту (ризик невиконання зобов'язань) та модифікація набору фінансових показників. Зокрема, незалежними змінними моделей були визначені:

- коефіцієнт покриття (ліквідність третього ступеня) (K1);
- проміжний коефіцієнт покриття (K2);
- коефіцієнт фінансової незалежності (K3);



- коефіцієнт покриття необоротних активів власним капіталом (K4);
- коефіцієнт рентабельності власного капіталу (K5);
- коефіцієнт рентабельності продажів за ЕВІТ (K6);
- коефіцієнт рентабельності продажів за ЕВІТДА (K7);
- коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком (K8);
- коефіцієнт оборотності оборотних активів (K9);
- коефіцієнт оборотності позичкового капіталу за ЕВІТДА (K<sub>10</sub>).

Розроблені моделі представлені у табл.2.8

**Таблиця 2.8**

**Моделі розрахунку інтегрального Z-показника фінансового стану підприємств**

Галузь підприємств за КВЕД -2005	Дискримінантна модель
Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство А,В (01-05)	$Z=1,3 K_3+ 0,03K_4 +0,001K_5 +0,61K_6+0,75K_7+2,5K_8+0,04K_9-0,2$
Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів D (15-16)	$Z=0,035K_1+0,04K_2+ 2,7K_3+ 0,1K_6 +1,1K_7+1,2K_8 +0,05K_9-0,8$
Переробна промисловість 1 D (17-22,36)	$Z=0,95K_3+0,04K_4+1,6K_6+1,4K_7+3,1K_8+0,04K_9+0,03K_{10}-0,45$
Переробна промисловість 2 D (23-35,37), добувна С, виробництво та розподілення електроенергії, газу та води Е (40-41)	$Z=0,025K_1+1,9K_3+0,45K_6+1,5K_8+0,03K_9-0,5$
Будівництво F (45)	$Z=0,02K_1+1,7K_2+0,01K_4 +0,3K_6 +0,4K_7+2,9K_8-0,1$
Оптова та роздрібна торгівля, діяльність готелів та ресторанів G (50-51), G-Н (52-55)	$Z=1,03K_3+0,001K_4+0,16K_6+0,6K_7+2,9K_8+0,08K_9-0,14$
Транспорт та зв'язок I (60-64)	$Z=0,07K_2+1,27K_3+0,32K_6+1,98K_8+0,04K_9+0,04K_{10}-0,15$
Фінансові послуги J (60-67)	$Z=0,025K_1+2,7K_3+0,005K_4 +0,13K_7+2,4K_8-0,93$
Інші послуги та операції (крім фінансових) K-Q (70-99)	$Z=0,03K_1+0,9K_3+0,01K_4+0,002K_5+0,15K_6+0,5K_7+2,9K_8-0,05$

Джерело: [72].

Однак, попри беззаперечну перевагу використання багатofакторних дискримінантних моделей для цілей діагностування фінансового стану підприємства та прогнозування

ризиків невиконання зобов'язань або банкрутства, головним їх недоліком є наявність «зони невизначеності», тобто такого проміжку значень для інтегрального показника, щодо якого не можна зробити однозначних висновків про фінансовий стан підприємства. Це вимагає, по-перше, розрахунку та аналізу значень інтегрованого показника на протязі кількох часових періодів, та, по-друге, застосування додаткових експертних методів аналізу якісних та кількісних показників діяльності підприємства. Зокрема, доцільним можна вважати динамічний аналіз щонайменше за 2 роки таких показників, як чисті активи, робочий капітал або чистий оборотний капітал, обсяг виручки від реалізації, величина чистого прибутку (збитку), чистий грошовий потік.

Отже, враховуючи особливості моделювання схильності до банкрутства на основі застосування мультиплікативного дискримінантного аналізу, а також вище наведені висновки щодо явища збитковості як індикатору фінансово-економічної неспроможності підприємства, що сигналізує про настання критичної фази розгортання фінансової кризи підприємства, проведемо емпіричне тестування системи показників платоспроможності У. Бівера та удосконалених дискримінантних моделей О.Терещенка 2010 р. на даних найбільших збиткових підприємств промисловості України.

Основою для формування вибірки найбільших збиткових підприємств слугували наступні критерії:

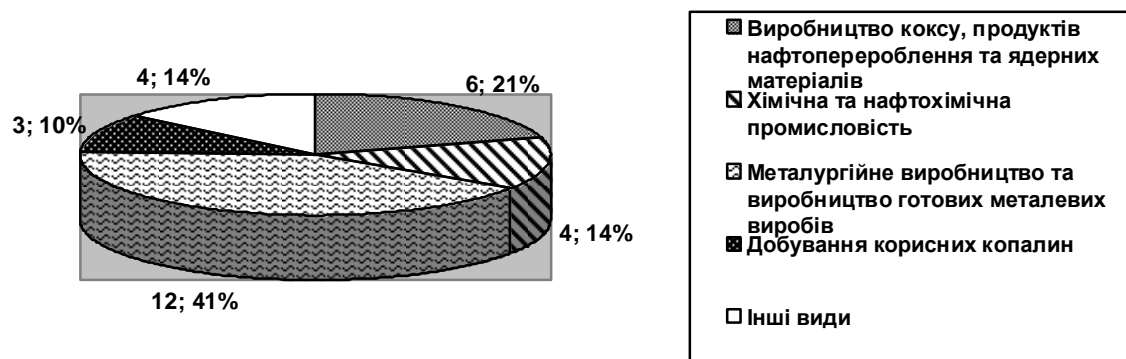
1) належність до групи найбільших підприємств оцінювалася за критеріями великих підприємств, які визначені у Господарському кодексі України, а саме: середньооблікова чисельність працюючих за звітний рік перевищує 250 осіб, а обсяг валового доходу від реалізації продукції (робіт, послуг) за рік перевищує суму 100 млн грн. [95, с.27];

2) обов'язкова наявність чистих збитків за результатами діяльності у 2011р. та періодичні збитки у двох попередніх періодах;

3) доступність інформації про фінансовий стан та стан корпоративного управління підприємств в базі даних національної комісії по цінним паперам та фондовому ринку України за період 2009-2011рр.[84]

Сформована таким чином вибірка налічує 29 промислових підприємств, організованих у формі публічних акціонерних товариств, галузеве розподілення яких зображено на рис. 2.4.

Особливістю сформованої вибірки є збалансована панельна структура даних за період 2009-2011 рр.



**Рис. 2.4. Розподілення підприємств вибірки за видами промислової діяльності**

Аналіз розрахованих показників за системою діагностування платоспроможності У. Бівера, що наведені у табл.Г.3.додатку Г, засвідчив визначену вище суперечливість та неузгодженість у висновках щодо стану платоспроможності для вітчизняних підприємств за окремими показниками. Динаміка узагальнюючого показника (коефіцієнт Бівера) за даною моделлю прогнозування схильності до банкрутства представлена у табл. 2.9.

Зважаючи на те, що задовільним вважається значення коефіцієнту Бівера, що перевищує 0,2 [60], можна стверджувати, що загалом підприємства вибірки є неплатоспроможними (за виключенням 2009 р.) та знаходяться у критичній фазі фінансової кризи. При цьому, наявною є тенденція до погіршення фінансового стану компаній, що знайшло своє відображення у збільшенні сум чистих збитків та зниженні темпів зростання виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) в середньому по вибірці. Водночас, прогнози щодо банкрутства підприємств, у яких значення коефіцієнта є нижчим за (-0,15) на протязі року, не є вірними, що підтверджується відсутністю порушень справ щодо банкрутства даних підприємств.

Отже, доходимо висновків, що модель діагностування схильності до банкрутства У. Бівера може бути використана для експрес-тестування стану платоспроможності вітчизняних підприємств, однак не надає достовірних прогнозів щодо можливого банкрутства господарюючого суб'єкта у заданому часовому інтервалі.

Таблиця 2.9

**Динаміка коефіцієнта Бівера для підприємств вибірки  
за період 2009-2011 рр.**

Підприємство	Станом на 31.12.2009	Станом на 31.12.2010	Станом на 31.12.2011
ПАТ "Авдіївський коксохімічний завод"	-0,01	0,06	0,02
ПАТ "Азот"	-0,07	-0,03	-0,02
ПАТ "Алчевський коксохімічний завод"	0,14	0,03	0,02
ПАТ "ЄВРАЗ Баглійкокс"	0,02	0,24	0,24
ПАТ "Євраз - Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського"	-0,04	-0,10	-0,13
ПАТ "ЄВРАЗ Дніпродзержинський коксохімічний завод"	0,10	0,36	0,35
ВАТ "Дніпрошина"	-0,11	-0,07	-0,27
ПАТ "Дніпропетровський трубний завод"	-0,17	-0,10	-0,06
ПАТ "Дніпроважмаш"	0,13	0,12	0,01
ПАТ "Донецький металопрокатний завод"	-0,07	0,02	0,01
ПАТ "Запоріжкокс"	0,16	0,35	-0,16
ПАТ "Запорізький завод металевих конструкцій"	0,53	-0,08	-0,06
ВАТ "Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"	0,00	0,13	0,02
ПАТ "Запорізький завод зварювальних флюсів та скловиробів"	4,66	2,10	-0,01
ПАТ "Запорізький завод феросплавів"	-0,08	0,04	-0,24
ВАТ "Інтерпайп нижньодніпровський трубопрокатний завод"	0,04	0,06	0,00
ПАТ "Київенерго"	-0,14	0,12	-0,26
ПАТ "Кременчуцький сталеливарний завод"	-0,02	0,08	0,13
ПАТ "Кримський содовий завод"	0,64	0,17	0,05
ПАТ Мостобуд	0,05	0,02	-0,01
ВАТ "Інтерпайп новомосковський трубний завод"	0,15	0,11	0,07
ПАТ "Норд"	0,13	-0,02	-0,11

Продовження таблиці 2.9

ВАТ "Нафтопереробний Комплекс - Галичина"	-0,01	0,02	0,00
ПАТ "Стахановський завод феросплавів"	-0,15	0,01	-0,11
ПАТ "Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Дзержинського"	-0,26	-0,19	-0,29
ПрАТ "ВО "Стальканат-Сігур"	-0,20	0,00	0,02
ВАТ "Дружківське рудоуправління"	1,00	1,83	-1,74
ПАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	-0,03	0,11	0,01
ВАТ "Марганецький ГОК"	-0,29	-0,07	-0,38
Середнє значення коефіцієнта Бівера по вибірці	0,21	0,18	-0,10

Джерело: розраховано авторами.

Здійснено розрахунок інтегрального Z-показника фінансового стану підприємства на вибірковій сукупності збиткових підприємств. Значною перевагою даних моделей є врахування галузевої специфіки вітчизняних підприємств та наявність уточнюючих характеристик ключа інтерпретації інтегрального показника фінансового стану для „зони невизначеності”: з негативною або позитивною динамікою. Оскільки підприємства вибірки належать до таких видів промислової діяльності, як добувна промисловість, машинобудування, металургія, виробництво електроенергії та будівництво, наведемо характеристику ключа інтерпретації значень інтегрального показника для даних видів промислової діяльності (табл.2.10).

Розрахункові значення фінансових показників, що використовувалися для дискримінантних моделей, наведених у табл. (див.табл.2.8), представлені у табл.Г.4. додатку Г. Інтегральний фінансовий показник для підприємств вибірки наведено у табл. 2.11. Слід звернути увагу на доцільність використання панельних даних для інтерпретації інтегрального показника фінансового стану, оскільки така структура даних дозволяє надати оцінку показнику, який попадає у „зону невизначеності”.

Наведені дані свідчать про наявність тенденції до погіршення фінансового стану підприємств вибірки, що підтверджує результати попереднього аналізу за коефіцієнтом Бівера.

Таблиця 2.10

**Ключ інтерпретації значень інтегрального показника  
фінансового стану підприємства**

Інтервали для показника Z	Види промислової діяльності	
	Добувна промисловість, металургія, машино- будування, виробництво електроенергії	Будівництво
Z <sub>5</sub> – незадовільний фінансовий стан (високий рівень неплатежів та дефолт)	< -4,7	< -3,8
Z <sub>4</sub> – поганий фінансовий стан (фінансовий стан підприємства є нестабільний і свідчить про наявність ознак неплатоспроможності)	Від -4,6 до -0,76	Від -3,7 до -0,91
Z <sub>3</sub> – зона невизначеності з негативною динамікою (нижче середнього рівень спроможності виконувати зобов'язання)	Від -0,75 до +0,03	Від -0,9 до -0,41
Z <sub>2</sub> – зона невизначеності з позитивною динамікою (достатній рівень спроможності виконувати свої зобов'язання та незначна ймовірність дефолту)	Від +0,04 до +0,79	Від -0,4 до +0,06
Z <sub>1</sub> – стійкий фінансовий стан (найменша ймовірність дефолту)	> +0,8	> 0,07

Джерело: узагальнено на основі [72,107].

Приймаючи за базовий період 2009 р., надамо характеристику динаміці інтегрального показника в даному інтервалі, враховуючи його варіацію (зменшення або збільшення) в заданому часовому періоді. За даними табл. 2.11 можна зробити висновки, що питома вага підприємств, у яких динаміка інтегрального показника фінансового стану є негативною, збільшилася з 48% від загальної кількості підприємств у 2010р. до 69% у 2011р. При цьому висновки щодо фінансового стану підприємств, зроблені на основі коефіцієнта У. Бівера та за удосконаленими моделями О.Терещенка загалом є тотожними як щодо окремих підприємств у трьох часових періодах, так і в середньому по вибірці, що дозволяє стверджувати про можливість застосування даних моделей у вітчизняній практиці діагностування фінансового стану суб'єктів господарювання.

**Таблиця 2.11**

**Інтегральний Z -показник фінансового стану вибіркової сукупності промислових підприємств України**

Підприємство	Станом на 31.12.2009	Станом на 31.12.2010	Станом на 31.12.2011
ПАТ "Авдіївський коксохімічний завод"	0,29	0,45	0,53
ПАТ "Азот"	0,50	0,25	0,05
ПАТ "Алчевський коксохімічний завод"	0,71	0,33	0,01
ПАТ "ЄВРАЗ Баглійкокс"	0,46	0,85	0,95
ПАТ "Євраз - Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського"	0,01	-0,36	-0,31
ПАТ "ЄВРАЗ Дніпродзержинський коксохімічний завод"	0,82	0,98	1,19
ВАТ "Дніпрошина"	0,62	0,46	-1,77
ПАТ "Дніпропетровський трубний завод"	-0,24	-0,19	-0,35
ПАТ "Дніпроважмаш"	0,69	0,58	0,22
ПАТ "Донецький металопрокатний завод"	0,03	0,13	0,11
ПАТ "Запоріжкокс"	0,75	0,81	0,23
ПАТ "Запорізький завод металевих конструкцій"	1,10	0,38	0,34
ВАТ "Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"	0,75	0,81	0,65
ПАТ "Запорізький завод зварювальних флюсів та скловиробів"	2,07	1,81	1,51
ПАТ "Запорізький завод феросплавів"	-0,14	-0,12	-0,84
ВАТ "Інтерпайп нижньодніпровський трубопрокатний завод"	0,46	0,56	0,68
ПАТ "Київенерго"	0,01	0,28	-0,41
ПАТ "Кременчуцький сталеливарний завод"	0,13	0,63	0,99
ПАТ "Кримський содовий завод"	1,31	1,11	0,95
ПАТ „Мостобуд“	0,80	-0,07	-0,32
ВАТ "Інтерпайп новомосковський трубний завод"	0,73	0,72	0,76
ПАТ "Норд"	0,56	0,54	-0,11
ВАТ "Нафтопереробний Комплекс - Галичина"	-0,29	-0,19	-0,10
ПАТ "Стахановський завод феросплавів"	-0,21	-0,36	-0,43
ПАТ "Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Дзержинського"	0,11	-0,37	-0,71
ПрАТ "ВО "Стальканат-Сігур"	-1,10	0,35	0,17
ВАТ " Дружківське рудоуправління"	1,55	1,52	0,83
ПАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	0,03	0,07	0,27
ВАТ "Марганецький ГОК"	0,64	-0,20	0,07
Середнє значення інтегрального показника по вибірці	0,45	0,41	0,18

Джерело: розраховано авторами.

Отже, узагальнюючи особливості моделей прогнозування ризику банкрутства підприємств на основі мультиплікативного дискримінантного аналізу (МДА), зазначимо, що вони дозволяють врахувати найбільш значущі факторні показники, які ключовим чином ідентифікують ознаки настання фінансової кризи, однак мають певні обмеження у використанні, зокрема:

— включення в моделі факторних показників, які відображають лише фінансові характеристики результатів діяльності підприємства, що призводить до ігнорування чинників формування фінансових результатів підприємства;

— кількість факторних показників є досить обмеженою в наслідок явища мультиколінеарності, яке властиве масиву фінансово-економічних показників;

— використання даних в моделях за один рік, що не дозволяє врахувати варіацію показників в динаміці за кілька років при визначенні вагових коефіцієнтів в моделях;

— наявність „зони невизначеності”, що обмежує можливості об’єктивної інтерпретації інтегрального показника фінансового стану підприємства, який попадає в даний інтервал значень;

— результатом фінансової діагностики є розмежування підприємств на фінансово-спроможні та фінансово неспроможні, що не дозволяє визначити ймовірність ризику банкрутства підприємства при зміні факторних показників.

Отже, наявні недоліки використання МДА-моделей для прогнозування ризику банкрутства підприємств та удосконалення програмних пакетів для аналізу статистичних даних зумовили розвиток напряму моделювання ризику банкрутства підприємств на основі логіт-моделей (Logit-regression).

Головними перевагами застосування логіт-моделей прогнозування банкрутства підприємства можна вважати можливість оцінки ймовірності виникнення ризику банкрутства (невиконання зобов’язань), аналіз нелінійних залежностей між показниками, відсутність жорстких вимог щодо нормального розподілу незалежних змінних, врахування галузевої специфіки діяльності підприємства, високу точність результатів.

Логістична регресія є різновидом множинної регресії, призначення якої полягає у визначенні взаємозв’язків між бінарною залежною змінною та багатьма незалежними змінними (регресорами). Бінарність змінної означає, що вона може



приймати тільки два значення (0 або 1) в залежності від настання певної події. Тобто, за даного виду регресії можна оцінити ймовірність того, що для досліджуваного підприємств настане одна з двох подій: платоспроможність/неплатоспроможність або банкрутство.

Першим, хто застосував метод логістичної регресії для створення моделі прогнозування ризику банкрутства компанії у 1980 р., був Дж.А.Ольсон, який розробив наступну модель ймовірності банкрутства компанії [150, с.120]:

$$Y = -1,3 + 0,4X_1 + 0,6X_2 - 1,4X_3 + 0,1X_4 - 2,4X_5 - 1,8X_6 + 0,3X_7 - 1,7X_8 - 0,5X_9, \quad (2.5)$$

де  $Y$  – лінійна комбінація незалежних змінних;  $X_1$  – натуральний логарифм відношення сукупних активів до індексу-дефлятора ВВП;  $X_2$  – рівень боргового навантаження,  $X_3$  – відношення робочого капіталу до сукупних активів,  $X_4$  – коефіцієнт покриття,  $X_5$  – даммі-змінна, що дорівнює 1, якщо сукупні зобов'язання перевищують сукупні активи, та 0, якщо навпаки;  $X_6$  – рентабельність активів,  $X_7$  – відношення виручки від основної діяльності до сукупних зобов'язань;  $X_8$  – даммі-змінна, що дорівнює 1, якщо останні два роки був наявний чистий збиток, та 0, якщо навпаки;  $X_9$  – відношення різниці між чистим прибутком в останньому звітному періоді та чистим прибутком у попередньому періоді до суми чистого прибутку звітного періоду за модулем та чистого прибутку попереднього періоду за модулем.

На прикладі 40 підприємств авіапромислового комплексу Росії, з яких 20 були визнані банкрутами за рішенням арбітражного суду, В.Ждановим та О.Афанас'євою була розроблена модель діагностування ризику банкрутства для підприємств галузі за рік до визнання господарюючого суб'єкта банкрутом, що мала наступний вигляд [19, с. 86]:

$$Y = 4,32 - 1,24X_1 - 0,12X_2 - 0,6X_3 - 0,34X_4 - 2,16X_5, \quad (2.6)$$

де  $Y$  – лінійна комбінація незалежних змінних;  $X_1$  – рентабельність оборотних активів;  $X_2$  – коефіцієнт самофінансування,  $X_3$  – відношення мобільних та іммобілізованих активів,  $X_4$  – оберненість активів,  $X_5$  – коефіцієнт поточної ліквідності.

Серед вітчизняних науковців логіт-моделювання ймовірності ризику банкрутства підприємства не набуло поширеного

використання внаслідок відсутності загальнодоступної бази даних про фінансовий стан підприємств, що є визнаними банкрутами. Проте, досить часто логіт-моделювання використовується для аналізу кредитоспроможності позичальників фінансових ресурсів [107; 119]. Загалом можна зазначити, що відомі логіт-моделі ризику банкрутства підприємства демонструють більш високу ефективність у порівнянні із МДА-моделями, що було показано в праці С.Ленокса, К.Постіна та ін. [143; 152]. Це доводить доцільність їх застосування у вітчизняній практиці.

Таким чином, узагальнюючи вищезазначене, доходимо висновків, що значна кількість та тривале існування збиткових підприємств в економіці України та промислового секторі зокрема, а також відсутність комплексних досліджень щодо визначення взаємозв'язку між структурними характеристиками підприємств та їх збитковістю зумовлюють необхідність удосконалення моделей діагностування ймовірності ризику банкрутства вітчизняних підприємств з метою своєчасної реалізації антикризових заходів у процесі оптимізації фінансової архітектури підприємств.

### **2.3. Аналіз залежності ризику банкрутства від фінансової архітектури збиткових підприємств в Україні**

Опрацювання теоретичних та емпіричних досліджень щодо прогнозування ризику банкрутства підприємств свідчить про орієнтацію більшості з них на врахування показників фінансового стану господарюючого суб'єкта як основних чинників формування фінансових результатів та відповідно факторних змінних, що впливають на інтегральний показник фінансового стану підприємства. Утім, показники фінансового стану підприємства самі по собі вже є результатом дії сукупності чинників, тому не дозволяють визначити важелі впливу щодо поліпшення фінансового стану підприємства.

Як було обґрунтовано у попередніх підрозділах, чинниками впливу на фінансові результати, а отже й на інтегральний показник фінансового стану підприємства, є його структурні характеристики, які визначають конфігурацію бізнесу та

формують його фінансову архітектуру. При цьому ризик погіршення фінансового стану суб'єкта господарювання значно підвищується в наслідок відсутності своєчасної оптимізації фінансової архітектури підприємства у процесі його розвитку. Тому, на нашу думку, доцільним є розробка моделі прогнозування ймовірності ризику банкрутства в залежності від параметрів фінансової архітектури підприємства, зокрема, збиткових, на основі побудови логістичної регресії.

Надамо стисло характеристику логіт-моделей та алгоритму їх побудови.

Застосування логіт-моделей є доцільним, якщо залежна змінна є індикаторною (дихотомічною, бінарною) змінною, що приймає в  $i$ -му спостереженні значення  $y_i$ . При цьому  $y_i = 1$  за умови настання події у  $i$ -му спостереженні та  $y_i = 0$  навпаки. Ймовірність настання події визначається логістичною функцією:

$$p_i = F(Z_i) = \frac{1}{1 + e^{-Z}}, \quad (2.7)$$

де  $e$  – число Ейлера, а  $Z_i$  - лінійна комбінація незалежних факторів.

Загальна формула логістичної регресії має вигляд [68, с. 110]:

$$Z_i = F(\beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_k x_{ik}) + \varepsilon_i, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (2.8)$$

де  $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$  - невідомі параметри моделі,  $\varepsilon_i$  - випадкова складова (залишки).

При цьому можливості застосування однокрокового методу найменших квадратів (1МНК) для дослідження залежності між бінарною змінною та сукупністю пояснюючих змінних значно обмежені внаслідок того, що залишки  $\varepsilon_i$  в даних моделях не є випадковими величинами, а найвірогідніше мають біноміальний розподіл, та можуть бути гетероскедастичними. Окрім цього, не має сенсу у інтерпретації показників еластичності коефіцієнтів моделі. Тому для оцінки логіт-моделей використовують метод максимальної правдоподібності [68, с. 118].

Граничний вплив величини  $Z$  на ймовірність настання події визначається за формулою:

$$F(Z) = \frac{dp}{dZ} = \frac{e^{-Z}}{(1 + e^{-Z})^2}, \quad (2.9)$$

де  $e$  – число Ейлера, а  $Z$  - лінійна комбінація незалежних факторів.

Алгоритм логіт-моделювання складається з наступних етапів:

1. Вибір залежної змінної та незалежних факторів.
2. Визначення змінної  $Z$  як лінійної комбінації незалежних факторів.
3. Побудова рівняння для розрахункової ймовірності події та знаходження похідних (для оцінки кумулятивного та граничного ефектів).
4. Застосування методу максимальної правдоподібності для здійснення розрахунків.
5. Інтерпретація результатів та оцінка параметрів якості моделі.

Як вже було зазначено, емпіричною базою для діагностування залежності ймовірності ризику банкрутства від фінансової архітектури підприємства слугують панельні дані по 29 найбільших збиткових підприємствах України за період 2009-2011 рр. (загальна кількість спостережень дорівнює 87 од.).

Слід зазначити, що панельна або пролонгована сукупність даних являє собою просторову вибірку об'єктів, що дозволяє отримати декілька спостережень за кожним об'єктом (у даному випадку, підприємством). Така структура даних володіє певними перевагами у порівнянні із time-series (часові ряди) та cross-section (наскрізне) типами даних, а саме [80, с.271]:

1) отримання більшої кількості спостережень над обмеженою кількістю об'єктів, що суттєво збільшує кількість ступенів свободи та знижує залежність між пояснюючими змінними, а отже знижує стандартні помилки оцінювання;

2) аналіз економічних залежностей, які не можуть бути оцінені на основі іншої структури даних;

3) запобігання похибки усереднення, що властиве часовим рядам та наскрізним даним, де не враховуються індивідуальні характеристики об'єктів та передбачається однорідність усіх коефіцієнтів регресії;

4) можливість дослідити індивідуальну еволюцію характеристик об'єктів вибірки у часі.

Регресійна модель панельних даних відрізняється від звичайної регресії подвійним нижнім індексом:

$$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + v_{it}, i=1, \dots, N, t=1, \dots, T, \quad (2.10)$$

де  $i$  – номер об'єкту (підприємства),  $t$  – час,  $\alpha$  - вільний член,  $\beta$  - вектор коефіцієнтів розмірності  $K \times 1$ ,  $X'_{it} = (X_{1,it}, X_{2,it}, \dots, X_{k,it})$  - вектор-рядок матриці  $K$  пояснюючих змінних.

Більшість програмних пакетів аналізу панельних даних використовують однокомпонентну модель випадкової помилки  $V_{it}$ :

$$V_{it} = u_i + \varepsilon_{it}, \quad (2.11)$$

де  $u_i$  – індивідуальні ефекти, що не спостерігаються,  $\varepsilon_{it}$  - залишкове обурення.

Зауважимо, що залишки  $u_i$  не залежать від часу та відповідають характеристикам об'єктів, що не включені до регресії безпосередньо. Залишкове обурення  $\varepsilon_{it}$  змінюється в залежності від часу та об'єктів, та може досліджуватися як звичайна випадкова складова регресії.

Панельні дані досить часто використовують для оцінок нелінійних логіт-моделей. Моделі бінарного вибору, як і в загальному випадку для просторових даних, формулюються в термінах латентної залежної змінної:

$$y_{it}^* = X'_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}, \quad (2.12)$$

де реально залежна величина, що спостерігається, приймає значення:

$$y_{it} = \begin{cases} 1, \text{ якщо } y_{it}^* > 0 \\ 0, \text{ навіпаки} \end{cases}. \quad (2.13)$$

Оцінювання панельних моделей може відбуватися на основі врахування детермінованих (фіксованих) або випадкових ефектів [79, с. 5].

Моделі з детермінованими індивідуальними ефектами (*fixed effects model, FE*) характеризуються тим, що  $u_i$  – фіксовані параметри, залишкові обурення  $\varepsilon_{it}$  - незалежні однаково розподілені випадкові величини, а  $X_{it}$  – незалежні від  $\varepsilon_{it}$  для усіх  $i$  і  $t$ . Застосування таких моделей дозволяє отримати умовні висновки по відношенню до значень ефектів  $\alpha_i$  по вибірці. Дана

інтерпретація найбільше підходить для тих випадків, коли суб'єктами спостережень є окремі країни або великі підприємства, що надто різняться за своїми індивідуальними характеристиками (наприклад, промислові підприємства та фінансові компанії). В моделях з детермінованими індивідуальними ефектами присутня велика кількість параметрів, тому втрату ступенів свободи можна уникнути, якщо передбачити індивідуальні ефекти  $\mu_i$ - випадковими. Тобто,  $\mu_i$  не залежать від  $\varepsilon_{it}$ , а  $X_{it}$  не залежить від  $\varepsilon_{it}$  для усіх  $i$  і  $t$ .

Моделі із випадковими індивідуальними ефектами (*random effects model, RE*) доцільно застосовувати, якщо вибірка формується випадковим чином із більш великої сукупності суб'єктів, а предметом дослідження є не конкретні суб'єкти, що попали до вибірки, а знеособлені суб'єкти, що мають схожі характеристики. В таких моделях  $\alpha_i$  вже не інтерпретуються як значення окремих фіксованих параметрів та не підлягають оцінюванню.

Таким чином, враховуючи, що обрані випадковим чином збиткові підприємства із сукупності найбільших підприємств мають досить багато спільних рис, зокрема, належність до промислового сектору економіки, організація у формі публічних акціонерних товариств, тривала збитковість їх діяльності, схожа структура активів та капіталу, а також майже однаковий рівень якості корпоративного управління, тому оцінювання залежності ймовірності банкрутства вибіркової сукупності підприємств від компонентів фінансової архітектури доцільно здійснювати як на основі наскрізної logit-моделі (pooled), так і на основі побудови logit-моделі з випадковими індивідуальними ефектами (*RE-model*).

Охарактеризуємо змінні даної моделі. Як вже було визначено у попередніх підрозділах, статистично надійними показниками діагностування фінансового стану вітчизняних підприємств можна вважати коефіцієнт Бівера та інтегральний Z-показник фінансового стану, розрахований О.Терещенко для великих та середніх підприємств на основі мультиплікативного дискримінантного аналізу. Результати попереднього аналізу фінансового стану підприємств вибірки, представлені в попередньому підрозділі, а також фактичні статистичні дані щодо наявності збитків протягом останніх 3-х років та спадкова

динаміка чистих активів майже по всім обраним підприємствам дозволяють передбачити підвищення ризику банкрутства внаслідок незадовільних показників фінансового стану господарюючого суб'єкту.

Однак, враховуючи те, що граничні діапазони коефіцієнту Бівера були розраховані за даними господарської діяльності американських фірм на початку ХХ ст. та не виправдовують прогнози щодо банкрутства вітчизняних підприємств, в контексті даного дослідження у якості реальної залежної змінної, на основі якої будуть зроблені припущення щодо критичного погіршення або поліпшення фінансового стану вітчизняних підприємств внаслідок змін параметрів фінансової архітектури суб'єктів господарювання, буде використано інтегральний Z-показник фінансового стану підприємства.

Бінарна залежна змінна буде приймати значення 0, якщо за оцінкою Z-показника фінансовий стан збиткового підприємства є задовільним, тобто належить до другої або першої групи ( $Z_1$  та  $Z_2$ ). При цьому також буде врахована динаміка чистих активів підприємства та чистого грошового потоку (Cash flow), розрахований у спрощеному вигляді шляхом коригування (збільшення) суми чистого прибутку (збитку) на величину амортизаційних відрахувань. Бінарна залежна змінна буде приймати значення 1, якщо Z-показник буде належати до третьої, четвертої або п'ятої групи ( $Z_3$ ,  $Z_4$ ,  $Z_5$ ), матиме спадну динаміку чистих активів та від'ємне значення (або спадну динаміку) чистого грошового потоку. Статистичні дані щодо окремих показників фінансового стану підприємств вибірки наведені у табл. Д.1 додатку Д.

Характеризуючи параметри оцінки компонентів фінансової архітектури підприємства, за якими можна проаналізувати їх вплив на фінансовий стан підприємства, зазначимо, що з огляду на відсутність даних фінансової та нефінансової звітності щодо підприємств заритих організаційно-правових форм господарювання, з даного аналізу буде виключено такий компонент фінансової архітектури підприємства як організаційно-правова форма.

Отже, до компонентів фінансової архітектури підприємства, що потенційно можуть бути вбудовані в логіт-модель прогнозування ймовірності ризику банкрутства підприємства, пропонуємо

віднести структуру власності, структуру капіталу та систему корпоративного управління.

Як вже було визначено у першому розділі, структуру власності підприємства можна оцінювати в залежності від ступеня концентрації власності та/або на основі ідентифікації власника, якому належить найбільший пакет акцій статутного фонду підприємства. Утім, враховуючи те, що пріоритетним критерієм оптимізації структури власності збиткових підприємств можна вважати мінімізацію ризиків ворожого поглинання та рейдерства, досліджуваними параметрами оцінки структури власності визначимо параметри оцінки ступеня концентрації власності, а саме:

- частку акцій у власності найбільшого акціонера (*ShareMax*, %);
- кількість акціонерів, що володіють пакетами акцій більше 10% статутного фонду підприємства (*Qsha*, од.);
- сукупну частку акцій, що належить акціонерам, одноособові пакети акцій яких не перевищують 10% статутного фонду підприємства (*ShareMin*, %).

Визначальним критерієм оптимізації структури капіталу збиткових підприємств є мінімізація фінансової збитковості, що досягається за рахунок варіації співвідношення між позиковим та власним капіталом підприємства. Змінні, що відображають таке співвідношення, можуть бути представлені показниками, в основі яких є балансові або ринкові оцінки складових капіталу. Окрім цього дослідниками часто використовуються показники структури капіталу, які виокремлюють в загальній сумі позикового капіталу частку відсоткового боргу та розраховують такі показники [52, с. 14]:

- відношення короткострокового (довгострокового) відсоткового боргу компанії до суми її сукупного боргу та балансової вартості акціонерного капіталу (*short term debt ratio*, *long term debt ratio*);
- відношення короткострокового (довгострокового) відсоткового боргу компанії до суми її сукупного боргу та ринкової вартості акціонерного капіталу (*total debt ratio*, *market value total debt ratio*);



— відношення короткострокових (довгострокових) зобов'язань компанії до балансової вартості її активів (*book value short term ratio, book value long term ratio*).

Однак в більшості емпіричних досліджень використовується узагальнюючий показник структури капіталу, який відображає рівень загального боргового навантаження підприємства та розраховується за формулою:

$$TDRA = \frac{total\_debt}{total\_assets}, \quad (2.14)$$

де *total debt* є сукупні зобов'язання підприємства, а *total assets* – балансова вартість активів підприємства.

Аналіз проблематики корпоративного управління дозволяє узагальнити, що найбільш розповсюдженою позицією щодо змісту та ролі корпоративного управління є теорія агентських відносин. Так, в дослідницьких працях підкреслюється, що корпоративне управління забезпечує механізм здійснення майнових прав та відповідальності для створення бар'єрів опортуністичній поведінці менеджерів та зростання добробуту власників компанії [156; 161]. Для зниження агентського конфлікту власники компанії повинні використовувати такий інструмент спостереження та колективного впливу як делегування контролю наглядовій раді (раді директорів).

Зміст діяльності наглядової ради як ключового органу корпоративного управління виявляється в комбінації контролю та моніторингу дій менеджменту. У якості дієвих інструментів впливу наглядової ради (НР) на підвищення якості менеджменту дослідниками пропонуються до використання компенсаційні схеми, якщо вони прив'язані до ринкової вартості акцій компанії; визначення фідуціарних обов'язків генерального директора компанії; використання механізмів голосування за дорученням та операції придбання корпоративного контролю тощо [52, с. 131].

Отже, підсумовуючи викладене, зазначимо, що наглядова рада компанії покликана збалансувати інтереси власників та менеджерів. На нашу думку, досягнення балансу між даними групами стейкхолдерів компанії безпосередньо залежить від кількості членів наглядової ради, складу ради та інтенсивності її діяльності. Тому параметрами оцінки системи корпоративного

управління підприємства як компоненту його фінансової архітектури можна визначити наступні:

- кількість членів наглядової ради (*Qboard*, од.);
- кількість середньорічних засідань НР (*Qmeet*, од.);
- структура НР: питома вага представників мажоритарних та міноритарних акціонерів, працівників, юридичних осіб (*met\_max*, *met\_min*, *met\_man*, *met\_legal*, од.);

Також зазначимо, що оскільки пріоритетним критерієм оптимізації системи корпоративного управління збиткового підприємства є захист майнових прав та інтересів власників підприємства, то для виявлення ефекту впливу системи корпоративного контролю на фінансовий стан господарюючого суб'єкта пропонується ввести до аналізу параметри оцінки корпоративного контролю в залежності від суб'єктів, що здійснюють контроль фінансово-господарської діяльності компанії на протязі року шляхом *dummy*-змінних:

- здійснення перевірок ревізійної комісією (*dRev*);
- здійснення перевірок наглядовою радою (*dBoard*);
- здійснення перевірок відділом внутрішнього аудиту (*dIns*);
- здійснення перевірок сторонньою компанією (*dOut*).

Додатковим узагальнюючим параметром оцінки системи корпоративного управління з позиції захисту майнових прав власників можна вважати наявність положення про конфлікт інтересів, тобто суперечність між особистими інтересами посадової особи або пов'язаних з нею осіб та обов'язком діяти в інтересах акціонерного товариства; наявність кодексу корпоративного управління та формування звітності у відповідності до міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (МСБО). Інтегральний вплив зазначених факторів пропонується враховувати на основі бальної оцінки: по 1 балу за наявність кожного з вище визначеного фактора. Тобто, рівень дотримання прав акціонерів (*Rights*) належить інтервалу значень – від мінімального 1 до максимального 3.

Узагальнюючий перелік наведених незалежних змінних у якості параметрів оцінки компонентів фінансової архітектури підприємства з врахуванням аспекту його збитковості наведено в табл.Д.2 додатку Д.

Наскрізна логіт-модель діагностування ймовірності ризику банкрутства збиткового підприємства може бути формалізована у наступному вигляді [36, с.134]:

$$PROB(Z_{it} = 1) = F(\beta_0 + \bar{\beta}_1 \overline{OS}_{it} + \beta_2 TDRA + \bar{\beta}_3 \overline{CG}) + \varepsilon_{it}, i=1, \dots, N, t=1, \dots, T, \quad (2.15)$$

де  $PROB(Z_{it}=1)$  – ймовірність того, що  $it$ -значення бінарної змінної дорівнює 1 за умови  $x_{it}$  (погіршення фінансового стану та банкрутство),  $F(Z) = \frac{1}{1 + e^{-Z}}$  – логістична функція,  $\varepsilon_{it}$  – випадкова складова,  $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$  – невідомі параметри моделі,  $\overline{OS}$  – вектор змінних структури власності,  $TDRA$  – рівень боргового навантаження,  $\overline{CG}$  – вектор змінних системи корпоративного управління.

На основі використання програмного пакету *Stata 11* для відбору найбільш впливових параметрів фінансової архітектури підприємств здійснено попередній аналіз таблиці зв'язаності та парних кореляцій незалежних змінних та залежної величини. За результатами попереднього аналізу на ймовірність ризику банкрутства підприємства можуть впливати:

- рівень боргового навантаження (*book value total debt ratio, TDRA*);
- кількість членів та структура наглядової ради підприємства (*QBoard, met\_man*);
- рівень захисту прав власності акціонерів (*Rights*);
- організація корпоративного контролю з боку наглядової ради (*dBoard*).

При цьому була виявлена низька статистична значущість зв'язку між ймовірністю фінансової загрози та структурою власності підприємств. Проте враховуючи важливість даного компоненту фінансової архітектури підприємства, здійснимо перевірку шляхом примусового включення параметрів структури власності до масиву незалежних змінних пропонованої моделі. Результати побудови наскрізної логіт-моделі ймовірності фінансово-економічної неспроможності (банкрутства), що загрожує збитковим підприємствам представлені в табл. 2.12.

Таблиця 2.12

Коефіцієнти та параметри оцінки  
наскрізної logit-моделі: специфікація 1

Показник	Coef.	Std.Err	z	P >  z	95% conf.interval	
					min	max
Qboard	0,472	0,180	2,62	0,009	0,119	0,826
Rights	-0,725	0,416	-1,74	0,082	-1,541	0,091
dBoard	-2,572	0,845	-3,04	0,002	-4,227	-0,916
TDRA	5,684	1,626	3,50	0,000	2,497	8,869
ShareMax	-0,239	2,223	-0,11	0,914	-4,596	4,117
Qsha	-0,128	0,450	-0,28	0,777	-1,010	0,755
mem_man	3,499	1,894	1,85	0,065	-0,213	7,209
(Const)	-4,174	2,612	-1,59	0,111	-9,306	0,958
Log likelihood = -43,56 LR chi2(7) = 32,92 Prob > chi2 = 0,000 Pseudo R2=0,2742						

Джерело: розраховано авторами.

Проведені розрахунки підтвердили низьку статистичну значущість зв'язку між параметрами структури власності підприємства ( $P(Qsha) > |z Qsha| \rightarrow 1$ ,  $P(ShareMax) > |z ShareMax| \rightarrow 1$ ) та ризиком банкрутства, що негативно впливає на показники якості моделі. Це може бути пояснено досить низькою варіацією даних показників у трирічному інтервалі та потребує збільшення періоду дослідження. Виключення даних параметрів дозволило підвищити якість оцінок змінних моделі, що продемонстровано у табл.2.13.

Таблиця 2.13.

Коефіцієнти та параметри оцінки наскрізної  
logit-моделі: специфікація 2

Показник	Coef.	Std.Err	z	P >  z	95% conf.interval	
					min	max
Qboard	0,454	0,174	2,61	0,009	0,113	0,795
Rights	-0,756	0,403	-1,87	0,061	-1,546	0,035
dBoard	-2,602	0,841	-3,09	0,002	-4,252	-0,953
TDRA	5,643	1,601	3,52	0,000	2,505	8,782
mem_man	3,513	1,886	1,86	0,063	-1,184	7,210
(Const)	-4,504	1,433	-3,14	0,002	-7,312	-1,696
Log likelihood = -43,67 LR chi2(5) = 32,70 Prob > chi2 = 0,000 Pseudo R2=0,2724						

Джерело: розраховано авторами.

Як видно з параметрів оцінки якості моделі, п'ятичинникова логіт-модель забезпечує високу надійність, що підтверджується розрахунковим значенням Хі-квадрат (*Chibar2*, *Chi2*), високими значеннями z-статистики за окремими коефіцієнтами моделі та майже нульовою ймовірністю не відкинути нульову гіпотезу (*Like Likelihood-ratio test*).

Розрахунок предикативної сили запропонованої моделі оцінки ймовірності фінансово-економічної неспроможності підприємств в залежності від зміни параметрів фінансової архітектури, який здійснюється на основі обчислення «коректно передбачених» результатів, становить майже 74% (додаток Е).

Для підвищення інформативності нашого аналізу перевіримо запропоновану нами логіт-модель на основі оцінок, що враховують індивідуальні випадкові ефекти, що властиві окремим підприємствам вибірки (табл.2.14).

Не зважаючи на зниження параметрів якості моделі, загалом можна дійти висновку, що побудовані логіт-моделі дозволили виокремити ті параметри фінансової архітектури збиткових підприємств, які чинять визначальний вплив на ймовірність ризику банкрутства із врахуванням індивідуальної специфіки підприємства.

**Таблиця 2.14.**

**Коефіцієнти та параметри оцінки RE logit-моделі:  
специфікація 3**

Показник	Coef.	Std.Err	z	P >  z	95% conf.interval	
					min	max
Qboard	0,509	0,248	2,05	0,040	0,022	0,996
Rights	-1,018	0,648	-1,57	0,116	-2,289	0,253
dBoard	-3,127	1,359	-2,30	0,021	-5,792	-0,463
TDRA	6,615	2,332	2,84	0,005	2,045	11,19
mem_man	4,189	3,073	1,36	0,173	-1,834	10,21
(Const)	-4,919	1,911	-2,57	0,010	-8,665	-1,173
Log likelihood = -41,98 Chibar2(01) = 3,39		Wald chi2(5) = 10,43 Prob > chi2 = 0,064		Prob > chibar2 = 0,033		

Джерело: розраховано авторами.

Порівняння моделей другої та третьої специфікації свідчить про збереження статистичної значущості коефіцієнтів та знаку змінних, при цьому більш низькі стандартні помилки (*Std.Err*)

були отримані в результаті побудови pooled логіт-моделі. Використовуючи результати табл. 2.13., аналітичний вираз побудованої моделі виглядатиме так:

$$PROB(Z = 1) = (1 + e^{4,5 - 0,45X_1 + 0,76X_2 - 5,64X_3 + 2,6X_4 - 3,51X_5})^{-1} \quad (2.16)$$

де  $x_1$  – *QBoard*,  $x_2$  – *Rights*,  $x_3$  – *TDRA*,  $x_4$  – *dBoard*,  $x_5$  – *Mem\_man*.

Слід зауважити, що дискримінанті моделі прогнозування ризику банкрутства підприємства надають діапазон прийняття рішення щодо ймовірності банкрутства на основі інтегрального Z-показника фінансового стану. Проте логіт-моделі не передбачають наявність будь-яких діапазонів, оскільки висновки щодо ймовірності невиконання зобов'язань та ризику банкрутства робляться на основі наближення розрахункового значення результуючого показника до 0 або до 1 в залежності від припущень моделі. В контексті даного дослідження 0 означає мінімальний ризик фінансово-економічної неспроможності підприємства, а 1 – максимальний.

Таким чином, на основі побудови логістичної регресії впливу фінансової архітектури збиткових підприємств на ймовірність ризику банкрутства можна зробити наступні висновки:

— найбільш статистично значущий вплив на ймовірність фінансово-економічної неспроможності підприємства чинить структура капіталу, оцінена рівнем боргового навантаження (TDRA), збільшення якого призводить до збільшення ймовірності фінансово-економічної неспроможності підприємства;

— збільшення кількості членів наглядової ради підприємства (QBoard) підвищує ймовірність критичного фінансового стану підприємства;

— здійснення контролю за фінансово-господарською діяльністю підприємства з боку наглядової ради (dBoard) знижує ймовірність банкрутства підприємства;

— за рівня значущості 10% посилення вимог щодо дотримання прав власності акціонерів (Rights) знижує ймовірність критичного стану підприємства;

— за рівня значущості 20% збільшення питомої ваги представників працюючих акціонерів у складі ради (mem\_man) призводить до зростання ймовірності банкрутства підприємства;

— виявлена статистична незначущість впливу параметрів структури власності збиткових підприємств на ймовірність банкрутства збиткового підприємства.

Проаналізуємо емпірично виявлені залежності. Так, зростання рівня боргового навантаження для збиткових підприємств є найбільш негативним чинником, що підвищує загрозу банкрутства. При цьому зазначимо, що у відповідності до теорії ієрархії фінансування в умовах необхідності нарощування обсягів капіталу підприємства в першу чергу залучають внутрішні джерела фінансування діяльності, а потім використовують менш ризиковані форми боргу, поступово підвищуючи частку позикового капіталу. Коли ж подальше зростання боргу не є можливим або безпечним для компанії, тоді залишається фінансування за рахунок емісії акцій.

Враховуючи те, що особливістю вітчизняної економіки є досить висока концентрація власності, що унеможлиблює активний обіг акцій підприємств на фондовому ринку, а також активне використання такого доступного фінансового ресурсу як кредиторська заборгованість, то цілком логічним є зростання боргового навантаження в умовах повільного відновлення активності операцій на кредитному та фондовому ринках у посткризовий період.

Також виявлений зворотній зв'язок між поліпшенням фінансового стану в наслідок зниження ймовірності фінансово-економічної неспроможності вітчизняних підприємств та рівнем боргового навантаження узгоджується з отриманими висновками І. Івашковської [52, с.32], Е.Ніворожкіна [149] та ін. щодо визначення детермінантів структури капіталу в умовах ринків, що розвиваються. Зокрема, на даних вибірки підтверджується зворотній зв'язок між прибутковістю, питомою часткою необоротних активів та борговим навантаженням. Так, менш прибутковим компаніям властиве фінансування за рахунок боргу. А низький рівень боргового навантаження властивий підприємствам з високою питомою часткою необоротних активів у загальній структурі активів підприємства, що суперечить стандартному припущенню про пряму залежність між структурою капіталу та матеріальними активами, які можуть бути використані у якості застави при отриманні додаткових кредитів. Однак в країнах, що розвиваються, реалізовувати майно боржника

у разі його банкрутства досить складно, тому є наявним зворотній зв'язок.

Також слід звернути увагу на те, що у критичній фазі фінансової кризи, яка характеризується тривалою збитковістю діяльності суб'єктів господарювання, оптимізація структури капіталу є пріоритетним завданням організаційно-фінансової реструктуризації підприємства, що підтверджується найбільшою статистичною значущістю показника боргового навантаження.

Щодо впливу системи корпоративного управління на ймовірність фінансово-економічної неспроможності підприємства, то зазначимо, що в емпіричних дослідженнях досить часто виявляється зворотній зв'язок між кількістю членів наглядової ради та показниками ефективності діяльності компанії. Так, за даними *Forbes*, з 500 компаній, моніторинг яких здійснювала експертна група журналу, компаніям, що мали найбільш високі ринкові співвідношення капіталізації с показниками ефективності діяльності, були властиві малочисельні склади рад директорів (до 8 осіб). При цьому була доведена зворотна залежність між кількістю директорів та критеріями результативності.

Емпірично зворотна залежність також була виявлена в дослідженні Д.Єрмака, який довів від'ємну кореляцію між розміром ради директорів та ефективністю діяльності компанії [159, с. 205]. Така залежність також була підтверджена дослідженнями за різними вибіркам [131; 133].

Як зазначають Р.Лебланк та Д.Віліс, домінування підходу до корпоративного управління як системи збалансування інтересів стейкхолдерів в багатьох випадках призводить до ізоляції ради директорів від її найважливішої функції – забезпечення розробки стратегічного плану розвитку компанії та слідування обраній стратегії [56, с.167]. Виникає так звана проблема аномального циклу корекції управлінських рішень, коли закріплена за менеджментом відповідальність за помилки в розробці корпоративної стратегії ставить під загрозу кар'єрне підвищення менеджерів, що призводить до гальмування рішень щодо визнання власних помилок та відповідної корекції стратегічної траєкторії розвитку компанії. Про дану проблему також опосередковано свідчить прямий зв'язок між питомою вагою



працюючих акціонерів у складі наглядової ради та ймовірністю ризику банкрутства підприємства.

Отже, члени наглядової ради, що не мають можливості внести корективи без значного часового лагу, мимоволі сприяють погіршенню фінансового стану підприємства. Крім того, слід враховувати, що засідання наглядової ради не співпадають із часом проведення зборів акціонерів. Це призводить до відстрочення термінів виправлення стратегічних помилок.

Неефективності системи корпоративного управління в пострадянських країнах також сприяє високий ступінь концентрації власності, що не стимулює впровадження дієвих механізмів корпоративного управління. Утім виявлений позитивний вплив параметру контролю з боку наглядової ради та параметру ступеню дотримання прав акціонерів на зниження ймовірності банкрутства вітчизняних підприємств дозволяє визначити необхідність посилення контролю за фінансово-господарською діяльністю та непрямими елементами захисту прав власників підприємства, що знаходиться у критичній фазі фінансової кризи.

Підтвердженням зазначеного слугує введене М.Хілбом до наукового обігу таке поняття як „нове корпоративне управління”, яке визначається як єдність чотирьох принципів (*KISS*) [140, с. 259]:

- *keep it controlled* – контроль радами директорів внутрішніх процесів;
- *integrated* – інтегрований підхід до управління самою радою;
- *strategic* – стратегічний підхід в організації роботи ради директорів;
- *situational* – відповідність корпоративного управління вимогам зовнішнього та внутрішнього середовища.

І, нарешті, слід звернути увагу на низьку статистичну значущість зв'язку між параметрами структури власності збиткового підприємства та ймовірністю фінансово-економічної неспроможності (незадовільні значення z-статистики за специфікацією 1 логіт-моделі). З одного боку, як вже було зазначено, це може бути пояснено низькою варіацією даних параметрів на протязі трирічного періоду, а з другого – є підтвердженням закінчення стадії активного перерозподілу прав

власності, що були ініційовані процесами приватизації та корпоратизації та є результатом наявності індивідуальних особливостей підприємств вибірки, які є зрілими підприємствами зі сформованою структурою власності.

Таким чином, узагальнюючи результати дослідження залежності ймовірності ризику банкрутства збиткових підприємств України від параметрів корпоративної фінансової архітектури зазначимо, що найбільш впливовими внутрішніми чинниками поліпшення фінансового стану вітчизняних суб'єктів господарювання є структура капіталу підприємства, оцінена рівнем боргового навантаження, та система корпоративного управління, охарактеризована параметрами оцінки діяльності наглядової ради і елементами захисту прав власності акціонерів підприємства.

Визначення пріоритетних компонентів фінансової архітектури підприємств, які знаходяться у критичній фазі фінансової кризи, дозволяє обґрунтовано підійти до проблеми розробки оптимізаційних заходів щодо поліпшення фінансового стану суб'єктів господарювання з виокремленням напрямів організаційно-економічної оптимізації сформованої фінансової конфігурації збиткових підприємств.

## Висновки до розділу 2

Аналіз впливу фінансової архітектури збиткових підприємств на ризик банкрутства дає підстави для таких висновків:

1. На основі узагальненої системи показників оцінки фінансових результатів діяльності підприємств досліджена динаміка фінансових результатів діяльності вітчизняних підприємств та виявлені ознаки негативних явищ та тенденцій розвитку реального сектору економіки України, а саме: наявність проблеми збитковості підприємств, особливо в промисловому секторі економіки. При зниженні частки збитково працюючих промислових підприємств на 3,3 відсоткових пункти суми збитків у 2011р. зросли на 30% та становили 50 млрд.грн. Встановлено, що питома вага збиткових підприємств в промисловості перевищує середнє значення питомої ваги збиткових підприємств в цілому по економіці.

2. На основі побудови однофакторних регресій та оцінці еластичності регресантів доведено прямий статистично значущий зв'язок між збитковістю та банкрутством вітчизняних підприємств, а саме: зростання кількості збиткових підприємств на 1% в середньому по економіці та в промисловості зокрема призводить до зростання кількості справ про банкрутство на 1,72% та 1,95% відповідно.

3. Аналіз та оцінка чинників впливу на формування фінансових результатів вітчизняних підприємств дозволили визначити причино-наслідковий зв'язок між проблемою збитковості суб'єктів господарювання та компонентами фінансової архітектури, які і умовах неможливості нівелювання негативного впливу зовнішньоекономічних чинників на результати фінансово-господарської діяльності вітчизняних підприємств, є потенційними об'єктами реалізації заходів менеджменту щодо поліпшення фінансового стану збиткових підприємств України.

4. Встановлено, що збитковість є індикатором фінансово-економічної неспроможності підприємства, що виникає в наслідок нездатності підприємства забезпечити ефективне використання виробничих факторів та фінансових ресурсів за заданої конфігурації бізнесу, яка виявляється в його фінансовій

архітектурі. Найчастіше збитковість підприємства виникає в результаті розбалансування фінансової діяльності господарюючого суб'єкта, що є ознаками критичної фази розгортання фінансової кризи підприємства, внаслідок чого підвищується ризик банкрутства. Доведено необхідність моніторингу фінансового стану підприємств, особливо збиткових, що вимагає застосування ефективної системи раннього попередження й оцінки ймовірності настання фінансово-економічної неспроможності на основі використання моделей прогнозування ймовірності ризику банкрутства.

5. На основі порівняльного аналізу основних методик прогнозування ризику банкрутства підприємств визначено, що більшість зарубіжних методик не є придатними для аналізу фінансового стану українських підприємств, а існуючі підходи у вітчизняній науковій думці не дозволяють надати кількісну оцінку ймовірності фінансово-економічної неспроможності підприємства із врахуванням індивідуальних особливостей його фінансового устрою. Застосування математичного апарату економетричного моделювання дало можливість розробити та запропонувати до використання у вітчизняній практиці фінансової діагностики логіт-модель оцінки ймовірності ризику банкрутства суб'єктів господарювання у контексті виявлення залежності між інтегральним показником фінансового стану підприємства та параметрами його фінансової архітектури.

6. Верифікація запропонованої економетричної логіт-модель ймовірності ризику банкрутства підприємства на панельних даних 29 найбільших збиткових підприємств промислового сектору економіки України за період 2009-2011 рр. дозволила виявити детермінанти фінансової архітектури підприємств, що здійснюють визначальний вплив на ймовірність фінансово-економічної неспроможності підприємства. Прогнозна якість моделі становить 74%. В результаті економетричного моделювання доведено наявність прямого зв'язку між ймовірністю ризику банкрутства та структурою капіталу, оціненою рівнем боргового навантаження. Виявлено різновекторний вплив параметрів системи корпоративного управління підприємства на його фінансовий стан. Доведена низька статистична значущість зв'язку між структурою власності

збиткових підприємств та імовірнісною оцінкою ризику банкрутства.

7. У процесі дослідження встановлено, що для збиткових підприємств, які знаходяться у критичній фазі фінансової кризи, пріоритетним об'єктом оптимізації фінансової архітектури є структура капіталу підприємства, що дозволяє обґрунтовано підійти до проблеми розробки оптимізаційних заходів щодо поліпшення фінансового стану суб'єктів господарювання на основі застосування механізму оптимізації сформованої фінансової архітектури збиткових підприємств та розробки практичних рекомендацій щодо подолання збитковості вітчизняних підприємств.

### РОЗДІЛ 3

## УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ЗБИТКОВИХ ПІДПРИЄМСТВ ЯК ОСНОВА ЇХ ФІНАНСОВО- ЕКОНОМІЧНОГО ОЗДОРОВЛЕННЯ

### 3.1. Стратегічні напрями оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств в Україні

Збитковість діяльності вітчизняних підприємств є специфічною проблемою сучасного розвитку господарських відносин в Україні. Якщо неплатоспроможність компаній в країнах з розвинутою ринковою економікою є загалом мікроекономічною проблемою та обумовлена індивідуальними чинниками, то масова та тривала збитковість вітчизняних підприємств є системним явищем, яке властиве не окремому господарюючому суб'єкту, а значній кількості учасників різних галузей та секторів економіки.

Як вже було обґрунтовано у попередніх підрозділах, збитковість є первинним індикатором настання критичної фази розгортання фінансової кризи підприємства, що за відсутності реалізації комплексу процедур та заходів щодо оптимізації фінансової архітектури підприємства є неминучим шляхом до його фінансово-економічної неспроможності, тобто банкрутства.

Представлені результати економіко-математичного моделювання залежності між збитковістю та банкрутством підприємств слугують підтвердженням висновку щодо необхідності визначення механізмів подолання збитковості, одним з яких виступає оптимізація фінансової архітектури підприємства у розрізі її основних компонентів: організаційно-правова форма господарювання, структура власності, структура капіталу, система корпоративного управління.

Як вже було доведено, найбільш впливовим чинником підвищення ймовірності ризику банкрутства вітчизняних збиткових підприємств є структура капіталу. Зважаючи на це, проаналізуємо загальні тенденції формування структури капіталу в реальному секторі економіки України (табл.3.1).

**Таблиця 3.1**

**Структура капіталу вітчизняних підприємств за період  
31.12.2005-31.12.2011 рр., у % до валюти балансу**

Показник	Рік						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Власний капітал							
усього в економіці	45,54	43,52	42,12	34,93	34,53	34,82	33,92
промисловість	49,51	48,20	47,01	40,33	37,43	34,65	33,51
Позичковий капітал							
усього в економіці	54,46	56,48	57,88	65,07	65,47	65,18	66,08
промисловість	50,49	51,80	52,99	59,67	62,57	65,35	66,49
у тому числі довгострокові зобов'язання							
усього в економіці	9,27	11,60	14,06	17,83	16,56	16,49	16,57
промисловість	8,16	12,02	13,77	16,30	16,00	15,02	16,12
поточні зобов'язання							
усього в економіці	42,40	42,04	40,96	44,66	46,39	46,16	46,69
промисловість	39,46	36,94	36,38	41,03	44,14	47,74	47,29
інші джерела							
усього в економіці	2,80	2,84	2,85	2,58	2,51	2,52	2,82
промисловість	2,88	2,84	2,84	2,35	2,43	2,59	3,09

Джерело: складено на основі [94; 96; 97; 98].

На основі даних таблиці можна зробити висновки щодо скорочення частки власних фінансових ресурсів, як в середньому по економіці, так і в промисловості зокрема. Питома вага позикового капіталу в структурі фінансового забезпечення господарюючих суб'єктів невпинно зростає і станом на 31.12.2011 р. зафіксовано на рівні 66% сукупного капіталу. Однак варто звернути увагу на те, що позитивним є поступове відновлення тенденцій щодо надання підприємствам довгострокових кредитних коштів, про що свідчить зростання питомої ваги довгострокових зобов'язань як в секторі промисловості, так і в середньому по економіці, а також незначне зниження питомої ваги поточних зобов'язань промислових підприємств. Утім, зростання загального рівня боргового навантаження<sup>2</sup> промислових підприємств з 0,50 пунктів у 2005 р. до 0,66 пункти у 2011 р. свідчить про підвищення ризику

<sup>2</sup> Загальний рівень боргового навантаження є відношенням загальної суми позикових, включаючи прирівняні до позикових, ресурсів до сукупної вартості активів підприємства

фінансової загрози як для окремих підприємств, так і для національної економіки взагалі [44, с.174].

Таким чином, у вирішенні завдання фінансового забезпечення господарської діяльності підприємств в Україні важливу роль відіграє не тільки достатність та вартість капіталу, а й рівень боргового навантаження, що обумовлює необхідність формування оптимальної структури капіталу в сучасних умовах господарювання.

Як зазначає С.Н.Ушаєва, у контексті системного підходу до розуміння процесу оптимізації визначення поняття оптимальної структури капіталу компанії включає певні особливості трактування, а саме [112, с.1-3]:

— оптимальна структура капіталу є такою для одного і того ж підприємства тільки за конкретних умов і не відповідає такій ознаці при зміні умов;

— є нефіксованим відношенням позикового та власного капіталу, а визначається «зоною оптимальності», в межах якої формується набір інструментів, за допомогою яких відбувається фінансування діяльності підприємства;

— однакове співвідношення позикового та власного капіталу може бути досягнуто шляхом залучення капіталу з різних джерел неоднаковими наборами інструментів.

В свою чергу І.Івашковська звертає увагу на те, що у контексті необхідності забезпечення зростання ринкової вартості компанії завданням фінансового менеджменту компанії є виведення співвідношення позикового і власного капіталу у зону оптимальності, що передбачає, по-перше, визначення такої зони і, по-друге, утримання пропорції джерел фінансування в межах оптимального коридору в процесі відбору фінансових інструментів, враховуючи вплив мінливого середовища [30, с. 20]. Для вирішення поставлених завдань пропонується дотримання наступних принципів або правил [30, с. 20]:

- правило врахування альтернативних витрат;
- принцип відповідності термінів фінансування цілям використання капіталу;
- правило трансформації складної структури капіталу;
- принцип врахування позабалансових зобов'язань;
- принцип ринкової оцінки.



В теоретичній площині концепцій та моделей оптимізації структури капіталу можна виокремити два основні напрямки: ірелевантні та релевантні, в основі поділу яких є чинник впливу структури капіталу компанії на її ринкову вартість та вартість її капіталу.

Теорії першого напрямку доводять відсутність такого зв'язку, в той час як теорії другого напрямку, навпаки, обґрунтовують вплив структури капіталу на вартість компанії. Базисом всіх загальновідомих моделей оптимізації структури капіталу фірми є теоретичні здобутки М. Мілера та Ф.Модільяні у вигляді першої (1958 р.) [146] та другої теореми ММ (1963 р.) [145]. Згадані теореми були висунуті науковцями з великою кількістю жорстких припущень моделі та доводили відсутність будь-якого впливу структури капіталу на вартість компанії. Проте в реальних умовах господарювання більшість теоретичних передумов та припущень не виконуються, тому з'явилися теорії оптимальної структури капіталу у вигляді моделей стаціонарного співвідношення, асиметричної інформації, агентських витрат, корпоративного контролю, стейкхолдерів [85, с.44].

Існує також низка досліджень, присвячених аналізу формування структури капіталу з точки зору поведінкових ефектів, в основі яких є принцип нераціональності інвестора (синхроністичні теорії, теорії інформаційного каскаду, теорії впливу особових якостей менеджерів та ін.)

Отже, зазначимо, стратегічна важливість рішень щодо структури капіталу пов'язана з тим, що високі витрати на капітал, які виникають як при недовикористанні, так і при надмірному вливанні кредитних ресурсів, створюють перешкоди для розвитку компанії. По-перше, поступовий розвиток компанії за стадіями життєвого циклу вимагає зростання прибутковості вкладеного капіталу та зумовлює необхідність здійснення ретельного аналізу кожного інвестиційного проекту, оскільки не всі привабливі бізнес-ідеї задовольнятимуть дуже високим вимогам доходності капіталу.

По-друге, оскільки в компанії виникають додаткові обмеження на інвестиційні можливості, вона не зможе бути достатнє гнучкою та маневреною в конкуренції. Високі витрати на капітал будуть гальмувати швидке та ефективне реагування на змінення тенденцій розвитку ринків збуту.

По-третє, якщо пропорція позикового та власного капіталу не є оптимальною, посилюється конфлікт інтересів між професійним менеджментом та власниками, тобто виникає агентський конфлікт. Він може виявлятися в трансформації мотивації менеджменту, формуванні егоїстичного стилю ухвалення інвестиційних рішень, що може призвести до реалізації неефективних проектів, а також особливо ризикованих проектів.

І, нарешті, дуже висока частка позикового капіталу не може залишатися непоміченою контрагентами компанії по бізнесу – клієнтами та постачальниками, що входять до категорії так званих заінтересованих осіб компанії (*stakeholders*). Раціональна поведінка таких контрагентів вестиме їх до пошуку інших варіантів, а це, в свою чергу, може слугувати поштовхом до погіршення взаємин, умов договорів, згортанню обсягів товарообігу, падінню виручки, скороченню потоків грошових коштів.

Таким чином, важливість прийняття виважених та обґрунтованих рішень щодо політики фінансування діяльності компанії обумовлює необхідність реалізації певних правил та процедур для досягнення або наближення до оптимуму такого компоненту фінансової архітектури підприємства, як структура капіталу.

У класичному вигляді процес оптимізації має наступний алгоритм [8, с.445]:

1. Аналіз структури та динаміки капіталу підприємства.
2. Оцінка основних чинників, що впливають на формування структури капіталу.
3. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу).
4. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості (на основі розрахунку середньозваженої вартості капіталу).
5. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації фінансових ризиків.
6. Формування показника цільової структури капіталу.

На нашу думку, представлений алгоритм не є досконалим з точки зору придатності до реалізації у практичній діяльності господарюючих суб'єктів у зв'язку з відсутністю єдиного

інтегрального або універсального критерію оптимізації, а пропонувані методи оптимізації структури капіталу не враховують особливості функціонування збиткових підприємств.

На основі критичного аналізу існуючих методів оптимізації структури капіталу підприємства можна зазначити наступне. Серед найбільш активно використовуваних підприємствами на практиці методів оптимізації можна виділити такі:

1. Метод оцінки ефекту фінансового левериджу (важеля) або оптимізація за критерієм максимізації фінансової рентабельності, який дозволяє шляхом визначення взаємозв'язку між чистим прибутком компанії, обсягом валового прибутку та залученням позикового капіталу, що сприяє зростанню обсягів фінансування діяльності, розрахувати приріст рентабельності власного капіталу та, відповідно, прийняти рішення щодо змінення структури капіталу підприємства. Ефект фінансового левериджу розраховується за формулою [8, с.436]:

$$E_{фл} = (1 - C_{пп}) \times (K_{впа} - C_{впк}) \times \frac{ПК}{ВК}, \quad (3.1)$$

де  $E_{фл}$  – ефект фінансового левериджу, який фіксує приріст фінансової рентабельності ( $\Delta ROE$ ), %;  $C_{пп}$  – ставка податку на прибуток у вигляді десяткового дробу;  $K_{впа}$  – коефіцієнт валової рентабельності активів, %;  $C_{впк}$  – середня ставка відсотку за кредитні кошти, що сплачує підприємство за використання позикового капіталу;  $ПК$  – середня сума позичкового капіталу підприємства;  $ВК$  – середня сума власного капіталу підприємства.

Важливою передумовою виникнення позитивного ефекту фінансового левериджу є перевищення коефіцієнту валової рентабельності активів (тобто, доходність сукупного капіталу підприємства) над вартістю позикового капіталу. Основним недоліком даного методу є неврахування внутрішньої структури власного та позичкового капіталу, а також визначення власних коштів як безоплатних, що не завжди відповідає дійсності.

1. **Метод *EBIT-EPS*** базується на оцінці впливу альтернативних довгострокових варіантів фінансування на значення прибутку на акцію (*EPS – Earning per Share*). Даний метод передбачає побудову функції лінійної залежності між прибутком до виплат процентів та податків (*EBIT*) та прибутком на акцію (звичайну) та вибір для

прогнозованого значення *EBIT* такого варіанту фінансування (тобто структури капіталу) за якого максимізується значення *EPS* [105, с.166]:

$$EPS = \frac{\text{Прибуток після сплати податків} - \text{Дивіденди за звичайними акціями}}{\text{Кількість емітованих звичайних акцій}} = \frac{(1-t) \times (EBIT - I) - D_{\text{прив}}}{\text{Кількість емітованих звичайних акцій}} \quad (3.2)$$

де  $D_{\text{прив}}$  – дивіденди за привілейованими акціями,  $t$  – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом.

Перевагою даного методу є використання в якості незалежної змінної показника операційного прибутку (*EBIT*), який не залежить від структури капіталу підприємства. Проте недоліками методу є, по-перше, дослідження альтернативних варіантів фінансування без можливості їх комбінації, та, по-друге, в основі методу є критерій максимізації значення *EPS*, а не ринкова вартість компанії. Останній недолік особливо відчутний в умовах української економіки, коли дивіденди взагалі не виплачуються, тому даний показник складно розрахувати, а тим більше, максимізувати.

**2. Метод оптимізації за співвідношенням операційного та фінансового левериджу** дозволяє визначити різні співвідношення між виручкою, операційним прибутком, виробничими та фінансовими витратами, та їх сукупний вплив на чистий прибуток підприємства.

Ефект спільного важеля розраховується як добуток ефекту операційного левериджу та ефекту фінансового важеля і показує, на скільки відсотків зміниться чистий прибуток при змінненні обсягу виробництва (реалізаційного доходу) на 1% [105, с.164]:

$$\frac{pQ - vQ}{pQ - vQ - F - I} = \frac{EBIT - F}{EBIT - I} \quad (3.3)$$

$$E_{\text{сл}} = \frac{\text{Маржинальний дохід}}{\text{Дохід} - \text{Витрати (операційні + фінансові)}} \quad (3.4)$$

де  $p$  – ціна виробу, грош.од.;  $Q$  – обсяг виробництва, од.;  $v$  – змінні виробничі витрати на одиницю виробу, грош.од.;  $F$  – сукупні постійні виробничі витрати, грош.од.;  $I$  – фінансові

витрати на залучення позикового капіталу, грош.од.; ЕВІТ – операційний прибуток, грош.од.;  $E_{cl}$  – ефект спільного важеля, %.

Головною перевагою даного методу є врахування комерційного ризику та зміни структури виробничих витрат на чистий прибуток та доходність власного капіталу підприємства у процесі вибору структури капіталу. Однак застосовувати даний метод слід з обережністю, тому що великий спільний ефект левериджу означає не тільки можливості значного приросту чистого прибутку, а й можливість значного зниження при незначній зміні умов функціонування та економічної кон'юнктури.

**3. Метод мінімізації середньозваженої вартості капіталу** (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*) передбачає проведення багатоваріантних розрахунків вартості капіталу з визначенням такої структури, яка б мала мінімальні сукупні витрати на капітал для підприємства [30, с. 19]:

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times K_D + \frac{E}{D+E} \times K_E \quad (3.5)$$

де  $D$  (*debt*) – позиковий капітал, грош.од.;  $E$  (*equity*) – власний капітал, грош.од.;  $K_D$ ,  $K_E$  – бар'єрні ставки доходності власного та позикового капіталу, виходячи з альтернативних варіантів інвестування, %.

Або враховуючи ефективну ставку позикового капіталу та вартість складових статутного фонду, сформованого за рахунок емісії привілейованих та звичайних акцій, без визначення альтернативної вартості складових капіталу, розрахунок середньозваженої вартості можна здійснити за формулою [86, с. 730]:

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times I_D \times (1-t) + \frac{E_P}{E} \times I_{Ep} + \frac{E_E}{E} \times I_{EE} \quad (3.6)$$

де  $I_d$  – ставка відсотку за кредитні кошти,  $t$  – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;  $E_P$  – капітал, сформований за рахунок привілейованих акцій, грош.од.;  $E_E$  – капітал, сформований за рахунок звичайних акцій, грош.од.;  $I_{Ep}$  – ставка доходності на привілейовані акції, %;  $I_{EE}$  – ставка доходності на звичайні акції, %.

При застосуванні даного методу виникають складнощі з визначенням вартості власного та позикового капіталу, яка найбільш об'єктивно може бути оцінена з поправкою на коефіцієнт ризику (бета-коефіцієнт), що є вимірювачем інвестиційного ризику компанії. Зазвичай, аналіз даного коефіцієнту робиться на основі моделі оцінки капітальних активів (*CAPM, Capital Asset Pricing Model*). Інколи для таких оцінок використовують кредитні рейтинги компанії, проте в умовах відсутності таких рейтингів для більшості компаній в Україні, а також фактично невеликих діапазонів значень міжнародних рейтингів (від *СС* до *ВВ+*), відсоткову ставку для різних співвідношень позикового та власного капіталу складно оцінити.

**4. Метод операційного прибутку**, спрямований на визначення прийняттого рівня боргу у структурі капіталу на основі оцінки впливу боргового навантаження на ймовірність банкрутства підприємства. Даний метод є найбільш корисним саме для збиткових підприємств, оскільки вони знаходяться в зоні максимального ризику банкрутства. Даний метод націлений на виявлення ймовірності банкрутства компанії на основі аналізу мінливості (волатильності) її прибутку.

Для кожного конкретного рівня фінансового левериджу (*D/E*) аналізується ймовірність банкрутства та порівнюється з заданим „пороговим” значенням, яке визначається на підставі експертних висновків менеджерів. Якщо при даній величині боргу ймовірність банкрутства нижче заданого обмеження, то боргове фінансування необхідно збільшити, та, навпаки, якщо ймовірність банкрутства вище „порогового” значення, то фінансовий леверидж або боргове навантаження слід зменшити. Таким чином, цільовим розміром боргу виступає той, при якому ймовірність банкрутства дорівнює заданій пороговій величині.

Банкрутство в даному методі визначається як неспроможність компанії здійснювати поточні виплати за боргами, тобто як ймовірність того, що операційного прибутку не вистачить для покриття відсотків за позиками та на погашення поточної частини боргу. Формально умова банкрутства для періоду *t* має такий вираз:

$$EBIT < D_p, \quad (3.7)$$

де  $EBIT$  – прибуток до сплати відсотків та податків, грош.од.;  $D_p$  – поточні витрати на використання позикового капіталу, грош.од.

Ймовірності банкрутства при заданому рівні боргового навантаження на прибуток можна представити у такому вигляді [31, с. 36]:

$$p = P(EBIT < D_p) = \int_{-\infty}^{D_p} f(EBIT)dEBIT \quad (3.8)$$

На основі розрахунку дисперсії операційного прибутку за певну кількість періодів  $n$ , визначається значення показника:

$$\frac{\overline{EBIT} - D_p}{\sqrt{\tilde{\sigma}^2}}, \quad (3.9)$$

де  $\overline{EBIT} = \frac{\sum EBIT_i}{n}$  – середнє значення операційного прибутку

за періоди  $n$ ;  $\tilde{\sigma}^2 = \frac{\sum (EBIT_i - \overline{EBIT})^2}{n-1}$  – дисперсія операційного прибутку;  $n$  – кількість періодів, за які відомі значення операційного прибутку.

Розраховане значення даного показника оцінюється аналітиком за таблицями нормального розподілення Ст'юдента при ступенях свободи  $(n-1)$  шляхом визначення ймовірності для отриманого значення. Порівняння розрахованої ймовірності банкрутства з „пороговим” значенням надає можливість визначити доцільність нарощування боргу в наступному періоді.

До недоліків даного методу можна віднести те, що для розрахунку дисперсії прибутку використовуються історичні дані, які можуть не відповідати реальним перспективам розвитку компанії, а також враховується вплив лише поточних зобов'язань. Окрім цього моделі властиві жорсткі вимоги щодо вхідних даних, та реалістичність висновків може бути зниженою для компаній з високим ступенем волатильності прибутків.

Таким чином, враховуючи особливості використання зазначених методів оптимізації структури капіталу та результатів економетричного моделювання впливу рівня боргового навантаження на ймовірність фінансово-економічної неспроможності збиткових підприємств, внесемо пропозицію

щодо застосування методу оптимізації структури капіталу на основі оцінки впливу рівня боргового навантаження на ймовірність банкрутства для підприємства.

Для визначення залежності між даними показниками спростимо представлену в підрозділі 2.3. наскрізну логіт-модель прогнозування ймовірності банкрутства (2.15), яке матиме наступний вигляд:

$$PROB(Z_{it} = 1) = F(\beta_0 + \beta_1 TDRA) + \varepsilon_{it}, i=1, \dots, N, t=1, \dots, T, \quad (3.10)$$

де  $PROB(Z_{it}=1)$  – ймовірність того, що  $it$ -значення бінарної змінної дорівнює 1 за умови  $x_{it}$ ,  $F(Z) = \frac{1}{1 + e^{-Z}}$  – логістична функція,  $\varepsilon_{it}$  – випадкова складова,  $\beta_0, \beta_1$  – невідомі параметри моделі,  $TDRA$  – рівень боргового навантаження.

Результати моделювання представлені в табл.3.2.

**Таблиця 3.2**

**Коефіцієнти та параметри оцінки наскрізної  
logit-моделі: специфікація 4**

Показник	Coef.	Std.Err	z	P >  z	95% conf.interval	
					min	max
TDRA	3,403	1,057	3,22	0,001	1,331	5,476
(Const)	-1,667	0,609	-2,73	0,006	-2,861	-0,472
Log likelihood = -53,86   LR chi2(7) = 12,32   Prob > chi2 = 0,0004   Pseudo R2=0,1026 n=87						

Джерело: розраховано авторами.

Оцінка показників специфікації моделі свідчить про її адекватність та статистичну значущість. Аналітичний вираз побудованої моделі виглядатиме так:

$$PROB(Z = 1) = (1 + e^{1,667 - 3,403X_1})^{-1}, \quad (3.11)$$

де  $x_1$  –  $TDRA$ , відношення сукупного боргу підприємства до загальної вартості активів;  $e$  – число Ейлера, яке дорівнює 2,718.

Таким чином, на основі відомого або прогнозованого рівня боргового навантаження підприємства, яке має перманентні або постійні збитки у попередніх періодах, можна розрахувати ймовірність ризику банкрутства, та, відповідно, прийняти рішення щодо необхідності збільшення або зменшення боргу. Слід



звернути увагу на те, що інтегральна оцінка фінансового стану підприємства, на основі якої були зроблені висновки щодо задовільності або незадовільності фінансового стану господарюючого суб'єкта, враховувала такі чинники як ліквідність, доходність, ризики та волатильність.

Висновки щодо критичності розрахованого значення ймовірності ризику банкрутства можна здійснювати на основі порівняння із заданим рівнем ризику, який може бути визначений експертним методом, або ж у порівнянні із середньогалузевими значеннями. Результати розрахунку середньогалузевої ймовірності банкрутства промислових підприємств вибірки за окремими видами економічної діяльності представлені у табл.3.3.

**Таблиця 3.3.**

**Середньогалузева ймовірність ризику банкрутства за вибірковою сукупністю збиткових підприємств за період 31.12.2009-31.12.2011 рр.**

Вид економічної діяльності	Роки		
	2009	2010	2011
Металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів (n*=12)	62,50%	63,10%	59,83%
Виробництво коксу, продуктів нафто-перероблення та ядерних матеріалів (n*=6)	49,51%	50,04%	49,51%
Хімічна та нафтохімічна промисловість (n*=4)	32,68%	36,95%	45,54%

\*- кількість підприємств

Джерело: розраховано авторами.

У разі відсутності даних для порівняння слід мати на увазі, що ймовірність банкрутства підприємства змінюється в інтервалі від 0 до 100%, а отже наявність історичних даних щодо даного показника та динаміка інтегрального Z-показника фінансового стану підприємства дозволить зробити висновки щодо критичності існуючої структури фінансування при наближенні ймовірності до 100%.

Незважаючи на певну міру умовності реалізації будь-яких економіко-математичних моделей на практиці, запропонований метод оптимізації структури капіталу на основі боргового навантаження не вимагає додаткових складних розрахунків та дозволяє надати експрес-оцінку структури капіталу. Особливу цінність запропонований метод має для збиткових підприємств,

оскільки його застосування в практичній діяльності сприятиме організаційно-економічному вдосконаленню фінансової архітектури підприємства у розрізі оптимізації структури капіталу.

Отже, оскільки для більшості збиткових підприємств нагальною є проблема значного боргового навантаження проаналізуємо способи реструктуризації боргу. Зміст реструктуризації боргу полягає у досягненні домовленостей між позичальником та кредитором щодо нової схеми погашення боргів у зв'язку із неспроможністю боржника виконати взяті раніше фінансові зобов'язання. Серед дієвих та найбільш розповсюджених у практиці господарювання способів реструктуризації заборгованості є такі [18, с.407]:

- трансформація боргу у власність;
- конверсія короткострокової заборгованості в довгострокову;
- списання заборгованості.

Найбільш складною є форма реструктуризації боргу, яка передбачає конверсію або трансформацію боргу у власність, оскільки відбувається зміна в складі власників підприємства. Це зумовлює ризики втрати контролю над підприємством колишніми власниками, при цьому реального надходження ліквідних коштів не відбувається. Зазвичай, трансформація боргу у власність здійснюється на етапі санаційного оздоровлення підприємства, та використовується великими кредиторами, які позитивно оцінюють санаційні перспективи боржника та планують диверсифікувати власний бізнес за рахунок придбання пакетів акцій інших компаній.

Для кредитора такий метод також пов'язаний з певними ризиками, зокрема з ризиком повної або часткової втрати вимог, оскільки після того, як кредитор стане власником корпоративних прав, його вимоги задовольнятимуться в останню чергу, нарівні з іншими співвласниками.

Як зазначають А.І.Даниленко та співавтори, важливою передумовою успішного застосування інструменту трансформації боргу у власність є використання цього інструменту з податкової точки зору [18, с. 408]. Так, відповідні операції не призводять до виникнення податкових зобов'язань, оскільки кредитор

оформлює цю операцію як зарахування в погашення боргу коштів, спрямованих на здійснення прямих інвестицій.

Поширеним способом реструктуризації заборгованості підприємства є пролонгація заборгованості у стандартний спосіб трансформації короткострокових кредитів у середньо- або довгострокові. У зарубіжній практиці досить часто вдаються до операції обміну боргових вимог на довгострокові облигації з фіксованим процентом. Водночас складність і витратність ведення відповідних переговорів зумовлені значною кількістю держателів облигацій і широкою географією їх місцезнаходження.

Списання заборгованості полягає у відмові кредитора від своїх вимог (у формі повної або часткової відмови), що прирівнюється до безповоротної фінансової допомоги боржнику. Проте суттєвою перешкодою участі кредиторів у фінансовому оздоровленні боржника є законодавчі ускладнення процедури списання або відстрочки боргів.

До інших способів реструктуризації заборгованості можна віднести проведення взаємозаліків заборгованостей, поступка прав власності на основні засоби (що інколи дозволяє вигідно звільнитися від непрофільних активів), переоформлення заборгованості із незабезпеченої у забезпечену за умови скорочення суми боргу на основі гарантій щодо погашення, наданих сторонніми особами, погашення за рахунок банківських векселів.

Разом з цим, слід зауважити, що ефективність та спектр використання способів реструктуризації заборгованості дуже сильно залежать від зацікавленості кредиторів прийняти участь у фінансовому оздоровленні підприємства-боржника. На нашу думку, одним із основних чинників, що впливає на прийняття рішення щодо стимулювання участі кредиторів є інформаційна асиметрія, яка породжує конфлікт інтересів між зацікавленими особами підприємства (особливо між різними групами кредиторів). Використання інструментів щодо вирішення проблематики інформаційної асиметрії на основі застосування моделей прогнозування ймовірності ризику банкрутства, а також створення умов для контролю з боку кредиторів, які виявили зацікавленість у відновленні платоспроможності збиткового підприємства дозволить підвищити можливості їх фінансового оздоровлення.

Алгоритм оптимізації структури капіталу як компоненту фінансової архітектури збиткового підприємства у вигляді блок-схеми представлено на рис. Ж.1. додатку Ж.

Таким чином, узагальнимо, що в реальній ситуації структура капіталу формується під впливом низки чинників, багато з яких складно кількісно оцінити. Серед них – різна привабливість та доступність джерел фінансування для підприємства, асиметрія інформації, стадія життєвого циклу, на якій знаходиться підприємство, необхідність збереження фінансової гнучкості та особливо гостро стоять питання акціонерного контролю над корпорацією. За таких умов оптимальна структура капіталу може розглядатися як унікальний набір інструментів фінансування діяльності підприємства, що нівелюють асиметричність інформації та відповідають заданому рівню контролю з боку власників.

Реалізація функцій контролю власниками у світовій практиці господарювання досягається наступними методами [122, с.39]:

- ринок корпоративного контролю (злиття та поглинання);
- делегування та концентрація функції контролю членам наглядової ради компанії (ради директорів);
- використання компенсаційних схем винагороди менеджменту;
- концентрація власності;
- застосування судового механізму покарання менеджменту у випадку порушення ними зобов'язань перед акціонерами.

Проте, слід погодитися з Л. Венгер та співавторами, що серед наведених механізмів в Україні реально працюють лише механізми концентрації власності та з меншою ефективністю ринок корпоративного контролю [73, с. 698]. Тобто, в умовах низького рівня захисту прав власності та недосконалості механізмів функціонування фондового ринку в Україні концентрація власності стала необхідним інструментом контролю з боку акціонерів за діяльністю підприємства з метою зниження ризиків рейдерства, що зумовлює необхідність дослідження впливу структури власності на результати діяльності підприємств та, відповідно, його фінансовий стан [37].

За результатами економетричного моделювання впливу параметрів структури власності на ймовірність фінансово-економічної загрози було виявлено відсутність такого зв'язку, що

може бути пояснено низькою варіацією даних показників у трирічному інтервалі та свідчить про завершення активних реорганізаційних процесів на великих підприємствах.

Зокрема, за даними вибіркової сукупності 29 збиткових підприємств лише в структурі власності 7 підприємств відбулися зміни, що було зафіксовано варіацією показника частки акцій найбільшого власника у статутному фонді. В наслідок відсутності середньогалузевої статистики щодо даних параметрів досить важко визначити та проаналізувати їх вплив на фінансовий стан господарюючих суб'єктів. Водночас, за результатами дослідження рівня концентрації власності за даними вибіркової сукупності підприємств можна зазначити наступне:

— середній рівень концентрації власності у металургійному виробництві за період 2009–2011 рр. становив 56-57% акцій у власності найбільшого акціонера;

— середній рівень концентрації власності на підприємствах виробництва коксу та продуктів нафтоперероблення за період 2009–2011 рр. становив 50% акцій у власності найбільшого акціонера;

— середній рівень концентрації власності у хімічному виробництві за період 2009–2011 рр. становив 48–52% акцій у власності найбільшого акціонера;

— середній рівень концентрації власності у добувній промисловості за період 2009–2011 рр. становив 74% акцій у власності найбільшого акціонера.

Концентрація власності може здійснювати різноспрямований вплив на ефективність діяльності підприємства та його фінансовий стан, що підтверджується результатами емпіричних досліджень Г.Демсеца і К.Лена [128], І.Івашковської і А.Степанової [33], А.Діка і Л.Зингалеса [132] та інших. Загалом, дослідники доходять до висновків, що вплив концентрації власності на діяльність компанії залежить від геополітичних чинників, а саме: інституційні рамки ведення бізнесу, розвиненість фінансового ринку, ступінь захисту прав власності міноритарних акціонерів, менталітет нації тощо.

Як правило, в країнах із недосконалим правовим захистом інтересів акціонерів власність в компаніях має високий ступінь концентрації, що з одного боку є логічним наслідком прагнення

власників компаній убезпечити компанію від ризику рейдерського захоплення, проте, з другого боку, концентрація власності призводить до отримання домінуючими власниками так званих „приватних вигід контролю” (*private benefits of control*).

Отримання таких вигід пов'язане із наявністю у контролюючого власника важелів впливу на прийняття стратегічних рішень собі на користь. А отже, це, по-перше, стримує позитивно спрямовану ініціативність діяльності менеджменту, а, по-друге, провокує виникнення корпоративних конфліктів.

Дослідження природи виникнення корпоративних конфліктів свідчать, що в англосаксонських країнах з розпорошеною структурою власності переважають конфлікти між акціонерами та менеджерами. Для країн континентальної Європи та країн, що розвиваються, є характерним конфлікти, що виникають між мажоритарними та міноритарними акціонерами.

В приватних російських та українських компаніях внаслідок високої концентрації власності основним конфліктом, також як і в Європі, є протистояння між міноритаріями та контролюючими акціонерами. Проте внаслідок недостатньо розвиненого правового середовища та відсутності верховенства закону, цей конфлікт є більш вираженим, а порушення прав міноритаріїв часто відбуваються більш жорсткими методами, ніж в Європі [51, с. 9]. При цьому слід звернути увагу на те, що настання фінансової кризи на підприємстві призводить до активізації внутрішніх корпоративних конфліктів, які на стабільному проміжку життєвого циклу не мають тенденції до загострення.

Таким чином, узагальнюючи вищенаведене, зазначимо, що достатньо високий рівень концентрації власності, властивий найбільшим збитковим підприємствам України, опосередковано свідчить про необхідність оптимізації діючої системи корпоративного управління з метою зниження ймовірності виникнення або попередження виникнення корпоративних конфліктів, а також з метою підвищення результативності праці менеджменту таких підприємств.

Зауважимо, що корпоративне управління – це не тільки організація діяльності наглядової ради або система взаємовідносин між акціонерами та механізм дотримання їх прав. Шляхом організації системи корпоративного управління на

підприємстві реалізується інтегрований підхід до побудови засад та механізмів, за допомогою яких здійснюється управління бізнесом, в тому числі питання стратегічного планування, управління ризиками, забезпечення відповідності діяльності компанії вимогам законодавства (корпоративний аудит), що дозволяє компанії з мінімальними втратами та швидше долати кризи у процесі її життєвого циклу розвитку.

Враховуючи виявлені в процесі дослідження взаємозв'язки між окремими параметрами корпоративного управління та ймовірністю погіршення фінансового стану підприємства, виокремимо наступні заходи, які, на нашу думку, сприятимуть підвищенню якості корпоративного управління:

1. Забезпечення незалежності внутрішнього фінансового аудиту від членів наглядової ради підприємства – виявлена наявність зворотного зв'язку між здійсненням аудиту наглядовою радою та ймовірністю ризику банкрутства свідчить про неефективність такого аудиту внаслідок відсутності об'єктивного погляду на існуючі проблеми на підприємстві. Підвищити незалежність функції аудиту можна на основі обов'язкового включення до складу ради незалежних директорів з бездоганною репутацією і досвідом діяльності у галузі, якій належить підприємство, та виключити зі складу ради представників працюючих акціонерів.

2. Впровадження у практику господарювання обов'язкове створення комітетів з питань винагороди членів наглядових рад та прив'язки системи винагороди до ринкових показників діяльності підприємства. Станом на 01.01.2011 р. у майже 89% акціонерних товариств, які звітують НКЦПФР України, члени наглядових рад не отримують винагороди, а у 11% ця винагорода є фіксованою сумою [83, с. 50]. При цьому зазначимо, що використання таких компенсацийних схем винагороди може використовуватися і для підвищення зацікавленості менеджменту компанії до більш плідної діяльності, що загалом сприятиме розподіленню специфічних ризиків компанії. Доцільним можна вважати визначення критерію винагороди у даній схемі на основі цільових показників діяльності підприємства на різних стадіях життєвого циклу.

3. Оптимізація чисельності та складу наглядової ради на основі дотримання пропорційності між окремими представниками груп

стейкхолдерів підприємства. Згідно даних НКЦПФР України станом на 01.01.2011 р. питома вага представників акціонерів, які володіють менше 10% акцій, становила 57,12% проти 64,56% у 2006 р. Отже, наявною є тенденція до дисбалансу у структурі наглядової ради підприємств. Проте, не менш важливим є, на нашу думку, включення до складу наглядової ради власників інноваційних розробок, які втілюються на підприємстві протягом певного часу, а також власників інвестиційного капіталу. Важливим також є контроль за проблемою „безбілетника”.

4. Впровадження у практику господарювання норми щодо обов'язкового проведення незалежного аудиту мінімум 2 рази на рік, що дозволить підвищити інформаційну прозорість підприємства та сприятиме вчасному виявленню негативних ознак як в сфері управління, так і в сфері фінансового забезпечення діяльності підприємства.

5. Оновлення складу наглядової ради мінімум кожні 2 роки на конкурсних засадах для отримання нового бачення на існуючі проблеми на підприємстві та з метою надання можливості іншим представникам груп стейкхолдерів реалізувати власні професійні амбіції.

6. Запровадження практики оприлюднення ідентифікаційних даних про топ-менеджерів, генеральних директорів, бухгалтерів, які неякісно виконували свої обов'язки на вищих посадах в органах управління підприємствами або довели його до стану тривалої збитковості чи навіть банкрутства. Це є доцільним з метою зниження рівня непрофесіоналізму серед ланки вищого менеджменту.

7. Ініціювання процедури медіації з метою збалансування та узгодження інтересів стейкхолдерів підприємства у разі виникнення корпоративних конфліктів, що дозволить заінтересованим сторонам віднайти оптимальне рішення проблеми, яка зумовила виникнення конфлікту інтересів, з мінімальними витратами часу, коштів та сприятиме збереженню конфіденційності і добрих партнерських стосунків між сторонами конфлікту [39, с.64].

8. Підвищення якості корпоративного управління шляхом ведення фінансової звітності за МСБО, розробки Положення про конфлікт інтересів та власного Кодексу корпоративного управління.

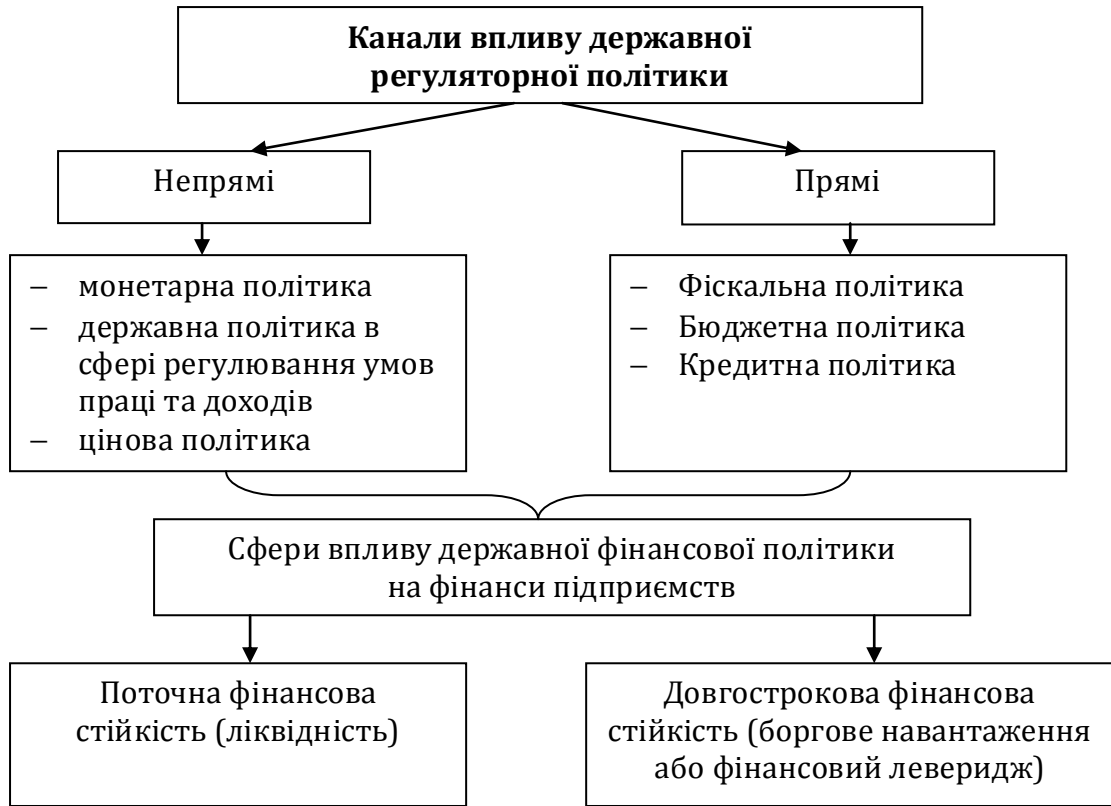


9. Таким чином, узагальнимо, що запропоновані заходи щодо оптимізації структури капіталу та системи корпоративного управління є важелями внутрішньогосподарського впливу на результати діяльності підприємства та визначають його можливості щодо подолання фінансової кризи. Низка питань, пов'язаних з оптимізацією організаційно-правової форми підприємств та структури власності не можуть бути реалізовані без удосконалення державної політики щодо фінансової стабілізації вітчизняних підприємств. Визначення каналів та сфер впливу державної регуляторної політики на потенціал організаційно-економічної трансформації фінансової архітектури збиткових підприємств представлено у наступному підрозділі.

### **3.2. Державне регулювання оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств України та забезпечення покращення їх фінансових результатів**

Неоднозначний вплив державної регуляторної політики на сферу фінансового забезпечення діяльності підприємств галузей економіки, зокрема промисловості, зумовлюється внутрішньою суперечністю таких завдань, як зміцнення державних фінансів у посткризовий період та забезпечення фінансової стабільності підприємств, зокрема промислових. Як зазначають дослідники, в Україні державна фінансова політика негативно впливає на фінансовий стан вітчизняної промисловості внаслідок збалансування державних фінансів за рахунок послаблення фінансової ресурсної бази підприємств [18, с. 38]. Канали та сфери впливу державної регуляторної політики на сферу фінансів підприємств реального сектору представлені на рис.3.1 [18].

Зазначимо, що в сучасних умовах необхідність активного втручання держави в сферу господарської діяльності реального сектору економіки актуалізувалася в наслідок неспроможності більшості підприємств подолати наслідки фінансово-економічної кризи 2008 р., яка загострила проблему неоптимальності сформованої фінансової архітектури вітчизняних підприємств.



**Рис. 3.1. Канали та сфери впливу державної регуляторної політики на фінансовий стан підприємств**

Аналіз зарубіжного досвіду реалізації заходів у сфері державного впливу на стабілізацію фінансів промислового сектору для поновлення ділової активності свідчить, що найбільш вживаними заходами стали такі основні канали впливу:

1. Фіскальний канал - надання податкових пільг та капітальні трансферти – зниження податку на прибуток (в Росії податок на прибуток було знижено до 20% у 2009 р.), та виплат на соціальне страхування працівників, розстрочка податкової заборгованості, пільгове оподаткування інвестицій підприємств у навчання персоналу та наукові розробки, звільнення від ПДВ імпорту технічного обладнання тощо. В деяких країнах, наприклад, в Росії, також запроваджено низку заходів, спрямованих на зниження адміністративного тиску на бізнес, програми боротьби з корупцією, ліквідація зайвих адміністративних бар'єрів. Надання інвестиційних пільг застосовується у Франції, Кореї, Канаді (7,76 млрд. дол. США було спрямовано на підтримку канадських будівельних компаній у 2009-2010 рр.) [1, с.17].

2. Кредитний канал підтримки фінансової стійкості підприємств - надання субсидій виробникам і споживачам промислової продукції національних товаровиробників на сплату процентів по кредитах. Так, в Росії передбачена програма субсидювання частки відсоткових ставок російським організаціям автомобілебудування та транспортного машинобудування за кредитами, що отримані в російських кредитних організаціях на технологічне переоснащення (2,5 млрд.руб.) [75]. У 2010 р. в Росії реалізовано механізм субсидювання отримання нових автомобілів за рахунок утилізації старої техніки (11,05 млрд.руб.) [76]. В Німеччині для стимулювання попиту споживачів у другому пакеті стимулювання економіки передбачено виплату бонусу в 2500 євро на купівлю нового екологічного автомобілю.

3. Кредитний канал підтримки ліквідності підприємств - надання державних гарантій промисловим підприємствам для отримання кредитів та прямі фінансові вливання в реальний сектор. Так, в США державна фінансова допомога у розмірі 24,7 млрд.долл. США була надана автомобільним гігантам General Motors, Ford, Chrysler [1, с. 18]. В Німеччині було створено фонд, який мав повноваження надання гарантій під кредити підприємствам в загальному обсязі 100 млрд.євро [18, с. 49]. В Китаї уряд надав пряму фінансову допомогу у розмірі 880 млн.дол. США) двом державним авіакомпаніям.

Також слід звернути увагу на те, що в країнах G-20 в межах антикризової політики було реалізовано заходи, спрямовані на стимулювання інвестиційного та споживчого попиту на продукцію промисловості за допомогою важелів бюджетної політики. За результатами дослідження МВФ, в середньому додаткові капіталовкладення в інфраструктурні проекти країн G-20 становили 0,53% ВВП [155].

У Бельгії введена в дію пільга зі сплати податку на доходи працівників. Спочатку її розмір становив 0,75%, а з 1 січня 2010 р. її було збільшено до 1% від розміру доходу [1, с. 21]. В Австрії з метою стимулювання споживання було знижено рівень податкового навантаження на домогосподарства. Програма загальною вартістю 2,57 млрд. євро була розрахована на два роки (2009-2010 рр.) і передбачала зниження ставок податків та збільшення виплат з допомоги та субсидій.

Окремо зазначимо, що уряди розвинених країн з метою підтримки реального сектору економіки також активно використовували непрямі канали державної підтримки промисловості, а саме: формування сприятливого макроекономічного середовища на основі проведення стимулюючої монетарної політики та раціоналізації державних витрат, а також стабілізація фінансового сектору для відновлення кредитування промислового виробництва.

Реалізація антикризових заходів в Україні у 2008-2009 рр. з метою підтримки промислового виробництва не мала системного характеру та передбачала застосування окремих прямих каналів регуляторного впливу. Насамперед, була здійснена фінансова допомога держави банківським установам та надані субсидії. Проте, оцінюючи результати таких програм у розрізі сум збитків, які отримали промислові підприємства за результатами діяльності у 2011 р., можна стверджувати, що ефективність антикризової політики держави є досить низькою.

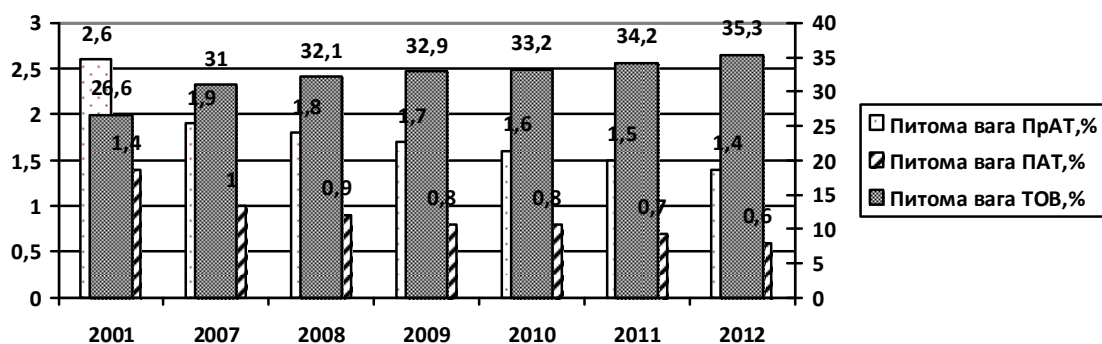
Отже, з метою фінансового оздоровлення збиткових підприємств реального сектору економіки України нами пропонується поєднання непрямих та прямих каналів впливу державної регуляторної політики на підвищення фінансової стійкості та ліквідності суб'єктів господарювання шляхом реалізації заходів, спрямованих на оптимізацію фінансової архітектури підприємства за її компонентами.

Зокрема, враховуючи стійку тенденцію до формування закритих підприємств в Україні у формі приватних акціонерних товариств та товариств з обмеженою відповідальністю (рис.3.2), слід зазначити, що саме організаційно-правова форма підприємства є індикатором ступеня довіри між державою та господарюючими суб'єктами та суттєво впливає на можливість залучення фінансових ресурсів у його господарську діяльність.

Отже, згідно даних Державного комітету статистики України, кількість ТОВ і ПрАТ (включаючи ЗАТ) станом на 01.01.2012 р. становила 467822 і 18366 підприємств відповідно. Кількість ПАТ, включаючи ВАТ, становила 7543 підприємств [100, с.84].

Загальновідомо, що публічні акціонерні товариства (ПАТ) мають значно більше можливостей щодо залучення капіталу шляхом розміщення цінних паперів, проте недосконалість механізмів захисту прав власності, їх перерозподілу та пасивна

роль вітчизняного фондового ринку у поєднанні з жорсткими вимогами щодо ведення діяльності у формі ПАТ стримують вітчизняних виробників здійснювати перехід у дану форму. Хоча формально переважна більшість існуючих ЗАТ за кількістю акціонерів мають бути реорганізовані у форму ПАТ.



**Рис. 3.2. Питома вага суб'єктів ЄДРПОУ за організаційно-правовими формами господарювання в загальній кількості суб'єктів ЄДРПОУ, %**

Слід зазначити, що наявність значної кількості закритих форм господарювання та низька активність фондового ринку України є взаємопов'язаними проблемами. Тобто, діяльність публічних акціонерних товариств, пов'язана із обов'язковою купівлею-продажем цінних паперів на фондовій біржі, проходженням процедури лістингу акцій, внесенням товариства у біржовий реєстр, розкриттям визначеної інформації перед фондовою біржею найбільшою мірою сприяє потребам розвитку окремих сегментів фінансового ринку. Тому з метою активізації процесів перерозподілу капіталів через фондовий ринок України та для підвищення конкурентних переваг функціонування публічних акціонерних товариств пропонуємо внести низку змін у вітчизняне законодавство для застосування фіскального та адміністративного каналів впливу регуляторної державної політики, а саме: до Податкового Кодексу України (щодо пільг по оподаткуванню прибутку підприємств), до Закону України «Про акціонерні товариства» (щодо обмеження кількості зривів загальних зборів акціонерів), до Кодексу про адміністративні

правопорушення України (за зрив загальних зборів акціонерів). Зокрема:

— акціонерні товариства, акції яких котирувалися на вітчизняному фондовому ринку протягом звітного податкового періоду (3 місяці) у розмірі не менше, ніж 10% від загальної кількості акцій товариства, повинні мати право в наступному за звітним податковому періоді оподатковувати свій прибуток за зниженою ставкою (на 5% менше від стандартної);

— акціонерні товариства, в статутному фонді яких присутня частка іноземного капіталу не більше, ніж 50% статутного фонду, та акції яких котирувалися на вітчизняному фондовому ринку протягом звітного податкового періоду (3 місяці) у розмірі не менше, ніж 5% від загальної кількості акцій такого акціонерного товариства, повинні мати право в наступному за звітним податковому періоді оподатковувати свій прибуток за зниженою ставкою (на 5% менше від стандартної).

— згідно вимогам ЗУ „Про акціонерні товариства” [21] кворум загальних зборів акціонерів встановлений на рівні не менше 60%, тобто загальні збори акціонерного товариства можуть бути зірвані, якщо власники 40% + однієї акції не з’являються на засідання. Кількість таких зривів не обмежена. Тому з метою забезпечення ефективності діяльності акціонерних товариств та підвищення рівня відповідальності акціонерів пропонуємо обмежити кількість зірваних зборів до 2 разів, а за зрив третіх зборів притягувати винних акціонерів до адміністративної відповідальності.

У довгостроковому періоді доцільним є спрямування зусиль держави на вдосконалення нормативно-правових засад регулювання господарської діяльності вітчизняних підприємств та підвищення рівня довіри між державою та господарючими суб’єктами. Оскільки лише наявність прозорих механізмів взаємодії між державою та підприємствами за умови макроекономічної та політичної стабільності сприятиме збільшенню кількості акціонерних товариств України публічного типу, що розширить можливості фінансового забезпечення діяльності вітчизняних підприємств та знизить рівень тіньової економіки.

Окремо слід визначити необхідні вдосконалення основного законодавчого акту, який регулює процедуру відновлення

платоспроможності боржника та визначає критерій банкрутства підприємств в Україні, враховуючи досить тісний зв'язок між станом збитковості та ймовірністю банкрутства підприємств. Зокрема, пропонуємо внести наступні зміни до ЗУ „Про відновлення платоспроможності боржника та визнання його банкрутом”:

1. У чинному законі [23] критичною сумою щодо права кредиторів порушувати справи про банкрутство підприємства визначається сума простроченої кредиторської заборгованості у розмірі не менше 300 мінімальних заробітних плат (тобто, станом на 01.01.2013 р. це 344 100 грн.). Дана сума боргу може бути консолідованим боргом кількох кредиторів по відношенню до одного підприємства. Вказана сума була визначена як підстава для звернення кредиторів підприємства-боржника до суду, коли мінімальний розмір статутного фонду для ТОВ (найбільш поширеної форми господарювання в Україні) було встановлено на рівні 100 мінімальних заробітних плат ще аж у 1999 р. З 01.01.2010 р. мінімальний розмір статутного фонду ТОВ було знижено у 100 разів, розмір якого тепер повинен становити не менше суми, еквівалентної одній мінімальній заробітній платі, діючій на момент створення товариства з обмеженою відповідальністю (мінімальний розмір заробітної плати станом на 01.01.2013 р. становить 1147 грн.) [23]. Отже, за таких умов власники ТОВ, які несуть відповідальність в межах своєї частки в статутному фонді, не зацікавлені в збільшенні статутного фонду підприємства та мають можливості щодо накопичення величезних боргів. Це, в свою чергу, призводить до безкарного зростання сум зобов'язань підприємств як перед кредиторами, так і перед державою. Таким чином, враховуючи, що саме розмір статутного фонду є таким, який він зазначений в установчих документах, та закріплену норму обов'язкових відрахувань до резервного фонду, що повинен становити не менше 25% від статутного фонду, пропонуємо з метою підтримки невеликих підприємств, а також тих підприємств, які зацікавлені у довгостроковому партнерстві зі своїми стейкхолдерами (контрагентами, державою та ін.), встановити наступну залежність між розміром статутного фонду підприємства та критичною сумою боргу, що може бути підставою звернення до суду кредиторів підприємства:

— для статутного фонду розміром до 150 000 грн – мінімальна сума боргу (в т.ч. консолідованого) – 100 мінімальних заробітних плат;

— для статутного фонду розміром від 150 001 грн. до 1 500 000 грн – мінімальна сума боргу (в т.ч. консолідованого) – 300 мінімальних заробітних плат;

— для статутного фонду розміром від 1 500 001 грн. та більше – мінімальна сума боргу (в т.ч. консолідованого) – 400 мінімальних заробітних плат.

Зазначене нововведення, на нашу думку, буде сприяти підвищенню рівню довіри між державою та господарюючими суб'єктами, стимулюватиме підприємства дотримуватися розрахунково-платіжної дисципліни, а також забезпечить більшу ефективність та об'єктивність провадження справ про банкрутство підприємств.

2.3 метою підтримки інвестиційно активних підприємств пропонуємо, якщо боржник надасть до суду необхідні документи, що підтверджують втілення будь-якого інвестиційного проекту на підприємстві боржника на суму не менше ніж 5 кратної суми боргу, ініційованої кредитором/кредиторами, то суд має право надати боржнику додатковий термін 3 (три) календарні місяці для позасудового врегулювання питання погашення боргу перед кредитором/кредиторами.

3. Якщо боржник надасть суду необхідні документи з НКЦПФР України, що підтверджують приріст доходу за акціями боржника у розмірі не менше ніж 0,5% кожного календарного місяця протягом останніх 12 (дванадцяти) календарних місяців року, що передував періоду із від'ємними фінансовими результатами діяльності, то суд має право надати боржнику додатковий термін 3 (три) календарні місяці для позасудового врегулювання питання погашення боргу перед кредитором/кредиторами.

Зазначені нововведення сприятимуть оптимізації відносин між тривало збитковим підприємствами або підприємствами-боржниками та кредиторами, а також заохочуватимуть підприємства до пошуку інвесторів для вирішення фінансових проблем без залучення держаних органів.

Окрім зазначених заходів у сфері державного регулювання процесів оптимізації складових фінансової архітектури збиткових підприємств, слід зазначити, що вагому роль в подоланні



проблеми збитковості повинні відігравати податкові органи держави, оскільки саме податкова служба покликана діагностувати вид збитковості підприємства (фактична, фіктивна, прихована) та відповідно реалізовувати контролюючу функцію щодо виявлення фактів порушення чинного порядку обчислення об'єкту оподаткування податком на прибуток.

Фактична збитковість формується на підприємстві внаслідок нездатності менеджменту вчасно реагувати на зміни економічної кон'юнктури та відсутності відповідних змін у організаційно-фінансовій структурі підприємства. Особливу роль у визначенні напрямів організаційно-фінансових трансформацій відіграє ідентифікація стадії життєвого циклу підприємства, врахування якої дозволяє попередити виникнення стану фінансової кризи.

Фіктивна збитковість виникає як результат свідомої дії менеджменту щодо «оптимізації оподаткування». Такі підприємства навмисно ліквідуються з причини банкрутства та з метою уникнення від оподаткування, від виконання цивільно-правових та господарських зобов'язань.

Прихована збитковість зазвичай виникає коли господарюючи суб'єкти шляхом подання недостовірних даних викривляють фінансові результати діяльності для покращення ділового іміджу та підвищення інвестиційної привабливості. Утім, в українських умовах господарювання підприємства вдаються до даних правопорушень з метою зниження ризиків позапланових податкових перевірок.

Очевидно, що для забезпечення надійного підґрунтя макроекономічного регулювання економіки вкрай важливим є ідентифікація ознак фіктивної або прихованої збитковості підприємств, оскільки наслідком такого стану є фіктивне або приховане банкрутство підприємств. У «Методичних рекомендаціях щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємств та ознак дій з приховання банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства» для виявлення ознак фіктивного банкрутства рекомендовано розраховувати коефіцієнт покриття шляхом зіставлення розміру оборотних активів підприємства та його довгострокових і поточних зобов'язань [60]. Перевищення даного коефіцієнту одиниці при нульовій або позитивній рентабельності може свідчити про наявність ознак фіктивного банкрутства на підприємстві.

Ознаками приховуваного банкрутства підприємства є збитковість його діяльності протягом мінімум двох звітних періодів за наявності значних обсягів валового доходу. Для виявлення такого правопорушення податкові органи здійснюють аналіз так званої «податкової віддачі» та порівнюють її розміри з середньогалузевим рівнем даного показника за видами діяльності [18, с. 347]. Так, наприклад, податкова віддача по податку на прибуток розраховується відношенням суми нарахованого податку на прибуток (рядок 12 декларації з податку на прибуток підприємств) до суми скоригованих валових доходів (рядок 3 декларації). Рівень податкової віддачі по податку на прибуток має становити не менше 1 відсотка або бути вищим за середньогалузевий показник по Україні. Податкова віддача по ПДВ розраховується відношенням суми нарахованого податку до обсягів поставок.

Отже, враховуючи те, що збиткові підприємства є об'єктами прискіпливої уваги податкових органів (що є цілком виправданим з точки зору проблеми ухилення від сплати податків за рахунок фіктивної збитковості), виникає необхідність удосконалення механізму взаємодії даних суб'єктів із дотриманням права господарської самостійності підприємств.

При аналізі фінансово-господарських результатів діяльності збиткових підприємств головною задачею податкових органів є визначення правочинності дій, що призвели до стану збитковості підприємства, тобто відрізнити випадкову, фактичну збитковість від навмисної або фіктивної.

Діючи практика визначення ознак дій з доведення до банкрутства акцентує увагу на таких економічних ознаках:

— підписання завідомо невігідних для підприємства (у тому числі фіктивних) договорів;

— необґрунтована виплата грошових коштів, необґрунтована передача третім особам майна;

— прийняття нераціональних управлінських рішень, які негативно впливають на виробничу, торговельну, іншу статутну діяльність підприємства, що призводить до фінансових збитків та втрат;

— заплутовання звітності, знищення документів або інформації, внаслідок чого неможлива ефективна робота підприємства тощо.

Навмисне погіршення фінансово-господарського стану підприємства можна визначити за такими основними ознаками:

- зменшення розміру, приховування та зниження оцінки майна, яке знаходиться у розпорядженні підприємства;
- штучне збільшення розміру кредиторської та дебіторської заборгованості;
- продаж задіяних у виробничо-господарській діяльності основних засобів;
- продаж товарів (робіт, послуг), які виготовляє підприємство, за ціною, нижчою за собівартість, без належних економічних підстав;
- у разі збиткової діяльності підприємства спрямування отримуваних грошових засобів та інвестицій на закупівлю товарів, робіт, послуг, безпосередньо не задіяних у виробничо-господарській діяльності;
- необґрунтоване зменшення або збільшення штату підприємства.

Чинне законодавство України про банкрутство (ч. 3 ст. 215 Господарського кодексу України) передбачає відповідальність за умисне банкрутство (доведення до банкрутства) [15]. Умисне банкрутство – це стійка неплатоспроможність суб'єкта підприємництва, викликана цілеспрямованими діями власника майна або посадової особи суб'єкта підприємництва, якщо це завдало істотної матеріальної шкоди інтересам держави, суспільства або інтересам кредиторів, що охороняються законом.

Отже, можна зазначити, що ознаками умисного створення неплатоспроможності (а надалі і банкрутства) є такі дії боржника, коли він збільшує свої зобов'язання перед кредиторами, хоча за всіма показниками фінансового стану є неплатоспроможним. Тобто, за наявності високого ризику ймовірності банкрутства збиткове підприємство веде свою господарську діяльність без врахування негативного впливу окремих компонентів його фінансової архітектури на ризик погіршення фінансово-економічного стану. Зазначене акцентує увагу на те, що в сфері вирішення проблем збитковості та банкрутства підприємств постає питання підвищення ролі держави у процесі провадження справ про банкрутство, особливо підприємств з часткою державної власності, з метою посилення контролю за діяльністю

учасників процедури банкрутства та попередження реалізації схем «тіньової приватизації» [35, с.10].

Використовуючи отримані нами результати логіт-моделювання залежності між параметрами оцінки компонентів фінансової архітектури збиткових підприємств та ймовірністю банкрутства, а також доповнюючи існуючі підходи до виявлення ознак приховуваного або навмисного банкрутства, пропонуємо впровадження у практику фіскальної взаємодії між господарюючими суб'єктами та державою наступної схеми партнерства:

1. Перший етап – податковими органами з власної ініціативи (при встановленні, наприклад, збиткового стану чи виявленні погіршення фінансового стану) здійснюється оцінка фінансового стану підприємства з позиції оцінки компонентів фінансової архітектури підприємства, яка передбачає комплексний аналіз фінансового стану підприємства, тенденцій щодо динаміки змін основних показників забезпечення зобов'язань кредиторів (забезпечення зобов'язань боржника всіма його активами, забезпечення зобов'язань боржника його оборотними активами, розмір чистих активів) та боргового навантаження, визначення потенціальних можливостей виведення підприємства зі стану тривалої збитковості та неплатоспроможності з позиції оцінки компонентів фінансової архітектури підприємства.

2. Другий етап – податковими органами здійснюється оцінка ймовірності банкрутства підприємства з урахуванням впливу параметрів фінансової архітектури на фінансовий стан підприємства на основі логіт-моделі прогнозування банкрутства підприємств.

3. Третій етап – податковими органами визначаються та аналізуються зовнішні і внутрішні чинники, що призвели до стану збитковості та неплатоспроможності.

4. Четвертий етап – визначення суб'єктів розробки заходів з оптимізації фінансової архітектури підприємства та варіантів взаємодії між ними на основі обраних критеріїв оптимізації окремих компонентів фінансового устрою підприємства (самостійна розробка підприємством заходів з оптимізації, розробка заходів з оптимізації податковими органами, спільна розробка заходів з оптимізації).

5. П'ятий етап – формування або обговорення у разі спільної роботи плану дій з організаційно-фінансової реструктуризації підприємства, термінів виконання та цільових показників.

6. Шостий етап – податковий контроль за виконанням плану з реалізації оптимізаційних заходів, коригування, надання рекомендацій з боку податкових органів на основі консультаційної роботи за бажанням господарюючого суб'єкта.

7. Сьомий етап – оцінка ефективності реалізованих оптимізаційних заходів по закінченню термінів їх провадження на основі оцінки динаміки цільових показників.

Етапи реалізації запропонованого фіскального партнерства між державою та господарюючими суб'єктами, які опинилися у стані фінансової кризи, представлено на рис. Ж.2 додатку Ж.

Слід наголосити, що запропонований вид роботи податкової служби із збитковими підприємствами дозволяє ідентифікувати проблеми підприємства із врахуванням специфіки його фінансової архітектури та має реалізовуватися у тому числі і на добровільних засадах. Зокрема, якщо за результатами діяльності у звітному періоді підприємство отримало збитки і даний суб'єкт вирішує самостійно здійснювати оптимізацію організаційно-фінансового устрою, то податкові органи мають відстрочити позапланові додаткові перевірки даного суб'єкту на визначений термін (термін залежить від тривалості реалізації запланованих оптимізаційних заходів). У разі необхідності консультування з приводу реалізації таких заходів підприємства можуть звертатися до податкових органів для отримання рекомендацій та/або оцінки податкових наслідків запропонованих заходів. Тому для надання кваліфікованої консультаційної підтримки за необхідне вважаємо створити окремий підрозділ у структурі податкової служби, який би цілеспрямовано здійснював роботу з платниками податків у даному напрямку.

Але, якщо через 2 звітні періоди даний суб'єкт господарювання продовжує звітувати про наявність збитків, то підприємство зобов'язане звернутися з письмовою заявою до податкових органів про необхідність спільної взаємодії у процесі розробки заходів з оптимізації фінансової архітектури підприємства. В іншому випадку – податкова служба має право ініціювати початок процедури аналізу фінансово-господарського стану підприємства

– що передбачено п.2 Методичних рекомендацій „Щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства” [60].

Результати такого недобровільного, а примусового аналізу фінансово-господарського стану підприємства повинні бути розглянуті керівництвом податкового органу, й в разі необхідності – передані органам Податкової міліції для притягнення до відповідальності за ст.219 Кримінального кодексу України «Доведення до банкрутства» [54]. Таким чином, враховуючи вищевикладене, узагальнимо, що проблема збитковості підприємств України, і промислових зокрема, може бути вирішена на основі поєднання важелів впливу державної регуляторної політики у сфері стабілізації фінансів підприємства та комплексного підходу до оптимізації фінансової архітектури підприємства його власниками. Реалізація запропонованих заходів дозволить підвищити рівень корпоративної культури, вирішити проблеми фінансового забезпечення діяльності підприємств та сприятиме оздоровленню реального сектору економіки України в довгостроковій перспективі.

### Висновки до розділу 3

Результати висвітленого у третьому розділі дослідження дають підстави для таких висновків:

1. На основі аналізу структури та джерел формування фінансових ресурсів вітчизняних підприємств встановлено, що скорочення частки власного капіталу у структурі фінансового забезпечення діяльності суб'єктів господарювання та суттєве зростання рівня боргового навантаження, зокрема для промислових підприємств з 0,50 пунктів у 2005 р. до 0,66 пункти у 2011 р., зумовлює підвищення ризиків фінансово-економічної неспроможності як для окремих підприємств, так і для національної економіки в цілому. Отже, у вирішенні завдання фінансового забезпечення господарської діяльності підприємств в Україні важливу роль відіграє не тільки достатність та вартість капіталу, а й рівень боргового навантаження, що доводить необхідність оптимізації структури капіталу вітчизняних підприємств за заданих умов господарювання.

2. В межах дослідження з'ясовано, що існуючі методи оптимізації структури капіталу підприємства не є досконалим з точки зору придатності до реалізації у практичній діяльності збитково функціонуючих господарюючих суб'єктів у зв'язку з відсутністю методу оптимізації, що враховував би особливості функціонування збиткових підприємств. Розвиваючи та доповнюючи існуючу класифікацію методів оптимізації структури капіталу результатами економетричного моделювання впливу рівня боргового навантаження на ймовірність фінансово-економічної неспроможності збиткових підприємств, удосконалено методи оптимізації структури капіталу збиткового підприємства на основі аналізу динаміки боргового навантаження підприємства. Застосовуючи даний метод на основі відомого або прогнозованого рівня боргового навантаження підприємства, яке має перманентні або постійні збитки у попередніх періодах, можна розрахувати ймовірність ризику банкрутства, та, відповідно, прийняти рішення щодо необхідності збільшення або зменшення боргу.

3. Встановлено, що в умовах низького рівня захисту прав власності та недосконалості механізмів функціонування фондового ринку в Україні концентрація власності стала необхідним інструментом контролю з боку акціонерів за діяльністю підприємства з метою зниження ризиків рейдерства та опортуністичної поведінки менеджерів. Утім, концентрація власності призводить до отримання домінуючими власниками так званих „приватних вигід контролю”, які пов’язані із наявністю у контролюючого власника важелів впливу на прийняття стратегічних рішень собі на користь. З’ясовано, що це, по-перше, стримує позитивно спрямовану ініціативність діяльності менеджменту, а, по-друге, провокує виникнення корпоративних конфліктів як між власниками і менеджерами, так і між міноритарними і мажоритарними акціонерами.

4. На основі дослідження обґрунтовано, що з метою зниження ймовірності виникнення або попередження виникнення корпоративних конфліктів та підвищення результативності праці менеджменту вітчизняних підприємств доцільним є реалізація системи заходів з оптимізації системи корпоративного управління підприємством. На відміну від існуючих підходів, пропонувані заходи враховують виявлені взаємозв’язки між окремими параметрами оцінки якості корпоративного управління та ймовірністю погіршення фінансового стану підприємства, та сприятимуть підвищенню рівня корпоративної культури і відповідальності у вітчизняному бізнес-середовищі.

5. Встановлено, що комплексна оптимізація фінансової архітектури збиткових підприємств можлива лише на основі впливу регуляторної державної політики на процес фінансової стабілізації підприємств у сфері підтримки фінансової стійкості та ліквідності господарюючих суб’єктів. З метою активізації процесів перерозподілу капіталів шляхом фондового ринку України та для підвищення конкурентних переваг функціонування публічних акціонерних товариств запропоновано внести низку змін у вітчизняне законодавство шляхом застосування фіскального та адміністративного каналів впливу регуляторної державної політики.

6. За результатами аналізу положення ЗУ «Про відновлення платоспроможності боржника та визнання його банкрутом» щодо визначення граничної суми простроченої заборгованості, яка



може слугувати підставою для провадження справ про банкрутство підприємств, обґрунтовано доцільність визначення граничних обсягів боргів від 100/300/400 мінімальних заробітних плат в залежності від розміру статутного фонду підприємства (1 – 150 тис. грн., 150 001 грн. – 1,5 млн.грн., від 1,5 млн. грн.). Це дозволить забезпечити цілеспрямований державний вплив на вирішення проблеми масових порушень розрахунково-платіжної дисципліни підприємств, а також забезпечить підвищення ефективності та об'єктивності провадження справ про банкрутство неплатоспроможних підприємств.

7. Важливим кроком для підвищення ефективності регуляторного впливу держави на діяльність збиткових підприємств є підвищення рівня довіри між державою та господарюючими суб'єктами. З цією метою запропоновано впровадження у практику адміністрування податків спеціальної форми фіскального партнерства, яка передбачає розширення участі податкових органів у процесі ідентифікації проблем збиткового підприємства на основі методики врахування специфіки фінансової архітектури господарюючого суб'єкта. Такий вид податкової роботи повинен реалізовуватися на добровільних засадах (але з певними обмеженнями в термінах реалізації заходів з організаційно-фінансової реструктуризації підприємства) та ґрунтується на рівноправній взаємодії держави і підприємства у процесі його фінансового оздоровлення.

## ВИСНОВКИ

У представленій монографії запропоновано варіант вирішення важливої наукової проблеми оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств України у контексті фінансово-економічного оздоровлення суб'єктів господарювання. За результатами дослідження обґрунтовано такі теоретичні висновки та практичні рекомендації:

— процес оптимізації фінансової архітектури підприємства являє собою сукупність послідовних управлінських дій щодо організаційно-фінансової реструктуризації підприємства на основі збалансування критеріїв оптимальності таких компонентів фінансової архітектури підприємства, як організаційно-правова форма господарювання, структура власності, структура капіталу, система корпоративного управління. Оптимальність фінансової архітектури підприємства є динамічною характеристикою стану його організаційно-фінансової будови, оскільки в процесі життєвого циклу розвитку компанії змінюються фінансові цілі та стратегічні пріоритети діяльності господарюючого суб'єкта, а, отже, змінюється і його фінансова організація;

— критерії оптимізації фінансової архітектури підприємства у розрізі окремих її компонентів як пріоритетні орієнтири організаційно-фінансової трансформації підприємства в контексті досягнення стратегічної цільової функції підприємства враховують вплив кожного компонента фінансової організації підприємства на його фінансовий стан. максимізація обсягу фінансових ресурсів, мінімізація ризиків ворожого поглинання та рейдерства, мінімізація фінансової збитковості, посилення захисту майнових прав власників підприємства;

— механізм оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства являє собою цілісну систему управління процесом організаційно-фінансової реструктуризації збиткового підприємства, що призначена для організації взаємодії об'єктів і суб'єктів даного процесу. Основними положеннями формування даного механізму визначено циклічність розвитку підприємства, що вимагає трансформації його фінансової архітектури в залежності від цілей відповідної стадії циклу; взаємозв'язок та взаємообумовленість компонентів фінансової архітектури, а

також їх адаптивність; узгодженість дії механізму, що досягається на основі алгоритму оптимізації;

— фінансовий результат слугує основним показником оцінки ефективності діяльності господарюючого суб'єкта, оскільки дозволяє порівняти отримані доходи від виробничої діяльності з витратами, що були пов'язані із такою діяльністю. Поглиблений аналіз динаміки показників фінансових результатів діяльності вітчизняних підприємств засвідчив наявність певних негативних явищ в реальному секторі економіки: обсяги чистих збитків промислових підприємств у 2011 р. перевищують отримані підприємствами збитки у кризовому 2009 р., частка збиткових підприємств в промисловості перевищує середній рівень збитковості в економіці; уповільнення темпів зростання обсягів реалізованої продукції промислових підприємств, виручки від реалізації товарів, робіт та послуг, чистого доходу, позитивних фінансових результатів до оподаткування та чистих прибутків у 2011 р. при одночасному підвищенні темпів зростання від'ємних фінансових результатів до оподаткування та чистих збитків підприємств промисловості;

— аналіз чинників збитковості вітчизняних підприємств взагалі та промислових зокрема засвідчив, що найбільш негативний вплив на формування фінансових результатів здійснюють такі характеристики фінансової архітектури вітчизняних підприємств, як закритість організаційно-правових форм господарювання, концентрована структура власності, перевантажена боргами структура капіталу підприємств та низький рівень якості корпоративного управління;

— у процесі дослідження встановлено, що збитковість діяльності підприємства є первинним індикатором майбутньої фінансово-економічної неспроможності підприємства, що сигналізує про настання критичної фази розгортання фінансової кризи підприємства. За відсутності впровадження заходів щодо подолання збитковості в процесі оптимізації фінансової архітектури підприємства, фінансово-економічна неспроможність підприємства може призвести до банкрутства. Доведено прямий статистично значущий зв'язок між кількістю збиткових підприємств в економіці та кількістю порушених справ про банкрутство;

— на основі порівняльного аналізу основних методик прогнозування ризику банкрутства підприємств визначено, що більшість зарубіжних та вітчизняних методик не є придатними для аналізу діяльності українських підприємств, оскільки не дозволяють надати кількісну оцінку ймовірності ризику банкрутства підприємства із врахуванням індивідуальних особливостей його фінансового устрою. З метою діагностування потенційного ризику банкрутства збиткових підприємств України розроблено економетричну логіт-модель оцінки ймовірності ризику фінансово-економічної неспроможності на основі виявлення залежності між компонентами фінансової архітектури підприємств та інтегральним Z-показником їх фінансового стану;

— результати економетричного логіт-моделювання показують, що для збиткових підприємств України існує прямий зв'язок між рівнем боргового навантаження та ймовірністю настання банкрутства. Виявлено різновекторний вплив параметрів системи корпоративного управління підприємств на їх фінансовий стан. Доведена низька статистична значущість зв'язку між структурою власності збиткових підприємств та імовірнісною оцінкою ризику банкрутства;

— в контексті оптимізації фінансової архітектури збиткових підприємств України з метою їх фінансово-економічного оздоровлення доцільно реалізовувати такі заходи: запровадити в господарську практику методу оптимізації структури капіталу на основі оцінки впливу динаміки боргового навантаження на ймовірність ризику банкрутства, що дозволяє дозволяє обґрунтовано підійти до рішення щодо зміни структури капіталу підприємства; забезпечити незалежність внутрішнього фінансового аудиту від членів наглядової ради підприємства; оптимізувати чисельність та склад наглядової ради на основі дотримання пропорційності між окремими представниками груп стейкхолдерів підприємства; виконувати обов'язкові вимоги чинного законодавства та рекомендації стосовно формування системи корпоративного управління;

— комплексна оптимізація фінансової архітектури збиткових підприємств можлива лише на основі впливу регуляторної державної політики на процес фінансової стабілізації підприємств у сфері підтримки фінансової стійкості та ліквідності господарюючих суб'єктів. З метою активізації процесів

---

перерозподілу капіталів шляхом фондового ринку України та задля забезпечення стабільності функціонування акціонерних товариств запропоновано внести низку змін у вітчизняне законодавство, зокрема, пільгове оподаткування прибутку акціонерних товариств, акції яких обертаються на вітчизняному фондовому ринку; посилення адміністративної відповідальності акціонерів за зриви засідань товариств; визначення мінімальної суми простроченої заборгованості, яка може слугувати підставою для провадження справ про банкрутство підприємств, від 100/300/400 мінімальних заробітних плат в залежності від розміру статутного фонду підприємства (1 – 150 000 грн., 150 001 грн. – 1,5 млн.грн., від 1,5 млн. грн.);

— важливим кроком для підвищення ефективності регуляторного впливу держави на діяльність збиткових підприємств є впровадження у практику адміністрування податків спеціальної форми фіскального партнерства, яка передбачає розширення участі податкових органів у процесі ідентифікації проблем збиткового підприємства на основі врахування специфіки фінансової архітектури господарюючого суб'єкта.

**СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**

1. Антикризова політика в світі та Україні: порівняльна оцінка заходів та економічних ефектів: аналітична доповідь Ін-ту екон. та політ. досліджень. – К.: 2009. – 39 с.
2. Бердар М.М. Фінанси підприємств: навч. посібник / М.М. Бердар. – К.: Центр уч. літ-ри, 2010. – 352 с.
3. Березинец И.В. Изменение организационно-правовой формы российских компаний: взаимосвязь с финансовыми результатами деятельности / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина // Вестник СПбГУ. – Сер.8. – 2008. – Вып.1 – С.31–52.
4. Бичкова Н.В. Вплив фінансової архітектури національних корпорацій на ефективність фінансової діяльності: автореф. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.08 „Гроші, фінанси і кредит” / Н.В. Бичкова. – К., 2012. – 22 с.
5. Бичкова Н.В. Структура власності національних корпорацій та її вплив на ефективність фінансово-господарської діяльності / Н.В. Бичкова // Вісник ОНУ. – Серія: Економіка. – 2010. – Вип. 20. – Т.15. – С. 5–15.
6. Білик М. Удосконалення методичних підходів до аналізу фінансового стану підприємства / М. Білик // Економіст. – 2008. – №11. – С.19–23.
7. Білик М.Д., Павловська О.В., Притуляк Н.М., Невмержицька Н.Ю. Фінансовий аналіз: Навч. посіб. – Вид.2-ге.– К.: КНЕУ, 2009. – 552 с.
8. Бланк И. Основы финансового менеджмента. Т.1. – К.: Ника-Центр, 1999. – Т.1. – 590 с.
9. Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия / И.А. Бланк. – К.: Эльга, 2004. – 720 с.
10. Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна. 5-е изд. доп. и перераб. - М.: Институт новой экономики, 2002. – 1280 с.
11. Булатов А.Н. Методические инструменты комплексной оценки эффективности корпоративного управления на промышленных предприятиях Российской Федерации: дис.... канд. экон. наук: 08.00.05 / А.Н. Булатов. – Казань, 2001. – 183 с.
12. Бухвалов А.В. Выбор организационно-правовой формы для российских компаний: постановка задачи для эмпирического

исследования / Бухвалов А.В., Осколков И.В., Ильина Ю.Б., Бандалюк О.В. // Корпоративное управление и оценивание компаний: Сборник статей по материалам круглого стола «Корпоративное управление и оценивание компаний: актуальные проблемы и программа исследований» / Под общей ред. А.В. Бухвалова. – СПб: НИИ менеджмента СПбГУ, 2006. – С.53–71.

13. Волков Л.В. Особенности банкротства российских предприятий : дис... канд. экон. наук : 08.00.05 / Л.В. Волков. – М.: 2000. – 247 с.

14. Воронова Л.К. Фінансове право України: Підручник. – К.: Прецедент; Моя книга, 2006. – 448 с.

15. Господарський кодекс України. – К.: Атіка, 2003. – 420 с.

16. Грейнер Л. Эволюция и революция в процессе роста организаций / Л.Грейнер // Вестник С. Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент. – 2002. – №4.- С. 76–92.

17. Григоренко Є.О. Теоретичні і практичні аспекти процесу антикризового фінансового управління на вітчизняних підприємствах в ринкових умовах господарювання / Є.О. Григоренко // Экономика Крыма. – 2012. - №3(40). – С.149-153.

18. Державна політика стабілізації фінансів підприємств: монографія / [А.І.Даниленко, В.В. Зимовець, О.М. Кошик та ін.]; за ред. А.І. Даниленка; НАН України; Ін-т екон.та прогнозів. – К., 2011. – 452 с.

19. Жданов В.Ю. Модель диагностики риска банкротства предприятий авиационно-промышленного комплекса / В.Ю. Жданов, О.А. Афанасьева // Корпоративные финансы. – №4 (20). – 2011. – С.77–89.

20. Задихайло Д.В., Кібенко О.Р., Назарова Г.В. Корпоративне управління: Навчальний посібник. – Х.: Еспада, 2003. – 688 с.

21. Закон України «Про акціонерні товариства» N 514-VI від 17.09.2008 р. зі змінами // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2008. – №50-51. – ст.384.

22. Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 N 2121-III із змінами // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2001. – №5-6. – ст.30.

23. Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» № 2343-XII із змінами [Електронний ресурс] / Відомості Верховної Ради України (ВВР). –

1992. – № 31. – ст.440. – Режим доступу:  
<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2343-12>

24. Закон України «Про Державний бюджет України на 2013 рік» від 06.12.2012 р. № 5515-VI. [Електронний ресурс] / Верховна рада України. – Режим доступу:  
<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5515-17>

25. Захарін С.В. Вплив фінансового стану корпоративного сектору на інвестиційну активність / С.В.Захарін // Актуальні проблеми економіки. – 2008. - № 7. – С. 173-181.

26. Захарін С.В. Теоретико-методологічні засади інвестування інноваційно-технологічної діяльності / С.В.Захарін // Вісник НУ «Львівська політехніка». – 2010. – №683. – С.282-287.

27. Зинкевич Н.В. Эмпирическое тестирование теорий структуры капитала: модели, направления, результаты / Н.В. Зинкевич, Е.А. Олеванова // Корпоративные финансы. – 2008. – №1 (5). – с.81–102.

28. Ивашковская И.В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы / И.В. Ивашковская, П.В.Макаров // Корпоративные финансы. – 2010. – №3 (15). – с.47–62.

29. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров. М.:ИНФРА, 2009 – 430 с.

30. Ивашковская И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании / И. Ивашковская // Управление компанией. – 2004. – № 11 (42). – С. 18 – 21.

31. Ивашковская И.В. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании / И.В. Ивашковская, А. Куприянов // Управление компанией. – 2005. – Т. 45. – № 2. – С. 34–38.

32. Ивашковская И.В. Структура капитала в российских компаниях как стратегическое решение / И.В. Ивашковская, М.С. Солнцева // Вестник СПб Унив-та. – 2008. – Сер.8. Вып.3. – с.3 – 32.

33. Ивашковская И.В. Структура собственности как элемент корпоративной финансовой архитектуры: влияние на стратегическую эффективность компаний / И.В. Ивашковская, А.Н. Степанова // Финансы и бизнес. – 2009. – № 3. – С. 158–172.



34. Інформаційно-довідкова система Міністерства юстиції України „Банкрутство” [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bankrut.gov.ua/>

35. Калинская И.М. Закон на страже госпредприятий: проблемные аспекты банкротства государственных предприятий в Украине / И.М. Калинская // Юридическая практика. – 2003. – № 5(267). – 4 февраля. – С.8 – 12.

36. Калинская И.М. Модель диагностики риска банкротства убыточных предприятий Украины / И.М. Калинская, А.П. Огуленко // Scientific enquiry in the contemporary world: theoretical basics and innovative approach». FL, USA, L&L Publishing. – 2012. – P.133–135.

37. Калінська І.М. Критерії оптимізації фінансової архітектури підприємства / І.М. Калінська // Формування ринкової економіки. – 2012. – №11. – С.201–206.

38. Калінська І.М. Критерії та методи оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства / І.М. Калінська // Економіка підприємства: теорія та практика: зб. матеріалів міжнар. наук.-практ. конф.; 12 жовтня 2012р. – К.: КНЕУ, 2012. – С. 288–290.

39. Калинская И.М. Медиация как способ снижения уровня конфликтности и как способ повышения стрессоустойчивости социума / И. Калинская // – Сборник докладов межд.науч.конф. «Арбитражный суд – вчера, сегодня и завтра» 15 апр.2011 г. – г. Новы-Томысл, Польша. – 2011. – С.44–65.

40. Калінська І.М. Механізм оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства / І.М. Калінська // Економічний аналіз: зб.наук.праць. ТНЕУ: за ред. С.І. Шкарабана. Тернопіль: „Економічна думка”. – Вип.11. – Ч.2. – С.279–285.

41. Калінська І.М. Особливості діагностування фінансової кризи підприємства / І.М. Калінська // Конкурентоспроможність та інновації: проблеми науки та практики. Тези доповідей міжнар. наук.-практ. конф.15 – 16 лист. 2012 р.– Х.: ФОП Александрова К. М.; ВД «ІНЖЕК», 2012. – С.105–109.

42. Калінська І.М. Оцінка динаміки фінансових результатів діяльності вітчизняних підприємств та чинники їх формування / І.М. Калінська // Економіка підприємства: сучасні проблеми теорії

і практики: Матеріали першої міжнар. наук.-практ.конф., 18-19 жовтня 2012р. – Одеса, Атлант, 2012. – С.160–161.

43. Калінська І.М. Фінансова архітектура збиткового підприємства як об'єкт антикризового фінансового управління / І.М. Калінська // Стратегії стійкого розвитку економіки: матер. всеукр. наук.прак. інтернет-конф. (Київ, 17 квіт. -17 жовт. 2012р.). – К.: Європейський університет, 2012. – С.48–51

44. Калінська І.М. Фінансові результати та чинники збитковості вітчизняних підприємств / І.М. Калінська // Вчені записки університету „КРОК” / Ун-т економіки та права „КРОК”. – Вип.32. – Т.1. – 2012. – С.169–176.

45. Калінська І.М. Формування фінансової архітектури підприємства у контексті життєвого циклу організації / І.М. Калінська // Формування ринкової економіки. – 2012. – №10. – С. 127–131.

46. Карапетян Д. Корпоративное управление: основные понятия и результаты исследовательской практики / [Електронний ресурс] / Д. Карапетян, М.Грачева // Управление компанией. – 2004. – №1. – Режим доступа до журн.: <http://www.management.com.ua/strategy/str076.html>

47. Коваленко О.В. Концепція життєвого циклу підприємства та кризові фактори / [Електронний ресурс] / О.В. Коваленко // Бізнес-навігатор: науково-виробничий журнал. – 2010. – №1. Режим доступа до журн.: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/biznes/2010\\_1/2010/01/100104.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/biznes/2010_1/2010/01/100104.pdf)

48. Капеллюшников Р. И. Собственность и контроль в российской промышленности / Р. И. Капеллюшников // Вопросы экономики. – 2001. – №12. – С.103–124.

49. Ковалев А.И. Управление реструктуризацией предприятия: Монография. – К.: АВРИО, 2006. – 368 с.

50. Конков В.И. Учет и анализ банкротств: учеб. пособие. – Архангельск: Арханг. гос. техн. ун-т, 2007. – 222 с.

51. Корпоративне конфлікти в Росії і за рубежом // Научные работы ЦЕФИР РЭШ. – М.:2011. – 71 с.

52. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитал): Монография / Под науч.ред. д.э.н. И.В. Ивашковской. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 281 с.

- 
53. Кремень О.І. Категорія „фінансовий механізм”: науково–методичні підходи до тлумачення / О.І. Кремень, В.М. Кремень // Інноваційна економіка. – 2012. – №5. – С.254–259.
54. Кримінальний Кодекс України [Електронний ресурс] / Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2001. – № 25-26. – ст.131. (із змінами). – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2341-14>
55. Кузнецов П. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ «голубых фишек» фондового рынка / П. Кузнецов, А. Муравьев // Научные доклады РПЭИ. – М. – 2002. – 64 с.
56. Лебланк Р., Гиллис Д. Совет директоров – взгляд изнутри. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 320 с.
57. Майборода О. В. Оптимізація фінансових потоків промислового підприємства: теоретичні аспекти питання / О. В. Майборода // Економіка розвитку. – 2012. – №1(61). – С. 107 – 110.
58. Математические методы оптимизации и экономическая теория / Пер. с англ. Г.И. Жуковой, Ф.Я. Кельмана. – М.: Айрис-пресс, 2002. – 576 с.
59. Мельник В.М. Фінансова криза підприємства: визначення з позиції циклічної динаміки його розвитку/ Мельник В.М., І.М. Калінська // Бізнес-інформ. – 2012. – №11. – С. 178–182.
60. Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства» [Електронний ресурс] / Законодавство України. – Наказ Міністерства економіки України № 14 від 19 січня 2006 р. (у редакції від 26 жовтня 2010 р. № 1361). – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=v0014665-06>.
61. Механізм управління фінансами підприємств в умовах трансформації економіки: монографія / І.А. Ломачинська. – Одеса: Астропринт, 2011. – 280 с.
62. Мірошніченко О.Ю. Інститут банкрутства як інструмент регулювання діяльності неплатоспроможних підприємств / О.Ю. Мірошніченко // Теоретичні та прикладні питання економіки. – Вип.27. – Т.1. - 2012. – С.321-331.
63. Місячний макроекономічний огляд Міністерства економічного розвитку і торгівлі України [Електронний ресурс] /

Інформаційно-аналітичні матеріали: макроекономічний огляд. – 7 (68). – 2011. – Режим доступу: [http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?cat\\_id=78231](http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?cat_id=78231)

64. Момот Т. В., Безугла В. О., Тараруєв Ю. О., Кадничанський М. В., Чалий І. Г. Фінансовий менеджмент. – Навч. посібник За ред. Момот Т. В. – Центр учбової літератури, 2011. – 712 с.

65. Непряхина Н. Плохо сработали [Електронний ресурс] / Н. Непряхина // Газета "Коммерсантъ Украина". – №45 (1535). – від 20.03.2012. – Режим доступу до журн.: <http://www.kommersant.ua/doc/1896660>.

66. Нестеренко Ю.В. Жизненный цикл фирмы как фактор реализации ее финансовой политики [Електронний ресурс] / Ю.В. Нестеренко // Экономический журнал. – 2011. - №3 (23). Режим доступу до журн.: [http://economicarggu.ru/2011\\_3/nesterenko.pdf](http://economicarggu.ru/2011_3/nesterenko.pdf)

67. Нецветайлов Р.И. Управление рисками промышленных предприятий при слияниях и поглощениях: автореф. на соискание степени канд. эк. наук: спец. 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» / Р.И. Нецветайлов. – С.-П., 2012. – 22 с.

68. Носко В.П. Эконометрика для начинающих (Дополнительные главы). – М.: ИЭПП, 2005. – 379 с.

69. Олейник А.Н. Институциональная экономика: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2004. – 416 с.

70. Олександренко І.В. Джерела фінансування санаційних заходів на підприємстві [Електронний ресурс] / І.В. Олександренко, Л.І. Іщук // Економічний форум. – 2012. – №1. – Режим доступу до журн.: [http://www.nbu.gov.ua/Portal/soc\\_gum/ekfor/2012\\_1/48.pdf](http://www.nbu.gov.ua/Portal/soc_gum/ekfor/2012_1/48.pdf)

71. Островська Г. Аналіз практики використання зарубіжних методик (моделей) прогнозування ймовірності банкрутства підприємств / Г.Островська, О.Квасовський // Галицький економічний вісник. – 2011. – №2(31). – С.99–111.

72. Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій [Електронний ресурс] Верховна рада України. – Наказ Міністерства фінансів України №859 від

---

20.07.2012 р. – Режим доступу:  
<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1632-12>

73. Потенціал національної промисловості: цілі та механізми ефективного розвитку / [Кіндзерський Ю.В., Якубовський М.М., Галиця І.О та ін. ] ; за ред.к.е.н. Кіндзерського Ю.В.; НАН України; Ін-т екон. і прогнозів. – К.: 2009. – 928 с.

74. Принципы корпоративного управления ОЕСР / OECD Publications, 1999. – 37 с.

75. Программа антикризисных мер Российской Федерации на 2009 год. [Электронный ресурс] / Минэкономразвития России // Стратегическое планирование. – Режим доступу:  
[http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/strategicplanning/crisis/doc20100318\\_013](http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/strategicplanning/crisis/doc20100318_013)

76. Программа антикризисных мер Российской Федерации на 2010 год. [Электронный ресурс] / Минэкономразвития России // Стратегическое планирование. – Режим доступу:  
<http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/strategicplanning/crisis/doc1248429993174>

77. Промислова політика як чинник післякризового відновлення економіки України. – К.: НІСД, 2012. – 41 с.

78. Радыгин А. Д. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ / А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов // Научные труды ИЭПП № 36. - 2001. – 280 с.

79. Ратникова Т.А. Анализ панельных данных в Stata. – М.: ГУ ВШЭ, 2004. – 40 с.

80. Ратникова Т.А. Введение в эконометрический анализ панельных данных / Т.А. Ратникова // Экономический журнал ВШЭ. – 2006. – №2. – С. 267–316.

81. Рибак С.О. Таксо́мія дефініцій фінансової сфери / С.О. Рибак, Л.Л.Лабезник // Економічна теорія. – 2007. – №2. – С.34–45.

82. Річний звіт НКЦПФР України «Динамічний розвиток. Ефективне регулювання». Офіц.видання. – К.: ДКЦПФР, 2011. – 59 с.

83. Річний звіт НКЦПФР України «Український фондовий ринок 2011: впевненість, стійкість та зростання». Офіц.видання. – К.: «МЕГА-ПРИНТ ПЛЮС». – 2012. – 74 с.

84. Річна регулярна інформація емітентів цінних паперів за 2002 – 2011 рр. [Електронний ресурс]. Загальнодоступна інформаційна база даних НКЦПФР про ринок цінних паперів. – Режим доступу: <http://www.smida.gov.ua>; <http://www.stockmarket.gov.ua>

85. Рудык Н.Б. Структура капітала корпорацій: теорія і практика /Н.Б.Рудык. - М.: Дело, 2004. – 272 с.

86. Савчук В.П. Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент. – 3-изд. – К.: Companion Group, 2008. – 880 с.

87. Скалюк Р. Концепції фінансового результату діяльності промислового підприємства: міжнародна практика та вітчизняні реалії / Р.Скалюк // Галицький економічний вісник. – 2010. – №3(28). – с.18 – 25.

88. Скалюк Р. Сутність та значення фінансових результатів в системі розвитку господарської діяльності промислових підприємств / Р. Скалюк // Наукові праці КНТУ: зб. наук. праць. – Кіровоград: Кіровоградський національний технічний університет, 2010. – Вип. 18, ч. 1. – С. 135–141.

89. Словник української мови. Т.VI.– К.: Наукова думка, 1973. – 840 с.

90. Словник іншомовних слів / За ред. чл. кор. АН УРСР О.С. Мельничука. – Київ: голов. ред. УРЕ АН УРСР. – 1975. – 776 с.

91. Статистична інформація [Електронний ресурс] Державний комітет статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

92. Статистичний збірник «Основні засоби України за 2000-2010 рр.» / За ред. М.М. Собко – К.: Державний комітет статистики України, 2012. – 293 с.

93. Статистичний збірник «Діяльність підприємств – суб'єктів підприємницької діяльності 2008» / За ред. І.М. Жук. – К.: Державний комітет статистики України: Держаналітінформ, 2009. – 313 с.

94. Статистичний збірник «Діяльність суб'єктів господарювання 2009» / За ред. І.М. Жук. – К.: Державний комітет статистики України: Держаналітінформ, 2010. – 424 с.

95. Статистичний збірник «Діяльність суб'єктів господарювання 2010» / За ред. І.М. Жук. – К.: Державний комітет статистики України: Держаналітінформ, 2011. – 431 с.

96. Статистичний збірник «Діяльність суб'єктів господарювання 2011» / За ред. І.М. Жук. – К.: Державний комітет статистики України: Держаналітінформ, 2012. – 445 с.

97. Статистичний збірник «Промисловість України у 2007-2010 роках» / За ред. Л.М. Овденко. – К.: Державний комітет статистики України: ТОВ «Август Трейд», 2011. – 307 с.

98. Статистичний щорічник України за 2009 рік / За ред. О.Г. Осауленка. – К.: Державний комітет статистики України: ТОВ «Август Трейд», 2010. – 567с.

99. Статистичний щорічник України за 2010 рік / За ред. О.Г. Осауленка. – К.: Державний комітет статистики України: ТОВ «Август Трейд», 2011. – 560с.

100. Статистичний щорічник України за 2011 рік / За ред. О.Г. Осауленка. – К.: Державний комітет статистики України: ТОВ «Август трейд», 2012. – 559с.

101. Степанова А.Н. Влияние финансовой архитектуры компании на ее эффективность в условиях растущих рынков капитала: дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 / А.Н. Степанова – М.: 2009. – 148 с.

102. Стріжик У.Р. Суть фінансового механізму суб'єкта господарювання та його структура / У.Р. Стріжик // Економічний форум. – 2012. – №3. – С.411 – 417.

103. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.

104. Теория организации / Мильнер Б.З. М.: Инфра-М, 2006. – 864 с.

105. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов / Т.В. Теплова. – М.: ГУ-ВШЭ, 2000. –504 с.

106. Терещенко О.О. Антикризове фінансове управління на підприємстві : навч. посібн. / О.О. Терещенко. – К. : Вид-во "КНЕУ", 2004. – 560 с.

107. Терещенко О.О. Фінансовий контролінг [Електронний ресурс] / О.О.Терещенко // Financial Controlling Club. – Режим доступу: [http://fincontrolling.com.ua/documents/ Fin\\_Controlling\\_2010-11Student.pdf](http://fincontrolling.com.ua/documents/Fin_Controlling_2010-11Student.pdf)

108. Терещенко О.О. Фінансова санація та банкрутство підприємств: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2004. – 412 с.

109. Товажнянський В.Л. Концептуальні та методологічні основи визначення терміну «реструктуризація» / В.Л. Товажнянський // Механізм регулювання економіки. – 2009. – № 4. – Т. 2. – С.227–232.

110. Турило А.А. Методичні засади оцінки збитковості гірничорудних підприємств / А.А. Турило // Збірник наукових праць ЧДТУ. – Серія „Економічні науки”. – 2009. – №22. – Ч.1. – С.173 – 178.

111. Удальцов В.Е. Влияние структуры собственности на инвестиционную активность российских компаний // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – № 5.- с.301–313.

112. Ушаева С.Н. К вопросу об оптимизации структуры капитала / С.Н.Ушаева // Вестник Челябинского государственного университета. – 2012. – № 10 (264). Экономика. – Вып. 38. – С. 102–107.

113. Фінансова архітектура національних корпорацій та її вплив на ефективність фінансової діяльності: монографія / В.М. Мельник, Н.В. Бичкова. – Тернопіль: Астон, 2012. – 244 с.

114. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: Т.3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління / За ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 308 с.

115. Фінанси підприємств: Підручник / А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик, Л.Д.Буряк та ін.; Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогін. – 5-те вид., перероб. та допов. – К.: КНЕУ, 2005. – 546 с.

116. Швьодіауер Г. Структура власності, корпоративне управління та показники роботи підприємств: результати емпіричного дослідження українських підприємств / Г. Швьодіауер, І. Акімова // Інститут Економічних досліджень та політичних консультацій. Наукові праці № 21. – 2003. – 18 с.

117. Шипіна С.Б. Сутність поняття «фінансові результати» як об'єкту бухгалтерського обліку / С.Б. Шипіна // Вісник ЖДТУ. Серія: Економічні науки. – 2012. – №1 (59). – С.229–232.

118. Экономическая теория (политэкономия): Учебник / Под ред. В.И.Видяпина, Г.П. Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 560 с.

119. Юринец Р.В. Економетрична модель оцінювання кредитного позичальника відповідно до експертної оцінки / Р.В.



---

Юринец // Зб.наук-тех.праць НЛУ України. – 2009. – № 19.5. – С.254–258.

120. Adizes I. Corporate lifecycles: how and why corporations grow and die and what to do about it / I. Adizes. – N.J.: Prentice Hall, 1988. – 361 p.

121. Aziz M. Predicting corporate bankruptcy – where we stand? / M. Aziz, H.Dar // Corporate Governance Journal. – №6 (1). – 2006. – P.18-33.

122. Becht M. Corporate Governance and Control / M. Becht, P.Bolton, A.Roell // Finance Working Paper, 2002. – №2. – 128 p.

123. Blair L. C. Choosing the Business Entity in the 1990s: From Sole Proprietorships to Limited Liability Companies, Which is the Best for You? / L. C. Blair // Pennsylvania CPA Journal. – 1995. – Vol. 66. – № 4. – P. 24–28.

124. Boycko M. A theory of Privatization / M. Boycko, A.Shleifer, R. Vishny // Economic Journal. – 1996. – №106. – P.309–319.

125. Brickley J.A. The Choice of Organizational Form: The Case of Franchising / J.A. Brickley, F.H. Dark // Journal of Financial Economics. – 1987. – Vol.2. – №18. – P.401 – 420.

126. Cruz C. Should Your Firm Operate as LLC? / C. Cruz, J. Karayan // Business Forum. – 1996. – Vol. 21. – № 3-4. – P. 16–21.

127. De Alessi L. On the Nature and Consequences of Private and Public Enterprise L. De Alessi // Minnesota Law Review. – 1982. –Vol. 67. – №1. – P.91–108.

128. Demsetz H. The Structure of Corporate ownership: Causes and Consequences / H. Demsetz, K. Lehn // Journal of Political Economy. – 1985. – Vol.93. – P.1155–1177.

129. Desai M. The Cost of Shared Ownership: Evidence from International Joint Venture / M. Desai, C.Foley, J. Hines // Journal of Financial Economics. – 2004. – Vol. 73. – №2. – P. 323 –374.

130. Dittmar A. Why Do Firms Issue Equity? / A. Dittmar, A.Thakor // Journal of Finance. – 2007/. – Vol.1. – №47. – P.1–54.

131. Drobetz W. Firm Characteristics and Dynamic Capital Structure Adjustment / W. Drobetz, P.Pensa, G. Wanzenried. – Working paper, 2006. – December. – 35 p.

132. Dyck A. Private Benefits of Control :An International Comparison / A.Dyck, L. Zingales // Journal of Finance. – 2004. – Vol.59. – P.537–601.

133. Eisenberg T. Larger board size and decreasing firm value in small firms / T. Eisenberg, S. Sundgren, M. Wells // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – Vol. 48. – №1. – P.35–54.

134. Faleye O. When Labor Has a Voice in Corporate Governance / O. Faleye, V. Mehrotra, R. Morck // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2006. – № 41. – P. 489–510.

135. Fama E. Separation of Ownership and Control / E. Fama, M. Jensen // *Journal of Law and Economics*. – 1983. – Vol. 26 (2). – P. 301–325.

136. Freedman J. Limited Liability Partnerships in the United Kingdom – Do They Have a Role for Small Firms? / J. Freedman // *Journal of Corporation Law: Iowa City*. – 2001. – Vol. 26. – №4. – P. 897 – 915.

137. Gugler K. Corporate Governance and Economic performance / K. Gugler. – Oxford University Press, 2001. – 240 p.

138. Hansmann H. When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy / H. Hansmann // *The Yale Law Journal*. – 1990. – Vol. 99. – № 8. – P.56–68.

139. Hilb M. New Corporate Governance / M. Hilb. – N.-Y.: Springer, 2004. – 45p.

140. Hilb M. New Corporate Governance: From Good Guidelines to Great Practice / M. Hilb // *Corporate Governance: An International Review*. – 2005. – Vol.13. - №5. – P.245–278.

141. Jensen M. The Modern Industrial revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System / [Електронний ресурс] / M. Jensen. – Режим доступу: <http://courses.essex.ac.uk/ac/ac928/jensenfailureinternal%20control.pdf>

142. Jensen M. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure / M. Jensen, W. Meckling // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – October. – V. 3 – № 4. – P. 305 – 360.

143. Lennox C. Identifying Failing Companies: A Re-evaluation of the Logit, Probit and DA Approaches / C. Lennox // *Journal of Economics and Business*. – №51(4). – 1999. – P.347–364.

144. Makhija A.K. Ownership Structure as a Determinant of Share Value: Evidence form Newly Privatized Czech Firms / A.K. Makhija, M. Spiro // *Financial Reivew*. – 2000. – №35. – P. 1–32.

---

145. Modigliani F. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M. Miller // American Economic Review, – 1963. – № 53. – P.433–443.

146. Modigliani F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment / F. Modigliani, M. Miller // American Economic Review. – 1958. – Vol. 48. – P. 261–297.

147. Morck R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Financial Economics. – 1988. – Vol.20. – P.293–315.

148. Myers S. Financial Architecture / S. Myers // European Financial Management. - 1999. - Vol. 5. - P.133-141.

149. Nivorozhkin E. Capital Structure in Emerging Stock Market: The case of Hungary / E. Nivorozhkin // The Developing Economies. – 2002. – XL. – P.87–166.

150. Ohlson J.A. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy // Journal of Accounting Research. – 1980. – Vol.18 (1). – P.109–138.

151. Peng M. Do Outside Directors and New Managers Help Improve Firm Performance? An Exploratory Study in Russian Privatization / M. Peng, T.Buck, I. Filatotchev // Journal of World Business. – 2003. – №38. – P.348–360.

152. Postin K.M. A Test of Financial Ratios as Predictors of Turnaround Versus Failure Among Financially Distress Firms / K.M. Postin, K.W. Harmon, J.D.Gramlich // Journal of Applied Business Research. – № 10 (1). – 1994. – P. 298–325.

153. Shleifer A. Large Shareholders and Corporate Control / A. Shleifer, R.Vishny // Journal of Political Economy. – 1986. –Vol. 94. – P.461–488.

154. Stulz R. Managerial Control of Voting Rights: Financial Policies and the Market for Corporate Control / R. Stulz // Journal of Financial Economics. – 1988. – Vol. 20. – P.25–54.

155. The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>

156. Tricker B. All Corporate Entities Need to Be Governed / B. Tricker // Corporate Governance: An International Review. – 1997. – Vol.5. – №1. – P.1–22.

157. Viðarsson Ó. Ownership Structure, Corporate Structure and Economic performance: A Comparison in the Nordic Region. / Ó. Viðarsson. – Aarhus School of Business, 2008. – 56 p.

158. Wiersema W. What Business Form Is Best for Your Company? / W. Wiersema // Electrical Apparatus. – 2006. – Vol. 52. – № 3. – P. 54 – 56.

159. Yermack D. Higher market valuation of companies with a small board of directors / D. Yermack // Journal of Financial Economics. – 1996. – Vol. 40 – № 2. – P. 185–211.

160. Yudaeva K. Does Foreign Ownership Matter? Russian Experience [Електронний ресурс] / K. Yudaeva, K. Kozlov, N. Melentieva, N. Ponomaryova // Economics of Transition. - 2000. – Режим доступу: <http://www.cefir.ru/papers/WP5.pdf>

161. Zajac E. The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions / E. Zajac, J. Westphal // American Sociological Review. – 2004. – Vol. 69 – № 3. – P. 443–457.

**ДОДАТКИ****Додаток А****Таблиця А.1.****Порівняльна характеристика основних організаційно-правових форм господарювання**

<b>Переваги</b>	<b>Недоліки</b>
<b>Акціонерне товариство</b>	
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Можливості необмеженого обсягу залучення додаткових фінансових ресурсів</li> <li>2. Обмежена відповідальність власників у розмірі їх внесків в статутний фонд</li> <li>3. Отримання додаткового доходу у вигляді дивідендів</li> <li>4. Вільний обіг ліквідних активів – цінних паперів</li> <li>5. Пільгове оподаткування операцій з акціями</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Значні витрати на процедуру емісії цінних паперів та організацію їх обігу</li> <li>2. Розмежування прав власності та управління</li> <li>3. Додаткові вимоги до ведення та оприлюднення фінансової звітності</li> <li>4. Подвійне оподаткування (податок з прибутку, податок з дивідендів)</li> <li>5. Високі вимоги до мінімального розміру статутного фонду та контроль за розміром чистих активів</li> </ol>
<b>Товариство з обмеженою відповідальністю (партнерство)</b>	
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Спрощені процедури реєстрації, оприлюднення інформації та режим оподаткування</li> <li>2. Невеликий розмір мінімального статутного фонду та відсутність обмежень до його розміру</li> <li>3. Проста система управління товариством</li> <li>4. Мінімальні фінансові ризики для учасників</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Обмеженість у залученні додатково фінансування</li> <li>2. Складна процедура змінення статутних документів, складу учасників</li> <li>3. Першочергове право викупу частки товариства іншими учасниками</li> <li>4. Відсутність організаційної гнучкості за необхідності зміни власників</li> </ol>
<b>Індивідуальне підприємство</b>	
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Проста процедура реєстрації</li> <li>2. Повна свобода дій власника</li> <li>3. Спеціальний режим оподаткування</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Обмеження у фінансуванні діяльності</li> <li>2. Недостатній обсяг компетенцій підприємця для організації зростаючого бізнесу</li> <li>3. Необмежена відповідальність власника</li> </ol>

Джерело: узагальнено авторами.

Таблиця А.2.

Порівняльна характеристика моделей корпоративного  
управління розвинених країн

Модель корпоративного управління	Переваги	Недоліки
Англосаксонська (американська)	Високий ступінь мобілізації особистих накопичень через фондовий ринок; Орієнтація інвесторів на пошук сфер, що забезпечують високий рівень доходу; Основна мета бізнесу - зростання ринкової вартості компанії; Високий ступінь інформаційної прозорості компаній Інноваційність реалізованих проектів	Переоцінений фондовий ринок та „перегріта” економіка Висока вартість залученого капіталу (високі дивіденди) Відсутність чіткого поділу функцій управління і контролю Орієнтація інвесторів на короткострокові результати Активні процеси ворожих злиттів та поглинань
Континентальна (німецька)	Більш низька вартість залучення капіталу Орієнтація інвесторів на довгострокові цілі Високий рівень стійкості компаній; Чітке розмежування функцій управління і контролю	Незначна роль фондового ринку як інструменту зовнішнього контролю Високий ступінь концентрації капіталу і недостатня увага до прав міноритарних акціонерів Невисокий ступінь інформаційної прозорості
Японська	Стабільні партнерські відносини між стейкхолдерами Низька вартість залучення капіталу Орієнтація на довгострокові цілі Орієнтація компаній на високу конкурентоспроможність Високий рівень стійкості компаній	Складність здійснення інвестицій Недостатня увага до прибутковості інвестицій Абсолютне домінування банківського фінансування; Слабка інформаційна прозорість компаній Незначна увага до прав міноритарних акціонерів.
„Сімейна”	Високий рівень стійкості Можливість жорсткого контролю над бізнесом Зниження ризиків основних власників (сім'ї); Можливість акумуляції капіталу для реалізації великих проектів;	Основною метою бізнесу є задоволення інтересів сім'ї Недостатня увага до прав міноритарних акціонерів Низька ступінь інновативності компаній Слабка інформаційна прозорість бізнесу і складність здійснення інвестицій у бізнес

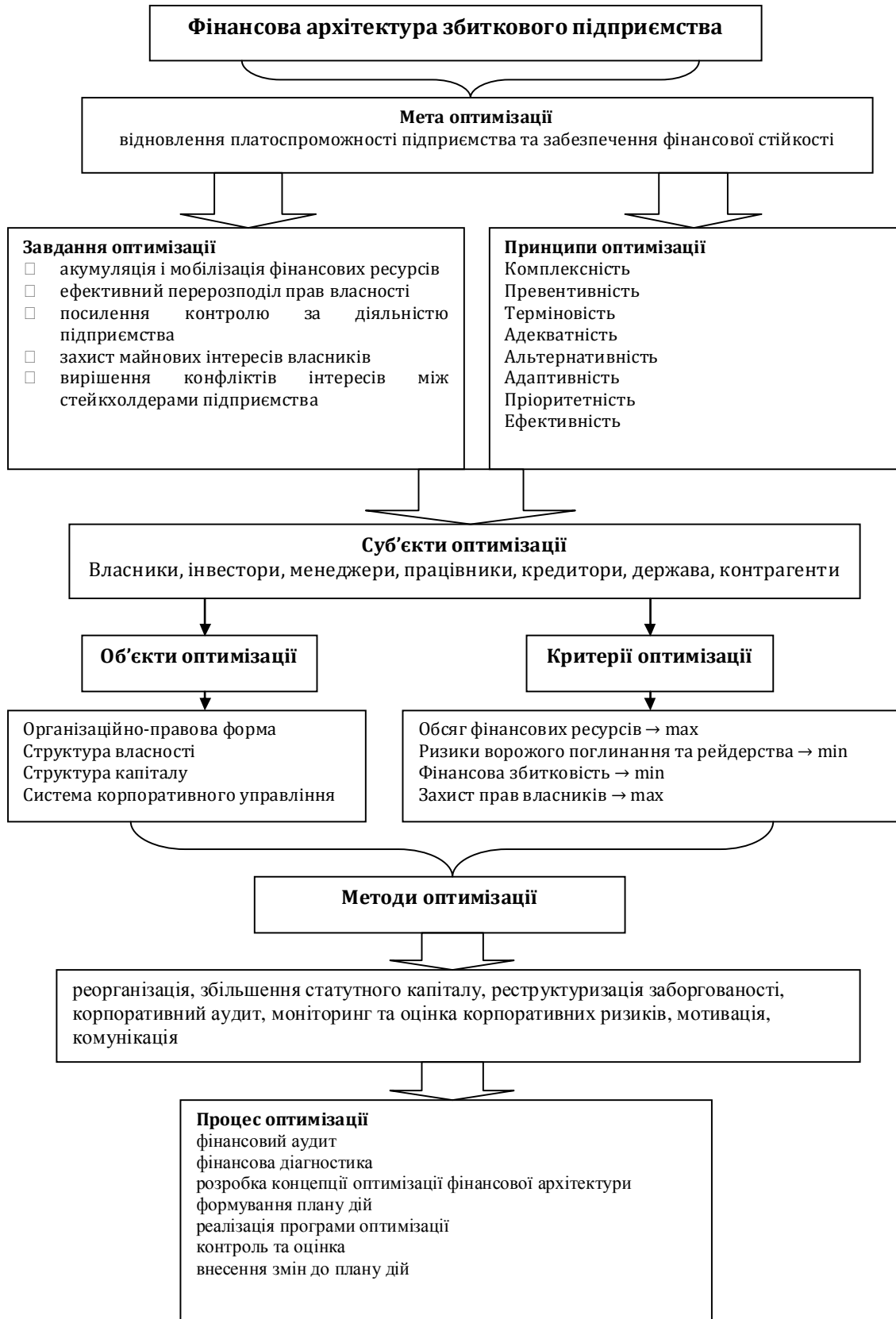
Джерело: узагальнено авторами.

Таблиця А.3

**Види фінансової кризи підприємства в залежності  
від стадії життєвого циклу**

Стадія життєвого циклу	Вид фінансової кризи	Чинники виникнення	Цільові орієнтири стадії
Утворення	Криза платоспроможності	Низька ефективність бізнесу Відсутність економії на масштабах Значні організаційно-правові витрати Значний період обігу оборотного капіталу Брак грошових коштів на поточні витрати	Оптимальний рівень витрат Підвищення оборотності капіталу Контроль за грошовими надходженнями та термінами погашення зобов'язань Своєчасне погашення дебіторської заборгованості
Становлення	Криза ліквідності	Перевищення відтоку грошових коштів від операційної діяльності над їх надходженням	Контроль за синхронністю грошових надходжень та витрат Перевищення оборотних активів над поточними пасивами
Зростання (повільна фаза)	Криза фінансової стійкості	Деформація виробничо-комерційного та фінансового циклу підприємства Стрімке зростання дебіторської заборгованості	Дотримання розрахунково-платіжної дисципліни Оптимізація структури активів
Зростання (активна фаза)		Погіршення структури капіталу Перевищенням запасів та витрат над сумою власних оборотних коштів та залучених тимчасово вільних фінансових ресурсів	Пошук компромісу між ризиком зниження ліквідності та підвищенням рентабельності діяльності Оптимізація структури капіталу Диверсифікація діяльності
Зрілість	Криза фінансової стабільності	Концентрація уваги на управлінських проблемах підприємства Збільшення витрат контролю Зниження оперативності реалізації стратегічних та тактичних завдань	Розбудова системи центрів фінансової відповідальності Мотивація менеджменту та активна комунікація між стейкхолдерами Оптимізація системи корпоративного управління
Занепад	Криза прибутковості	Втрата частки ринку Зниження обсягів виробництва Скорочення виручки та прибутків Зростання витрат Підвищення темпів зростання кредиторської заборгованості	Усунення неплатоспроможності Відновлення фінансової стійкості Оптимізація організаційно-правової форми

Джерело: узагальнено авторами.



**Рис. А.1. Механізм оптимізації фінансової архітектури збиткового підприємства**



### Додаток Б

Коефіцієнти та тести оцінки адекватності моделі впливу кількості збиткових підприємств на кількість порушених справ про банкрутство

#### Б.1. Оцінки 1МНК

$y$  – залежна змінна, кількість порушених справ про банкрутство підприємств

$x_1$  – незалежна змінна, кількість збиткових підприємств за чистим збитком усього в економіці

Змінна	Коефіцієнт $\beta$	Стандарт. помилка	Стандарт. коефіцієнт $\hat{\beta}_k$	t- статистик а $\alpha=0,05$	P-value	95% інтервал довіри	
						мінімум	максимум
(Const)	-8116.84	4802.02	–	-1.690	0.129	-19190.32	2956.63
$x_1$	0.045	0.011	0.822	4.080	0.004	0.020	0.070

Середнє значення залежної змінної – 11240,4

Стандартне відхилення залежної змінної – 3870,02

Сума квадратів залишків (RSS) = 43756554, стандартна помилка моделі = 2338,711

R-квадрат = 0,675, R-квадрат скоригований = 0,635, F-статистика(1,8) = 16,64,

R-значення (F) = 0,0035, статистика Дарбіна Уотсона – 2,158

#### Б.2. Тест Бройша-Пегана (Breusch-Pagan) на гетероскедастичність:

Нульова гіпотеза: гетероскедастичність відсутня.

Пояснена сума квадратів (RSS) = 0,489127

Тестова статистика LM = 0,244563,

р-значення =  $P(\chi^2\text{-квадрат}(1) > 0,244563) = 0,620929$

#### Б.3. Тест на нормальне розподілення помилок

Нульова гіпотеза: залишки відповідають нормальному закону розподілу

Тестова статистика:  $\chi^2\text{-квадрат}(2) = 3,91568$

р-значення = 0,141163

**Додаток В**

Коефіцієнти та тести оцінки адекватності моделі впливу кількості збиткових підприємств на кількість порушених справ про банкрутство

**В.1. Оцінки 1МНК**

$y$  – залежна змінна, кількість порушених справ про банкрутство підприємств

$x_2$  – незалежна змінна, кількість збиткових підприємств за чистим збитком в промисловості

Змінна	Коефіцієнт $\beta$	Стандарт. помилка	Стандарт. коефіцієнт $\hat{\beta}_k$	t- статистик а $\alpha=0,05$	P-value	95% інтервал довіри	
						мінімум	максимум
(Const)	-10748,92	5474,00	–	-1,964	0,085	-23371,98	1874,15
$x_2$	0,049	0,012	0,820	4,055	0,004	0,021	0,77

Середнє значення залежної змінної – 11240,4

Стандартне відхилення залежної змінної – 3870,02

Сума квадратів залишків (RSS) = 44123618, стандартна помилка моделі = 2348,50

R-квадрат = 0,673 , R-квадрат скоригований = 0,632, F-статистика(1,8) = 16,44,

P-значення (F) = 0,004, статистика Дарбіна Уотсона – 2,137

**В.2. Тест Бройша-Пегана (Breusch-Pagan) на гетероскедастичність:**

Нульова гіпотеза: гетероскедастичність відсутня.

Пояснена сума квадратів (RSS) = 0,067

Тестова статистика LM = 0,033328,

p-значення =  $P(\chi^2(1) > 0,033328) = 0,855143$

**В.3. Тест на нормальне розподілення помилок**

Нульова гіпотеза: залишки відповідають нормальному закону розподілу

Тестова статистика:  $\chi^2(2) = 2,86375$

p-значення = 0,23886

## Додаток Г

## Таблиця Г.1.

## Моделі прогнозування банкрутства Е. Альтмана

Назва моделі	Фактори моделі	Інтерпретація інтегрального показника
2-х факторна	$X_1$ – коефіцієнт покриття $X_2$ – коефіцієнт фінансової залежності	$Z = -0,3877 - 1,0736X_1 + 0,579 X_2$ $Z > 0,3$ – висока ймовірність банкрутства $-0,3 < Z < 0,3$ – середня ймовірність банкрутства $Z < -0,3$ – мала ймовірність банкрутства $Z = 0$ – ймовірність банкрутства дорівнює 0,5 (50%)
4-х факторна	$X_1$ = прибуток до оподаткування/матеріальні активи $X_2$ = оборотні активи/короткострокові пасиви $X_3$ = виручка (нетто) від продажу товарів, робіт, послуг / Матеріальні активи $X_4$ = Операційні активи / Операційні витрати	$Z = 19,892X_1 + 0,047X_2 + 0,07141X_3 + 0,4860X_4$ Якщо показник $Z > 1,425$ , то з ймовірністю 95% банкрутство у найближчому році не настане, та з 79% - ою ймовірністю це не відбудеться у найближчі 5 років
5-ти факторна, 1968 р.	$X_1$ = Чистий оборотний капітал/Валюта балансу $X_2$ = (Нерозподілений прибуток + резервний капітал)/ Валюта балансу $X_3$ = Прибуток до оподаткування / Валюта балансу $X_4$ = ринкова вартість підприємства/Валюта балансу $X_5$ = Чистий доход від реалізації продукції/ Валюта балансу	$Z < 1,8$ - висока ймовірність банкрутства $1,81 < Z < 2,675$ – середня ймовірність банкрутства («туманна зона») $Z = 2,675$ – ймовірність банкрутства дорівнює 0,5 (50%) $2,275 < Z < 2,99$ – невелика ймовірність банкрутства $Z > 2,99$ – дуже низька ймовірність банкрутства
5-ти факторна, 1985 р.	$X_1$ = Чистий оборотний капітал/Валюта балансу $X_2$ = (Нерозподілений прибуток + резервний капітал)/ Валюта балансу $X_3$ = Прибуток до оподаткування / Валюта балансу $X_4$ = Власний капітал/Позиковий капітал $X_5$ = Чистий доход від реалізації продукції/ Валюта балансу	Для підприємств, які не котирують власні акції на біржі:  Для виробничих підприємств $Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$ $Z < 1,23$ – висока ймовірність банкрутства $1,23 < Z < 2,90$ – «зона невідання», ймовірність банкрутства 50% $Z > 2,90$ – низька ймовірність банкрутства  Для невиробничих підприємств $Z = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4^*$ $Z < 1,10$ – висока ймовірність банкрутства $1,10 < Z < 2,60$ – «зона невідання», ймовірність банкрутства 50% $Z > 2,60$ – низька ймовірність банкрутства

\*- не зважаючи на наявність 4-х факторів, дана модель була отримана при вдосконаленні 5-ти факторної моделі

Джерело: складено на основі [71].

Таблиця Г.2.

Систематизація зарубіжних моделей прогнозування  
ймовірності банкрутства підприємства

Модель	Параметри моделі	Інтерпретація інтегрального показника дискримінантної функції
Двофакторна модель оцінювання ймовірності банкрутства	$K_1$ – коефіцієнт поточної ліквідності; $K_2$ – відношення позичкових коштів до пасивів	$Z = -0,3877 - 1,0736 \times K_1 + 0,0579 \times K_2$ $Z < 0$ – банкрутство підприємству імовірно не загрожує; $Z > 0$ – імовірність банкрутства підприємства висока
R-модель прогнозу ризику банкрутства	$K_1$ – оборотний капітал/активи; $K_2$ – чистий прибуток/власний капітал; $K_3$ – виручка від реалізації/активи; $K_4$ – чистий прибуток/інтегральні витрати	$R = 8,38 \times K_1 + K_2 + 0,054 \times K_3 + 0,63 \times K_4$ Загальна оцінка імовірності банкрутства: $R \leq 0,18$ – висока; $0,18 \leq R \leq 0,32$ – середня; $0,32 \leq R \leq 0,42$ – низька; $R \geq 0,42$ – мінімальна
Модель Р. Таффлера і Г. Тішоу (Великобританія)	$K_1$ – співвідношення прибутку від реалізації й суми короткотермінових зобов'язань підприємства; $K_2$ – співвідношення оборотних активів та суми всіх зобов'язань; $K_3$ – співвідношення короткотермінових зобов'язань та суми всіх активів; $K_4$ – співвідношення суми продажів до суми всіх активів	Модифікація моделі 1997 р. $Y = 0,53 \times K_1 + 0,13 \times K_2 + 0,18 \times K_3 + 0,16 \times K_4$ $Y > 0,3$ – загроза банкрутства мінімальна, тобто підприємство фінансово стабільне; $Y < 0,2$ – підприємство переживає фінансову кризу і ймовірність банкрутства дуже висока
Модель Й. Гайдака та Д. Стос (Польща)	$K_1$ – відношення чистого доходу від реалізації до середньої вартості активів протягом року; $K_2$ – співвідношення середньої вартості поточних зобов'язань і собівартості реалізованої продукції помноженої на кількість днів у звітному періоді; $K_3$ – відношення чистого прибутку до середньої вартості активів; $K_4$ – співвідношення прибутку до оподаткування та чистого доходу від реалізації; $K_5$ – співвідношення загальної суми зобов'язань та загальної суми активів	$Z = 0,7732 - 0,0856 \times K_1 + 0,00077 \times K_2 + 0,9221 \times K_3 + 0,6936 \times K_4 + 0,5947 \times K_5$ $Z > 0,87$ – підприємство в Польщі є фінансово стабільним; $Z < 0,13$ – висока ймовірність стати банкрутом
Модель Р. Ліса (Великобританія)	$K_1$ – ліквідність (робочий капітал/активи); $K_2$ – прибутковість (прибуток до сплати податків і відсотків/операційні активи); $K_3$ – нерозподілений прибуток (резерви/операційні активи); $K_4$ – фінансовий важіль (власний капітал/заборгованість)	$Z = 0,063 \times K_1 + 0,092 \times K_2 + 0,057 \times K_3 + 0,001 \times K_4$ . Граничне (критичне) значення $Z$ дорівнює 0,037

Продовження таблиці Г.2.

<p>Модель К. Спрінгейта</p>	<p><math>k_1</math> – робочий капітал/активи; <math>k_2</math> – прибуток до сплати податків і відсотків/активи; <math>k_3</math> – прибуток до сплати податків/короткотермінова заборгованість; <math>k_4</math> – виручка/активи</p>	<p><math>Z = 1,03 \times k_1 + 3,07 \times k_2 + 0,66 \times k_3 + 0,4 \times k_4</math>. Мінімальне допустиме значення <math>Z</math> – 0,862. Коли ж <math>Z</math> більша за 2,451, то загроза банкрутства мінімальна і підприємство фінансово надійне</p>
<p>Модель Дж. Фулмера</p>	<p><math>k_1</math> – нерозподілений прибуток минулих років/сукупні активи; <math>k_2</math> – обсяг реалізації/сукупні активи; <math>k_3</math> – валовий прибуток/сукупні активи; <math>k_4</math> – грошовий потік/сукупна заборгованість; <math>k_5</math> – сукупна заборгованість/сукупні активи; <math>k_6</math> – поточні пасиви/сукупні активи; <math>k_7</math> – Іг (матеріальні активи); <math>k_8</math> – оборотний капітал/сукупна заборгованість; <math>k_9</math> – Іг (валовий прибуток/виплачені відсотки)</p>	<p><math>H = 5,528 \times k_1 + 0,212 \times k_2 + 0,073 \times k_3 + 1,270 \times k_4 - 0,120 \times k_5 + 2,335 \times k_6 + 0,575 \times k_7 + 1,083 \times k_8 + 0,894 \times k_9 - 6,075</math> Неплатоспроможність підприємства настає при <math>H &lt; 0</math></p>
<p>Дискримінантна функція К. Беєрмана (Німеччина)</p>	<p><math>k_1</math> – позичковий капітал/валюта балансу; <math>k_2</math> – чистий прибуток/валюта балансу; <math>k_3</math> – чистий прибуток/позичковий капітал; <math>k_4</math> – чистий прибуток/чиста виручка від реалізації; <math>k_5</math> – cash-flow/позичковий капітал; <math>k_6</math> – чиста виручка від реалізації/валюта балансу; <math>k_7</math> – запаси/чиста виручка від реалізації; <math>k_8</math> – сума амортизації/вартість основних засобів на кінець періоду; <math>k_9</math> – введені основні засоби/сума амортизації; <math>k_{10}</math> – заборгованість за банківськими позиками/позичковий капітал</p>	<p><math>Z = 0,077 \times k_1 + 0,813 \times k_2 + 0,124 \times k_3 - 0,105 \times k_4 - 0,063 \times k_5 + 0,061 \times k_6 + 0,268 \times k_7 + 0,217 \times k_8 + 0,012 \times k_9 + 0,165 \times k_{10}</math> Отримані значення інтегрального показника рекомендується інтерпретувати так (горизонт прогнозування один рік): <math>&gt; 0,32</math> – підприємство перебуває під загрозою банкрутства; <math>Z &gt; 0,236</math> – неможливо чітко ідентифікувати, потребує додаткового якісного аналізу; <math>Z &lt; 0,236</math> – підприємству не загрожує банкрутство</p>

Джерело: складено на основі [71].

**Таблиця Г.3.**  
**Коефіцієнти за моделлю У. Бівера для вибіркової сукупності збиткових підприємств**

Підприємство	Станом на кінець року	ROA	TDRA	Lwc	L
ПАТ "Авдіївський коксохімічний завод"	2009	-0,04	0,52	0,04	1,22
	2010	0,00	0,51	0,09	1,22
	2011	-0,02	0,45	0,08	1,24
ПАТ „Азот”	2009	-0,07	0,45	0,11	1,32
	2010	-0,05	0,60	-0,03	1,04
	2011	-0,04	0,73	-0,33	0,58
ПАТ "Алчевській коксохімічний завод"	2009	0,03	0,45	0,14	1,34
	2010	-0,01	0,60	0,11	1,20
	2011	0,00	0,77	0,09	1,12
ПАТ "ЄВРАЗ Баглейкокс"	2009	-0,08	0,42	-0,18	0,85
	2010	-0,01	0,30	-0,02	1,10
	2011	-0,04	0,22	0,01	1,33
ПАТ "Євраз - Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського"	2009	-0,11	0,61	-0,39	0,48
	2010	-0,15	0,76	-0,46	0,47
	2011	-0,17	0,73	-0,43	0,48
ПАТ "ЄВРАЗ Дніпродзержинський коксохімічний завод"	2009	-0,07	0,28	0,01	2,06
	2010	0,00	0,25	0,15	1,78
	2011	-0,06	0,11	0,18	3,21
ВАТ "Дніпрошина"	2009	-0,06	0,42	-0,35	0,20
	2010	-0,06	0,47	-0,40	0,16
	2011	-0,20	0,65	-0,60	0,08
ПАТ "Дніпропетровський трубний завод"	2009	-0,14	0,71	-0,39	0,52
	2010	-0,10	0,79	-0,51	0,38
	2011	-0,07	0,89	-0,49	0,46
ПАТ "Дніпроважмаш"	2009	0,01	0,45	0,18	2,03
	2010	0,03	0,52	0,20	2,08
	2011	-0,02	0,65	0,14	1,45

Продовження таблиці Г.3

ПАТ "Донецький металпрокатний завод"	2009	-0,07	0,73	0,07	3,58
	2010	0,00	0,71	0,06	1,08
	2011	-0,01	0,72	0,01	1,01
ПАТ "Запоріжжкокс"	2009	-0,04	0,32	-0,07	1,71
	2010	0,09	0,41	0,09	1,68
	2011	-0,14	0,51	-0,04	1,04
ПАТ "Запорізький завод металевих конструкцій"	2009	0,22	0,44	0,44	2,19
	2010	-0,05	0,53	0,36	2,60
	2011	-0,04	0,57	0,10	2,61
ВАТ "Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"	2009	-0,03	0,38	-0,10	1,53
	2010	0,02	0,41	-0,11	1,14
	2011	-0,01	0,47	-0,14	0,88
ПАТ "Запорізький завод зварювальних флюсів та скловиробів"	2009	0,22	0,05	0,65	13,43
	2010	0,10	0,06	0,60	11,09
	2011	-0,02	0,07	0,52	7,83
ПАТ "Запорізький завод феросплавів"	2009	-0,08	0,77	-0,04	0,95
	2010	0,02	0,88	-0,01	1,45
	2011	-0,24	0,92	-0,29	0,72
ВАТ "Інтерпайп нижньодніпровський трубопрокатний завод"	2009	-0,07	0,45	-0,01	1,21
	2010	-0,05	0,44	0,08	1,22
	2011	0,00	0,45	0,09	2,59
ПАТ "Київенерго"	2009	-0,12	0,64	-0,28	0,93
	2010	0,03	0,61	-0,29	0,85
	2011	-0,24	0,76	-0,46	0,60
ПАТ "Кременчуцький сталеливарний завод"	2009	-0,02	0,66	-0,03	1,08
	2010	0,02	0,47	-0,15	0,75
	2011	-0,02	0,26	-0,05	0,94
ПАТ "Кримський содовий завод"	2009	0,06	0,19	0,08	1,63
	2010	-0,03	0,20	0,13	1,82
	2011	-0,04	0,29	-0,05	0,86
ПАТ Мостобуд	2009	0,00	0,61	-0,05	1,34
	2010	0,00	0,91	-0,03	1,60
	2011	-0,03	0,86	0,00	1,54

Продовження таблиці Г.3

ВАТ "Інтергайп новomosковський трубний завод"	2009	-0,02	0,38	0,04	1,11
	2010	-0,05	0,36	0,08	1,26
	2011	-0,06	0,34	0,09	1,45
ПАТ "Норд"	2009	0,00	0,52	-0,11	0,78
	2010	-0,08	0,51	-0,20	0,61
	2011	-0,13	0,75	-0,28	0,62
ВАТ "Нафтоперобний Комплекс - Галичина"	2009	-0,02	0,92	-0,08	0,89
	2010	0,00	0,87	-0,11	0,86
	2011	-0,01	0,84	-0,15	0,86
ПАТ "Стахановський завод феросплавів"	2009	-0,13	0,79	0,07	1,21
	2010	0,00	0,96	-0,02	0,98
	2011	-0,11	0,90	-0,19	0,94
ПАТ "Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Дзержинського"	2009	-0,18	0,58	-0,13	0,89
	2010	-0,18	0,82	-0,32	0,66
	2011	-0,10	0,30	-0,22	0,80
ПрАТ "ВО "Стальканат-Сігур"	2009	-0,25	1,17	-0,71	0,61
	2010	-0,01	0,65	-0,39	1,10
	2011	-0,02	0,74	-0,41	1,02
ВАТ "Дружківське рудоуправління"	2009	0,11	0,13	0,38	15,69
	2010	0,14	0,08	0,45	8,90
	2011	-0,20	0,10	0,34	6,51
ПАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	2009	-0,13	0,63	-0,46	0,67
	2010	-0,05	0,69	-0,51	0,63
	2011	-0,10	0,60	-0,54	0,26
ВАТ "Марганецький ГОК"	2009	-0,11	0,28	0,36	2,28
	2010	-0,07	0,76	0,07	1,10
	2011	-0,24	0,52	-0,05	1,01

Джерело: розраховано авторами.

Позначення:

ROA – рентабельність активів, десятковий дроб;

TDRA – рівень боргового навантаження

Lwc – коефіцієнт покриття активів чистим оборотним капіталом

L – коефіцієнт покриття



**Таблиця Г.4.**  
**Коефіцієнти для розрахунку інтегрального Z-показника фінансового стану для вибіркової сукупності підприємств**

Підприємство	Станом на кінець року	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7	K8	K9	K10
ПАТ "Авдіївський коксохімічний завод"	2009	1,22	1,19	0,46	1,10	-0,09	-0,16	1,14	-0,04	0,53	1,83
	2010	1,22	1,12	0,47	1,25	0,00	0,02	0,95	0,00	0,87	1,97
	2011	1,24	1,02	0,52	1,18	-0,04	-0,03	0,64	-0,02	1,90	2,15
ПАТ „Азот”	2009	1,32	0,99	0,55	1,25	-0,13	-0,05	0,67	-0,07	1,72	2,12
	2010	1,04	0,80	0,40	0,94	-0,13	-0,03	0,58	-0,05	1,85	1,62
	2011	0,58	0,38	0,26	0,44	-0,16	0,00	0,48	-0,04	3,36	1,37
ПАТ "Алчевській коксохімічний завод"	2009	1,34	1,14	0,55	1,34	0,05	0,03	0,56	0,03	2,41	2,34
	2010	1,20	1,06	0,40	1,41	-0,02	-0,01	0,46	-0,01	2,19	1,64
	2011	1,12	1,01	0,23	1,63	0,00	0,00	0,51	0,00	1,38	1,30
ПАТ "ЄВРАЗ Баглійкокс"	2009	0,85	0,61	0,57	0,76	-0,15	-0,21	0,94	-0,08	2,14	2,11
	2010	1,10	0,78	0,65	0,97	-0,01	0,01	0,78	-0,01	3,07	3,42
	2011	1,33	0,72	0,71	1,01	-0,05	-0,02	0,69	-0,04	4,12	4,46
ПАТ "Євраз - Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського"	2009	0,48	0,34	0,35	0,47	-0,33	-0,15	0,69	-0,11	2,60	1,47
	2010	0,47	0,32	0,19	0,30	-0,81	-0,19	0,50	-0,15	2,57	1,10
	2011	0,48	0,31	0,22	0,33	-0,77	-0,15	0,51	-0,17	2,75	1,17
ПАТ "ЄВРАЗ Дніпродзержинський коксохімічний завод"	2009	2,06	1,63	0,72	1,01	-0,10	-0,13	0,91	-0,07	2,47	3,24
	2010	1,78	1,30	0,71	1,28	0,00	0,01	0,72	0,00	2,64	4,09
	2011	3,21	1,78	0,83	1,27	-0,08	-0,04	0,55	-0,06	4,70	8,80
ВАТ "Дніпрошина"	2009	0,20	0,08	0,58	0,63	-0,10	-0,09	1,30	-0,06	4,69	2,33
	2010	0,16	0,08	0,53	0,57	-0,12	-0,17	1,21	-0,06	4,23	2,00
	2011	0,08	0,03	0,35	0,36	-0,59	-3,65	1,25	-0,20	0,73	1,32
ПАТ "Дніпропетровський трубний завод"	2009	0,52	0,15	0,29	0,43	-0,48	-0,30	0,82	-0,14	1,21	1,25
	2010	0,38	0,15	0,21	0,29	-0,47	-0,10	0,57	-0,10	3,01	1,17
	2011	0,46	0,20	0,11	0,18	-0,64	-0,06	0,55	-0,07	2,09	1,06
ПАТ "Дніпроважмаш"	2009	2,03	1,13	0,55	1,48	0,02	0,05	0,74	0,01	1,55	2,34
	2010	2,08	1,40	0,48	1,73	0,05	0,06	0,65	0,03	1,55	2,05
	2011	1,45	0,88	0,35	1,66	-0,05	0,02	0,53	-0,02	1,60	1,56

Продовження таблиці Г.4

ПАТ "Донецький металопрокатний завод"	2009	3,58	2,97	0,27	1,34	-0,25	0,00	0,66	-0,07	0,98	1,37
	2010	1,08	0,82	0,29	1,26	-0,01	0,03	0,50	0,00	1,76	1,46
	2011	1,01	0,60	0,28	1,03	-0,04	0,00	0,37	-0,01	2,69	1,37
ПАТ "Запоріжжкокс"	2009	1,71	1,37	0,61	0,90	-0,07	-0,05	0,56	-0,04	4,30	2,93
	2010	1,68	1,39	0,54	1,21	0,16	0,05	0,52	0,09	3,02	2,66
	2011	1,04	0,85	0,43	0,92	-0,32	-0,07	0,32	-0,14	4,10	1,65
ПАТ "Запорізький завод металевих конструкцій"	2009	2,19	1,33	0,56	4,92	0,40	0,26	0,81	0,22	1,32	2,95
	2010	2,60	1,12	0,47	4,14	-0,11	-0,06	0,70	-0,05	0,94	1,81
	2011	2,61	1,23	0,43	1,30	-0,10	-0,02	0,72	-0,04	1,19	1,72
ВАТ "Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"	2009	1,53	1,17	0,61	0,86	-0,05	-0,01	0,76	-0,03	3,22	2,61
	2010	1,14	0,81	0,59	0,85	0,04	0,03	0,62	0,02	4,10	2,53
	2011	0,88	0,62	0,53	0,79	-0,02	0,00	0,49	-0,01	4,70	2,14
ПАТ "Запорізький завод зварювальних флюсів та скловиробів"	2009	13,43	9,73	0,93	3,32	0,23	0,19	0,82	0,22	2,11	24,10
	2010	11,09	7,63	0,93	2,81	0,10	0,09	0,73	0,10	2,38	20,05
	2011	7,83	3,88	0,91	2,33	-0,02	0,02	0,51	-0,02	3,40	14,01
ПАТ "Запорізький завод феросплавів"	2009	0,95	0,82	0,23	0,86	-0,34	-0,03	0,60	-0,08	1,17	1,27
	2010	1,45	1,30	0,12	0,96	0,20	0,12	0,70	0,02	0,77	1,23
	2011	0,72	0,59	0,07	0,20	-3,27	-0,36	0,58	-0,24	0,77	0,89
ВАТ "Інтергайп нижньодніпровський трубопрокатний завод"	2009	1,21	0,99	0,55	0,98	-0,12	-0,10	0,96	-0,07	1,21	2,10
	2010	1,22	0,93	0,56	1,18	-0,08	-0,02	0,77	-0,05	1,59	2,24
	2011	2,59	1,86	0,55	1,19	-0,01	0,02	0,65	0,00	2,09	2,30
ПАТ "Київенерго"	2009	0,93	0,85	0,29	0,51	-0,43	0,07	0,57	-0,12	2,98	1,70
	2010	0,85	0,76	0,30	0,51	0,10	0,02	0,45	0,03	4,07	1,67
	2011	0,60	0,54	0,17	0,27	-1,43	-0,08	0,32	-0,24	5,09	1,12
ПАТ "Кременчуцький сталеливарний завод"	2009	1,08	1,02	0,34	0,93	-0,07	-0,03	1,08	-0,02	0,41	1,51
	2010	0,75	0,63	0,51	0,77	0,03	0,08	0,80	0,02	2,57	2,27
	2011	0,94	0,32	0,70	0,93	-0,03	0,02	0,70	-0,02	5,03	3,99
ПАТ "Кримський содовий завод"	2009	1,63	1,10	0,80	1,11	0,07	0,11	0,91	0,06	3,72	5,75
	2010	1,82	1,30	0,79	1,19	-0,04	0,00	0,70	-0,03	3,63	5,00
	2011	0,86	0,51	0,70	0,94	-0,06	-0,01	0,61	-0,04	5,35	3,46
ПАТ Мостобуд	2009	1,34	1,00	0,29	0,85	0,00	0,01	0,91	0,00	0,76	1,63
	2010	1,60	1,32	0,19	0,88	0,00	0,03	0,82	0,00	0,45	1,11
	2011	1,54	1,38	0,13	1,00	-0,24	-0,18	0,86	-0,03	0,35	1,11

Продовження таблиці Г.4

ВАТ "Інтерлайп новомосковський трубний завод"	2009	1,11	0,92	0,61	1,07	-0,04	0,04	0,92	-0,02	1,73	2,68
	2010	1,26	1,03	0,64	1,15	-0,08	-0,02	0,72	-0,05	2,23	2,72
	2011	1,45	0,96	0,65	1,17	-0,09	-0,03	0,57	-0,06	3,05	2,78
ПАТ "Норд"	2009	0,78	0,63	0,48	0,81	0,00	0,02	0,48	0,00	3,96	1,97
	2010	0,61	0,49	0,49	0,72	-0,16	-0,04	0,33	-0,08	7,30	1,82
	2011	0,62	0,54	0,25	0,47	-0,51	-0,07	0,34	-0,13	3,88	1,17
ВАТ "Нафтопереробний Комплекс - Галичина"	2009	0,89	0,79	0,08	0,50	-0,18	0,05	0,63	-0,02	0,92	1,13
	2010	0,86	0,76	0,13	0,53	0,01	0,02	0,59	0,00	1,16	1,16
	2011	0,86	0,69	0,16	0,52	-0,07	0,04	0,42	-0,01	2,50	1,28
ПАТ "Стахановський завод феросплавів"	2009	1,21	0,95	0,21	1,55	-0,65	0,09	0,68	-0,13	0,88	1,34
	2010	0,98	0,92	0,04	0,69	0,05	0,05	0,71	0,00	0,53	1,07
	2011	0,94	0,75	0,10	0,35	-1,08	-0,01	0,64	-0,11	0,93	1,10
ПАТ "Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Держинського"	2009	0,89	0,47	0,41	0,77	-0,42	-0,10	0,40	-0,18	3,39	1,47
	2010	0,66	0,41	0,18	0,36	-1,01	-0,11	0,35	-0,18	3,11	1,01
	2011	0,80	0,72	-0,04	-0,20	-2,61	-0,11	0,81	-0,10	1,01	3,04
ПрАТ "ВО "Стальканат-Сігур"	2009	0,61	0,52	-0,17	-0,32	-1,44	0,01	0,41	-0,25	3,03	0,86
	2010	1,10	0,76	0,35	0,47	-0,04	0,08	0,63	-0,01	4,72	1,68
	2011	1,02	0,68	0,26	0,39	-0,08	0,07	0,48	-0,02	4,90	1,51
ВАТ "Дружківське рудоуправління"	2009	15,69	11,20	0,69	2,22	0,16	0,37	2,25	0,11	0,56	8,89
	2010	8,90	6,82	0,73	2,63	0,18	0,41	2,13	0,14	0,66	14,44
	2011	6,51	3,77	0,68	2,01	-0,29	0,33	1,55	-0,20	1,03	12,01
ПАТ "ДТЕК Павлоградвугілля"	2009	0,67	0,56	0,34	0,43	-0,37	-0,07	0,83	-0,13	2,77	1,54
	2010	0,63	0,47	0,28	0,35	-0,20	0,00	0,70	-0,05	3,60	1,45
	2011	0,26	0,14	0,37	0,41	-0,27	-0,03	0,78	-0,10	7,28	1,63
ВАТ "Марганецький ГОК"	2009	2,28	1,91	0,72	1,99	-0,15	-0,31	1,19	-0,11	0,69	3,07
	2010	1,10	1,02	0,23	1,42	-0,29	-0,18	0,82	-0,07	0,45	1,22
	2011	1,01	0,68	0,45	0,91	-0,52	-0,04	0,64	-0,24	1,95	1,84

Джерело: розраховано авторами.

Позначення: коефіцієнт покриття (ліквідність третього ступеня) (К<sub>1</sub>); проміжний коефіцієнт покриття (К<sub>2</sub>); коефіцієнт фінансової незалежності (К<sub>3</sub>); коефіцієнт покриття необоротних активів власним капіталом (К<sub>4</sub>); коефіцієнт рентабельності власного капіталу, дроб (К<sub>5</sub>); коефіцієнт рентабельності продажів за ЕВІТ, дроб (К<sub>6</sub>); коефіцієнт рентабельності продажів за ЕВІТДА, дроб (К<sub>7</sub>); коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком, дроб (К<sub>8</sub>); коефіцієнт оборотності оборотних активів (К<sub>9</sub>); коефіцієнт оборотності позичкового капіталу за ЕВІТДА (К<sub>10</sub>).

## Додаток Д

**Таблиця Д.1.**  
**Динаміка показників фінансового стану вибіркової сукупності підприємств за 2009-2011 рр.**

Підприємство	Станом на кінець року	ВК	ПК	ЧА	ЧПП	ЧП (ЧЗ)
ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	2009	5500184	6445846	5500184	-64817	-494702
	2010	6004923	6893840	6004923	375468	-21532
	2011	5739642	5243188	5739642	119911	-258248
ПАТ „Азот”	2009	1697002	1384654	1697002	-92963	-213231
	2010	1506221	2292373	1506221	-69765	-191089
	2011	1199154	3354314	1199154	-55040	-192600
ПАТ «Алчевській коксохімічний завод»	2009	1539916	1251990	1539916	178734	70832
	2010	1505436	2280531	1505436	69874	-34230
	2011	1499186	5004883	1499186	75313	-6676
ПАТ «ЄВРАЗ Баглійкокс»	2009	798866	591302	798866	12456	-117479
	2010	893586	473885	893586	98547	-13328
	2011	847413	338201	847413	63598	-46006
ПАТ «Євраз – Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського»	2009	1424283	2681503	1424283	-96714	-469163
	2010	779339	3293643	779339	-302084	-630047
	2011	1048479	3825155	1048479	-447303	-809477
ПАТ «ЄВРАЗ Дніпродзержинський коксохімічний завод»	2009	721596	284128	721596	27083	-73098
	2010	798634	324228	798634	100092	1363
	2011	739908	147153	739908	33185	-57587
ВАТ «Дніпрошина»	2009	835128	595469	835128	-65588	-84856
	2010	737886	663971	737886	-57533	-93119
	2011	463867	877101	463867	-241116	-274006
ПАТ «Дніпропетровський трубний завод»	2009	249804	605101	249804	-102920	-120244
	2010	170324	633814	170324	-64308	-79473
	2011	106086	857593	106086	-50588	-67523
ПАТ «Дніпроважмаш»	2009	161097	131328	161097	17654	3605
	2010	170254	183115	170254	21944	9211
	2011	162082	305418	162082	2739	-8838

Продовження таблиці Д.1

ПАТ «Донецький металопрокатний завод»	2009	94783	255194	94783	17455	94783	-23489
	2010	93760	232512	93760	5092	93760	-1023
	2011	90162	235038	90162	2949	90162	-3598
ПАТ «Запоріжжкокс»	2009	779261	488291	779261	63535	779261	-55170
	2010	931625	792451	931625	245175	931625	152363
	2011	704218	918739	704218	-136972	704218	-227407
ПАТ «Запорізький завод металевих конструкцій»	2009	56758	45399	56758	24023	56758	22947
	2010	51035	57122	51035	-4660	51035	-5723
	2011	46380	62285	46380	-3604	46380	-4660
ВАТ «Запорізький металургійний комбінат «Запоріжсталь»	2009	5868395	3702276	5868395	10472	5868395	-290520
	2010	6102711	4314714	6102711	537779	6102711	241166
	2011	5976409	5367679	5976409	87536	5976409	-124084
ПАТ «Запорізький завод зварювальних флюсів та скловиробів»	2009	87519	7006	87519	23421	87519	20476
	2010	94198	6719	94198	12065	94198	9689
	2011	89047	8443	89047	-84	89047	-2143
ПАТ «Запорізький завод феросплавів»	2009	475274	1633114	475274	-130807	475274	-161889
	2010	537649	3924213	537649	139049	537649	106649
	2011	232018	2975977	232018	-722044	232018	-758920
ВАТ «Інтерлайн нижньодніпровський трубпрокатний завод»	2009	2966536	2466788	2966536	106156	2966536	-356555
	2010	3116378	2469107	3116378	156762	3116378	-259139
	2011	3106417	2527305	3106417	10325	3106417	-26551
ПАТ «Київенерго»	2009	1451962	3546148	1451962	-457577	1451962	-617260
	2010	1552101	3549340	1552101	374241	1552101	157334
	2011	958811	4836692	958811	-1150376	958811	-1375272
ПАТ «Кременчуцький сталеливарний завод»	2009	662057	1304073	662057	-24732	662057	-45908
	2010	683423	646562	683423	48561	683423	21367
	2011	661957	279713	661957	30584	661957	-21465
ПАТ «Кримський содовий завод»	2009	833425	208537	833425	129164	833425	62264
	2010	805940	211233	805940	34182	805940	-33931
	2011	779537	326410	779537	16459	779537	-46405
ПАТ Мостобуд	2009	420633	1035706	420633	48254	420633	1153
	2010	420566	1740602	420566	37735	420566	57
	2011	243229	1562674	243229	-23151	243229	-57645

Продовження таблиці Д.1

ВАТ «Інтерлайп новомосковський трубний завод»	2009	830643	522498	830643	76760	-31680
	2010	770017	437155	770017	46531	-60659
	2011	706527	379485	706527	26365	-63490
ПАТ «Норд»	2009	241327	261368	241327	34267	180
	2010	207140	212276	207140	-3662	-32362
	2011	135311	398178	135311	-41941	-69568
ВАТ «Нафтоперобний Комплекс – Галичина»	2009	432580	4717494	432580	-40820	-77376
	2010	438588	3049751	438588	57914	6008
	2011	410369	2210753	410369	-713	-27768
ПАТ «Стахановський завод феросплавів»	2009	219047	841165	219047	-122933	-142062
	2010	111985	2929134	111985	24430	5542
	2011	218512	1930051	218512	-215944	-235161
ПАТ «Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Держинського»	2009	2513118	3550039	2513118	-928204	-1064059
	2010	1212484	5647554	1212484	-1077971	-1223325
	2011	-686362	19450507	-686362	-1640193	-1790049
ПрАТ «ВО «Стальканат-Сілур»	2009	-67982	459287	-67982	-91125	-98070
	2010	277549	514426	277549	-2004	-11147
	2011	192734	537132	192734	10154	-16321
ВАТ «Дружківське рудоуправління»	2009	147599	65889	147599	27281	23056
	2010	181090	66455	181090	37547	33491
	2011	139961	66974	139961	-36777	-41129
ПАТ «ДТЕК Павлоградвугілля»	2009	2076502	3967702	2076502	-97046	-772611
	2010	1728280	4479413	1728280	484088	-340357
	2011	3285131	5558585	3285131	78489	-891988
ВАТ «Марганецький ГОК»	2009	600354	234318	600354	-67844	-92144
	2010	463847	1561907	463847	-109925	-136348
	2011	370529	447289	370529	-162577	-194146

Джерело: розраховано авторами.

Позначення: ВК – власний капітал, тис.грн;

ПК – позичковий капітал (сума довгострокових та поточних зобов'язань та залучені джерела), тис.грн;

ЧА – чисті активи (сукупні активи – сукупні зобов'язання), тис.грн;

ЧП – чистий грошовий потік (сума чистого прибутку (збитку) та амортизаційних відрахувань), тис.грн;

ЧП (ЧЗ) – чистий прибуток (збиток), тис.грн.

**Таблиця Д.2.**

**Незалежні змінні моделі дослідження\***

<b>Позначення</b>	<b>Найменування показника</b>
ShareMax, %	частка акцій у власності найбільшого акціонера
Qsha, од.	кількість акціонерів, які володіють пакетами акцій більше за 10% статутного фонду підприємства
ShareMin, %	сукупна частка акцій, що належить акціонерам, одноособові пакети акцій яких не перевищують 10% статутного фонду підприємства
TDRA	Коефіцієнт боргового навантаження
Qboard, ос.	кількість членів Наглядової Ради
mem_max	Питома вага представників акціонерів у НР, які володіють більше 10% акцій, %
mem_min	Питома вага представників акціонерів у НР, які володіють менше 10% акцій, %
mem_legal	Питома вага представників акціонерів-юридичних осіб в НР, %
mem_man	Питома вага представників працюючих акціонерів в НР, %
Qmeet, од.	Середньорічна кількість засідань Наглядової Ради
dRev	Даммі-змінна, пов'язана із здійсненням перевірок ревізійною комісією
dBoard	Даммі-змінна, пов'язана із здійсненням перевірок наглядовою радою
dIns	Даммі-змінна, пов'язана із здійсненням перевірок відділом внутрішнього аудиту
dOut	Даммі-змінна, пов'язана із здійсненням перевірок сторонньою компанією
Rights	Бальна оцінка рівня дотримання прав власності акціонерів

\* - змінні із індексом „d” - даммі-змінні, що фіксують наявність або відсутність певної ознаки чи властивості об'єкта оцінки

Джерело: складено авторами.

**Додаток Е**

Розрахунок предикативної сили моделі залежності ймовірності ризику банкрутства підприємств від зміни параметрів фінансової архітектури

Е.1. Коефіцієнти та параметри оцінки наскрізної logit-моделі: специфікація 2

logit Z Qboard Rights dBoard TDRA mem\_man

Iteration 0: log likelihood = -60.021891

Iteration 1: log likelihood = -43.84537

Iteration 2: log likelihood = -43.673355

Iteration 3: log likelihood = -43.672706

Iteration 4: log likelihood = -43.672706

Logistic regression

Number of obs = 87

LR chi2(5) = 32.70

Prob > chi2 = 0.0000

Log likelihood = -43.672706

Pseudo R2 = 0.2724

Z	Coef.	Std. err	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Qboard	.4536652	.1740596	2.61	0.009	.1125146	.7948158
Rights	-.7557088	.4033914	-1.87	0.061	-1.546341	.0349238
dBoard	-2.602063	.8415826	-3.09	0.002	-4.251535	-.9525915
TDRA	5.643332	1.601377	3.52	0.000	2.504691	8.781972
mem_man	3.513368	1.886214	1.86	0.063	-.1835438	7.210281
cons	-4.503758	1.432607	-3.14	0.002	-7.311615	-1.695901



Е.1. Розрахунок „коректно передбачених” результатів наскрізної logit-моделі (специфікація 2) на основі використання програмного пакету STATA 11.

### Logistic model for Z

Classified	True		Total
	D	~D	
+	38	14	52
-	9	26	35
Total	47	40	87

Classified + if predicted  $\Pr(D) \geq .5$   
 True D defined as  $Z \neq 0$

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	80.85%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	65.00%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	73.08%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	74.29%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	35.00%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	19.15%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	26.92%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	25.71%
Correctly classified		73.56%

## Додаток Ж



**Рис. Ж.1. Оптимізація структури капіталу збиткового підприємства на основі аналізу динаміки боргового навантаження підприємства**



**Рис. Ж.2. Етапи реалізації фіскального партнерства між державою та збитковим підприємством**

В.М. Мельник, Н.В. Бичкова, І.М. Калінська

# ОПТИМІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ЗБИТКОВИХ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

Монографія

Підписано до друку 05.03.2013.

Формат 60x 84/16. Гарнітура Times New Roman.

Папір офсетний 80 г/м<sup>2</sup>. Друк електрографічний

Умов.-друк. арк. 11,86. Обл. - вид. арк 9,03

Тираж 300 примірників. Замовлення № 03/13/1-14



[ прінт • копі • центр ]

Віддруковано у видавничому центрі "Вектор"  
46018 м. Тернопіль, вул. Кривоноса, 26  
тел. (0352) 40-08-12  
(0352) 40-00-63

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи  
до державного реєстру видавців,  
виготівників і розповсюджувачів  
видавничої продукції  
серія ТР № 46 від 07 березня 2013р.  
ФО Осадца Ю.В.