

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**



ПАВЛОВСЬКИЙ СЕРГІЙ ВОЛОДИМИРОВИЧ

УДК 658.14/17:330.137.7:005.52.005.334:658.5 (043.3)

**ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ В СИСТЕМІ
АНТИКРИЗОВОГО УПРАВЛІННЯ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Київ – 2017

Дисертація є рукописом.

Робота виконана на кафедрі корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Міністерства освіти і науки України, м. Київ

Науковий керівник: кандидат економічних наук, професор
Павліковський Анатолій Миколайович,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
професор кафедри корпоративних фінансів і контролінгу

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Азаренкова Галина Михайлівна
Харківський навчально-науковий інститут
ДВНЗ «Університет банківської справи»,
завідувач кафедри фінансів

кандидат економічних наук, доцент
Стецько Микола Васильович
Тернопільський національний економічний університет,
доцент кафедри суб'єктів господарювання і страхування

Захист відбудеться «31» травня 2017 р. о 12.00 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.006.04 ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03057, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1, ауд. 203.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03113, м. Київ, вул. Дегтярівська, 49 г, ауд. 601.

Автореферат розісланий «27» квітня 2017 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради,
доктор економічних наук, професор



Опарін В.М.

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Необхідною умовою виведення економіки України з кризи та забезпечення макроекономічної стабільності є оздоровлення фінансів реального сектору. Для цього слід запровадити комплекс інноваційних підходів до управління фінансами підприємств, що знаходяться в кризі. На таких підприємствах має місце порушення фінансової рівноваги та дефіцит фінансових ресурсів, подолати який, вдаючись до стандартних фінансових інструментів, через високий рівень загрози дефолту та загострення конфліктів інтересів, неможливо. Ключовим чинником результативного антикризового управління підприємствами є реалізація комплексу заходів щодо фінансування антикризових програм. Для подолання кризи потрібен індивідуальний набір інструментів фінансування, що має бути адаптований до конкретних економічних умов. У цьому зв'язку особливої актуальності набуває подальший розвиток класичних та обґрунтування новітніх технологій антикризового фінансування підприємств з урахуванням критерію витрат на капітал. Це зумовлює необхідність постійного розвитку теоретико-методичного забезпечення антикризових фінансових рішень та його адаптації до особливостей кризи.

Теоретичне підґрунтя фінансування підприємств в умовах кризи закладено у працях ряду вітчизняних та зарубіжних науковців. Зasadничі питання теорії фінансових криз визначені у працях Й. Шумпетера. Значний внесок у розвиток теоретичних засад управління корпоративними фінансами в цілому і антикризового фінансового менеджменту зокрема, зробили вітчизняні вчені-економісти: Г. Азаренкова, М. Білик, І. Бланк, І. Васильчук, В. Зимовець, І. Зятковський, Л. Костирко, М. Крупка, Л. Лігоненко, В. Опарін, О. Островська, А. Поддєрьогін, М. Стецько, О. Терещенко, В. Федосов. Ризики фінансування та механізм формування ціни залучення фінансових ресурсів підприємствами досить ґрунтовно досліджено у працях ряду зарубіжних вчених: Р. Брейлі, В. Гляйснера, Й. Грехема, А. Дамодарана, Й. Друкарчика, М. Кампелло, Т. Коупленда, Дж. Лінтнера, С. Майєрса, Дж. Моссіна, Д. Тобіна.

Відаючи належне доробку вітчизняних та зарубіжних вчених, слід зазначити, що проблематика антикризового фінансування підприємств залишається недостатньо вивченою. Зокрема, малодослідженими залишаються питання розвитку нестандартних та інноваційних інструментів антикризового фінансування, удосконалення законодавчого регулювання антикризових фінансових відносин, урахування ризиків дефолту у ціні залучення капіталу. Необхідність подальших досліджень у сфері фінансування підприємств, які знаходяться у кризі, обумовила вибір теми дисертації та її цільову спрямованість.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (м. Київ) і є складовою комплексних науково-дослідних тем кафедри: «Напрями фінансового оздоровлення суб'єктів підприємництва в умовах ринкової економіки» (державний реєстраційний номер 0101U004358), «Фінансове управління інвестиційно-інноваційним розвитком суб'єктів

підприємництва» (державний реєстраційний номер 0111U007426) та «Інновації у корпоративних фінансах» (номер державної реєстрації 0116U001554). У межах цих тем дисертантом особисто поглиблено теоретико-методичні підходи та обґрунтовано практичні рекомендації щодо фінансування підприємств в умовах кризи.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є поглиблення теоретико-методичних підходів та обґрунтування практичних рекомендацій щодо удосконалення антикризового фінансування підприємств.

Досягнення поставленої мети обумовило необхідність розв'язання таких завдань наукового та прикладного характеру:

- дослідити економічну природу кризових явищ на підприємствах та визначити особливості нинішньої фінансової кризи у корпоративному секторі економіки України;
- поглибити теоретико-методичні засади функціонування системи антикризового управління фінансами підприємств;
- обґрунтувати доміанти антикризового фінансування підприємств;
- розкрити ключові фактори впливу на фінансування підприємств реального сектору економіки в умовах фінансової кризи на прикладі підприємств хімічної промисловості;
- провести оцінку ризиків та витрат, пов'язаних із залученням інвестиційного капіталу підприємствами, що знаходяться в кризі;
- з'ясувати можливості та умови залучення позичкового капіталу як джерела антикризового фінансування підприємств;
- розкрити ключові внутрішні резерви фінансування антикризових заходів на підприємствах;
- визначити новітні підходи до антикризового фінансування підприємств;
- обґрунтувати рекомендації щодо удосконалення нормативно-правового забезпечення фінансування підприємств, що знаходяться в кризі.

Об'єкт дослідження - інструменти, методи та процес фінансування підприємств, що знаходяться в кризовому стані.

Предмет дослідження - економічні відносини, які виникають у процесі антикризового фінансування підприємств.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою дисертаційної роботи є сукупність загальнонаукових та спеціальних прийомів і методів дослідження. Були використані наступні методи: дедуктивний – у процесі поглиблення теоретичних засад антикризового фінансування підприємств; логічного узагальнення – для розкриття економічної природи антикризових процесів на промислових підприємствах; емпірично-статистичні методи – для оцінки ризиків та витрат підприємств, пов'язаних із антикризовим фінансуванням; факторного аналізу – при аналізі чинників, що впливають на антикризове фінансування підприємств; методи порівняльного аналізу – для порівняння фінансових показників діяльності досліджуваних підприємств; системний підхід – для обґрунтування рекомендацій щодо формування системи антикризового управління фінансами та удосконалення нормативно правового забезпечення фінансування підприємств.

У процесі написання дисертації використані вітчизняні законодавчі та нормативні акти, що регулюють питання відновлення платоспроможності підприємств, їх фінансове забезпечення та банкрутство, статистичні матеріали Державного комітету статистики України, наукові праці провідних вітчизняних та зарубіжних економістів, аналітика Світового банку, а також матеріали фінансової звітності вибіркової сукупності підприємств хімічної промисловості України.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у подальшому розвитку теоретико-методичних підходів та обґрунтуванні практичних рекомендацій щодо удосконалення антикризового фінансування підприємств. Основні положення, що визначають наукову новизну роботи, полягають у наступному:

вперше:

– обґрунтовано підхід до залучення капіталу для фінансування антикризових заходів на основі краудфандингу, зокрема, такого його різновиду як краудінвестинг. Визначено необхідність створення краудінвестингових платформ для фінансування проектів з перебезування екологічно-небезпечних підприємств за межі крупних населених пунктів, проектів із впровадження екологічних технологій та проектів з фінансової санації містоутворюючих підприємств. З метою стандартизації інструментарію краудфандингу та запобігання зловживання ним обґрунтовано необхідність прийняття законодавчого акту, який би регулював відповідні фінансові відносини. Краудінвестинг дозволить залучити стейкхолдерів підприємств та дрібних інвесторів до фінансування соціально значимих антикризових проектів;

удосконалено:

– теоретичні положення антикризового фінансового менеджменту на підприємстві, зокрема, обґрунтовано, що у відношенні до загальної системи антикризового управління антикризове управління фінансами є пріоритетною підсистемою. Водночас, антикризове управління фінансами є самостійною системою, оскільки охоплює сукупність елементів, що пов'язані спільними цілями, функціями, завданнями та механізмом. Зазначена система включає в себе три функціональні підсистеми: антикризове фінансування, антикризове інвестування та антикризовий контролінг;

– класифікацію витрат на залучення капіталу підприємствами, що передбачає їх поділ на експліцитні та імпліцитні. Експліцитні витрати на капітал мають місце, якщо ціна за користування ним чітко зафіксована у договорах, контрактах та звітності. Імпліцитні витрати слід визначати непрямим методом, застосовуючи економічно та логічно обґрунтовані моделі (САРМ, модель Фама-Френча, гібридна кризова модель), оскільки у цьому разі платежі не здійснюються у відкритій формі на користь капіталодавців. Визначений підхід до класифікації дозволить більш повно ідентифікувати витрати підприємств на капітал;

– науково-практичні підходи до визначення впливу прямих і непрямих витрат банкрутства на антикризові рішення та на ціну залучення капіталу підприємствами. Обґрунтовано, що непрямі витрати банкрутства збільшують ціну залучення капіталу на величину надбавки за ризик дефолту, незалежно від того, чи порушується принцип безперервної діяльності підприємств (Going Concern). Прямі витрати банкрутства залежать від рівня повернення боргу у разі

банкрутства та від фінансових витрат на ведення справи. Завдяки цьому доведено, що високий рівень прямих витрат банкрутства є суттєвим чинником демотивації кредиторів щодо порушення справ про банкрутство, у результаті чого, число заяв про банкрутство боржників знижується, незважаючи на загальне погіршення фінансового стану підприємств;

– теоретико-методичні засади гібридного фінансування антикризових заходів, зокрема, на основі використання мезонінного капіталу, який має характеристики як позиченого, так і власного капіталу. Доведено, що витрати на залучення мезонінного капіталу підприємствами, які знаходяться в кризі, є вищими, ніж у разі залучення класичних позик (комерційних, фінансових) чи додаткового фінансування підприємства існуючими власниками та нижчими за витрати на капітал, у разі прямих інвестицій з боку нових інвесторів. Створення мережі мезонінних фондів сприятиме практичній імплементації схем мезонінного фінансування та більшому доступу до фінансових ресурсів підприємств, що знаходяться в кризі;

набули подальшого розвитку:

– концепція відносин принципал-агент у частині спроможності агентів на мікрорівні взяти під контроль вплив макроекономічних факторів фінансової кризи, зокрема, визначено для принципалів усіх рівнів необхідність попереднього аналізу (ex-ante) на предмет можливих сценаріїв діяльності агентів у разі прояву факторів макроекономічної кризи. Визначено, що у відношенні агентів – керівників вищої ланки, відповідний аналіз та контроль має забезпечуватись внутрішнім аудитом, а стосовно менеджерів всіх інших рівнів – службами контролінгу. Це дозволить зменшити ризики, зумовлені опортуністичною поведінкою агентів усіх рівнів;

– теоретико-методичні засади антикризового управління у частині формулювання домінант та принципів антикризового фінансування, зокрема, обґрунтовано принципи економічності та оперативності (динамічності) фінансових рішень, превентивності фінансування, реалістичності планів щодо залучення коштів та контрольованості процесів антикризового фінансування;

– теоретико-методичні засади визначення ціни на капітал в умовах фінансової кризи. Обґрунтовано зв'язок між локальною структурою процентних ставок (ставок витрат на капітал) та рівнем розвитку фінансового ринку країни. У разі кризи, базові ставки в країнах з розвиненим фінансовим ринком мають тенденцію до зниження (політика дешевих грошей). В країнах, що розвиваються, навпаки, підвищуються процентні ставки (політика дорогих грошей). У першому випадку у структурі ставки витрат на капітал зростає частка ринкової премії за ризик, а в другому - непропорційно високою є питома вага локальної безризикової процентної ставки та премії за ризик країни. Розуміння структури ставки витрат на капітал уможливить прийняття адекватних рішень щодо залучення підприємствами капіталу на найбільш вигідних умовах.

Практичне значення отриманих результатів. Основні наукові положення дисертаційного дослідження доведено до рівня практичних розробок, що дозволяє використовувати їх у процесі удосконалення нормативно-правових актів, у роботі

міністерств та відомств, а також у практиці антикризового фінансування підприємств корпоративного сектору економіки України.

Пропозиції щодо удосконалення законодавства про банкрутство та санацію підприємств прийняті до впровадження Комітетом з питань правової політики та правосуддя Верховної Ради України (акт про впровадження №04-29/15-4367 від 9.12.2016 р.).

Практичні рекомендації щодо підвищення індексу ефективності процедур санації та банкрутства підприємств використані у практичній діяльності Міністерства фінансів України (довідка №03-14/16 від 08.12.2016 р.).

Прикладні рекомендації щодо використання різних форм та методів антикризового фінансування підприємств використовують в діяльності ряду підприємств, зокрема ПАТ «Азот» м. Черкаси (№14/54-16 від 12.12.2016 р.), ПАТ «Дніпроазот» (довідка від 15.12.2016 р.).

Окремі положення та висновки дисертаційної роботи використовуються у навчальному процесі при розробці методичного забезпечення та викладанні дисциплін «Фінанси підприємств», «Управління фінансовою санацією підприємств», «Корпоративні фінанси» ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (довідка від 19.12.2016 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, у якій відображено підхід автора до обґрунтування методичних та практичних рекомендацій щодо антикризового фінансування підприємств. Усі наукові положення, розробки, висновки та пропозиції, що виносяться на захист, одержані здобувачем самостійно і належать особисто автору.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дисертаційного дослідження було апробовано на міжнародних науково-практичних конференціях: Міжнародній науково-практичній конференції «Глобалізація та регіоналізація економічного розвитку» (ІСЕМВ НАН України, 25 лютого 2003 р., м. Київ); V Міжнародній науково-практичній конференції «Теорія і практика економічного аналізу: сучасний стан, актуальні проблеми та перспективи розвитку» (ТНЕУ, 29 вересня – 1 жовтня 2011 р., м. Тернопіль); Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні проблеми розвитку економіки в умовах глобалізації» (ТНЕУ, 26-27 квітня 2012 р., м. Чортків); Міжнародній науково-практичній конференції «Економічний потенціал країни: наукові підходи та практика реалізації» (ОНУ ім. Мечникова, 26-27 лютого 2016 р. м. Одеса).

Публікації. За результатами дослідження опубліковано 12 наукових праць, загальним обсягом 4,6 д.а., з них: 6 – у наукових фахових виданнях, 2 – у наукових фахових виданнях, що входять до міжнародних наукометричних баз, 4 – в інших виданнях.

Структура і обсяг дисертації. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, додатків і списку використаних джерел. Загальний обсяг дисертаційної роботи становить 194 сторінки друкованого тексту. Робота містить 32 таблиці на 19 сторінках, 5 рисунків на 3 сторінках та 8 додатків на 28 сторінках. Список використаних джерел налічує 139 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У вступі обґрунтовано актуальність теми дисертації, сформульовано мету, завдання, об'єкт, предмет і методи дослідження, розкрито наукову новизну та практичне значення отриманих наукових результатів.

У розділі 1 «Теоретико-методичні основи антикризового фінансування підприємств» досліджено економічну природу фінансової кризи на підприємствах реального сектору економіки, обґрунтовано основні складові системи антикризового управління фінансами та визначено доміанти антикризового фінансування підприємств.

Перманентне повторення макро-, та мікроекономічних криз як в Україні, так і за її межами, свідчить про відсутність універсальних рецептів їх запобігання. У дисертації доведено, що кожна криза є наслідком певної комбінації випадкових та невідповідних подій, що призводять до розбалансування фінансових параметрів підприємства та втрати фінансової рівноваги через загострення широкого спектру принципал-агент конфліктів. Для взяття фінансової кризи «під контроль» необхідно з'ясувати причини виникнення кризи, ключові сегменти підприємства, що вражені кризою, а також визначити можливості залучення капіталу для фінансування антикризових заходів. Нинішня фінансова криза, що має місце на багатьох підприємствах реального сектору економіки України, вирізняється наявністю комплексу несприятливих для бізнесу факторів:

- інфляційні та курсові ризики, що зумовлені високим та непрогнозованим рівнем інфляції;
- завищені процентні ставки та значні витрати на капітал через високі ризики та низькі кредитні рейтинги країни;
- очищення банківської системи: введення тимчасової адміністрації та ліквідація значної кількості банків, що зумовило фінансові проблеми у клієнтів банків - представників корпоративного сектору;
- ризики корупції та недієздатність антимонопольного законодавства;
- нестабільність, зумовлена військовим конфліктом з РФ, торговельними та транзитними обмеженнями, переорієнтацією на нові ринки;
- висока цінова волатильність на сировинних ринках;
- функціональна неспроможність вітчизняного ринку капіталів;
- низький рівень корпоративного управління в бізнесі.

Синтезованим виразом сукупності зазначених чинників є низький рівень інвестиційної привабливості як економіки України в цілому, так і реального сектору зокрема. Відтак, більшість підприємств мають проблеми із фінансуванням. У дисертації визначено місце антикризового управління фінансами та антикризового фінансування у загальній системі антикризового управління. У відношенні до системи антикризового управління антикризовий фінансовий менеджмент є підсистемою, яка домінує над іншими антикризовими підсистемами. Водночас, антикризове управління фінансами є самостійною системою, оскільки є сукупністю елементів, що пов'язані спільними цілями, функціями, завданнями та механізмом. Вона включає в себе три підсистеми

(антикризове фінансування, антикризове інвестування та антикризовий контролінг), а також характерні завдання та інструменти.

Важливим елементом теоретико-методичного забезпечення фінансування підприємств в умовах фінансової кризи є визначення домінант антикризового фінансування. Обґрунтовані в дисертації домінанти фінансування підприємств, що знаходяться в кризі, включають в себе:

- пріоритетні цільові орієнтири фінансування (відновлення та збереження платоспроможності підприємств, мобілізація капіталу для здійснення антикризових інвестицій, забезпечення фінансової рівноваги);

- необхідність усунення внутрішніх причин кризи та мобілізації внутрішніх санаційних ресурсів, що є стратегічною передумовою залучення ресурсів із зовнішніх джерел;

- комбіноване використання класичних форм залучення капіталу та мезонінних і краудінвестингових схем фінансування як додаткових інструментів залучення коштів;

- пріоритетний критерій прийняття рішень щодо антикризового фінансування (ціна залучення капіталу), який є інтегрованим виразом потенційної результативності антикризового управління з урахуванням ризиків вкладення коштів у підприємство;

- антикризову фінансову комунікацію як сукупність прийомів та методів генерування позитивних сигналів щодо санаційної спроможності підприємства з метою мінімізації інформаційних ризиків для потенційних учасників санації.

Домінанти антикризового фінансування включають також набір відповідних принципів. Сформульовані у дисертації принципи антикризового фінансування включають у себе:

- принцип економічності: передбачає, що витрати (експліцитні та імпліцитні) на капітал мають бути нижчими, ніж ефективність використання ресурсів;

- принцип оперативності (динамічності) фінансових рішень, який означає, що антикризовий менеджмент завжди знаходиться під тиском часових рамок з боку капіталодавців та нормативно правових норм;

- принцип превентивності фінансування передбачає завчасне (до настання факту неплатоспроможності) забезпечення підприємств фінансовими ресурсами;

- принцип реалістичності залучення коштів означає, що у процесі антикризового планування слід ураховувати реальні можливості залучення коштів з огляду на підвищенні ризики фінансування;

- принцип контрольованості процесів залучення та використання коштів спрямований на забезпечення контролю руху грошових коштів.

За результатами дослідження встановлено, що число порушених справ про банкрутство підприємств в Україні знижується, незважаючи на загальне погіршення фінансового стану підприємств. Ключовими факторами демотивації кредиторів щодо порушення справ про банкрутство боржників є високі накладні витрати банкрутства (близько 42 % від величини активів боржників), низький відсоток погашення вимог кредиторів (близько 7,5%) та значна тривалість процедури банкрутства. Через неоднозначність та декларативний характер

багатьох положень законодавства про банкрутство відповідний інститут не виконує функції очищення ринку від неефективних господарюючих суб'єктів та залучення капіталодавців до процесів антикризового фінансування.

У розділі 2 «Аналіз джерел та факторів антикризового фінансування підприємств (на прикладі підприємств хімічної промисловості України)» розкрито фактори впливу на прийняття рішень щодо фінансування підприємств в умовах фінансової кризи, проведено оцінку ризиків та витрат на залучення інвестиційного капіталу, а також проаналізовано позичений капітал як джерело антикризового фінансування підприємств.

Дослідження проведено на прикладі емпіричних даних вибіркової сукупності підприємств хімічної промисловості України. На підприємства хімічної та нафтохімічної промисловості припадає близько 6,7% загального обсягу реалізованої продукції промисловості. У докризовий період експорт хімічної промисловості коливався в межах 6-7,5% від загального експорту країни. В дисертації доведено, що ключовим фактором, який впливає на можливості залучення підприємствами капіталу, є його ціна, що знаходить свій вираз у ставці витрат на капітал. Остання є комплексним індикатором, який включає в себе усі макро, - та мікроекономічні ризики, пов'язані з фінансуванням підприємств, а також потенційну результативність діяльності підприємства. Саме тому аналіз джерел і факторів антикризового фінансування здійснено крізь призму їх впливу на параметри, що визначають ціну залучення підприємствами капіталу.

В роботі проведена оцінка ключових зведених показників результативності підприємств хімічної промисловості України, а також аналіз фінансового стану і факторів фінансування вісімнадцяти хімічних підприємств, що складають досліджувану вибірку сукупність. У табл. 1 наведено зведені показники результативності діяльності підприємств хімічної промисловості України.

Таблиця 1

Показники результативності підприємств – виробників хімічної продукції України, 2010-2016*рр.

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Частка збиткових підприємств, %	41,9	39,2	38,0	36,7	35,8	25,3	32,5
Чистий прибуток (збиток), млрд. грн.	-2,37	-1,89	-7,98	-8,54	-35,01	-31,1	-3,5
Фінансові результати до оподаткування, млрд. грн.	-2,23	-1,06	-7,62	-8,08	-35,5	-31,63	-3,3
Результат від операційної діяльності, млрд. грн.	-1,2	+0,12	-6,3	-6,08	-19,9	-16,8	-0,53
Рентабельність операційної діяльності, %	-2,4	0,2	-8,0	-8,2	-23,5	-15,3	-1,6
Капітальні інвестиції, млрд. грн.	2,4	2,8	3,4	2,7	2,2	1,8	0,9

Джерело: складено автором відповідно до інформації Державної служби статистики України.

* попередні дані.

Частка збиткових підприємств, абсолютна величина збитків та від'ємні показники рентабельності дозволяють зробити висновок про те, що цей сектор економіки знаходиться у глибокій кризі. Оцінка ризиків та факторів фінансової неспроможності підприємств досліджуваної сукупності, зокрема, таких флагманів

української хімічної промисловості як ПАТ «Одеський припортовий завод» (ПАТ "ОПЗ») та ПАТ «Сумхімпром», засвідчила наявність класичної принципал-агент проблеми, за якої агенти (представники менеджменту) перекладають відповідальність за незадовільну діяльність підприємства на вплив зовнішніх, незалежних від них факторів. При цьому, ігноруються внутрішні причини кризи, які є наслідком зловживань керівництвом схемами вимивання коштів з підприємства, трансфертним ціноутворенням, здійсненням закупок сировини, матеріалів, енергоресурсів за завищеними цінами, штучно завищеними витратами на капітал, енерговитратністю виробництва, незадовільним рівнем управління кредиторською та дебіторською заборгованістю. Невирішеність питання із нейтралізацією внутрішніх причин кризи дає відповідні негативні сигнали інвесторам, знижує можливості залучення підприємствами коштів та суттєво знижує вартість активів.

З огляду на високі ризики, значна частина підприємств хімічної промисловості зазнає складнощів із залученням інвестиційного капіталу. Має місце проблема рециркуляції (кругова проблема): високі процентні ставки через високі ризики; високі ризики через незадовільні фінансові параметри, на які впливають процентні ставки. В роботі систематизовано фактори, які впливають на прийняття рішень щодо фінансування: значна кількість підприємств тривалий час зазнають збитків та знаходяться у режимі безуспішної санації, що триває роками; фінансова криза проявляється через незадовільні фінансові результати, низькі показники ліквідності та платоспроможності підприємств; має місце формальний підхід до оприлюднення істотної для прийняття фінансових рішень інформації та маніпулювання показниками звітності; брак довіри до підприємств зі сторони стейкхолдерів через зловживання керівництва та власників трансфертним ціноутворенням з метою вимивання з підприємств ліквідних ресурсів.

У рамках реалізації політики антикризового фінансування слід вирішити проблему об'єктивного розрахунку ціни залучення капіталу та виявити можливості її зменшення. Під структурою ставки витрат на капітал в дисертації розуміється співвідношення окремих складових, які формують ставку відсотка, за якою підприємства залучають власний (інвестиційний) та позичений капітал. Такими складовими є: безризикова ставка відсотка, середня по ринку премія за ризик, специфічні надбавки за ризик країни, ризик дефолту та систематичний ризик вкладень у підприємство. Обґрунтовано, що найбільш прийнятним для вітчизняних умов способом визначення надбавки за ризик країни є метод усередненого спреду ризику дефолту, ризик вкладення в конкретне підприємство доцільно визначати на основі аналогового бета, надбавку за ризик банкрутства (дефолту) підприємства слід обчислювати виходячи із оцінок ймовірності дефолту. Вплив фактора ймовірності банкрутства на теперішню вартість майбутніх грошових потоків підприємства доцільно розрахувати шляхом коригування величини прогнозних грошових потоків або ж через відповідні корекції ставки дисконтування.

Встановлено, що найбільш об'єктивний підхід до визначення непрямих витрат банкрутства на конкретному підприємстві полягає у розрахунку різниці

між оцінкою вартості компанії з використанням методу дисконтування грошових потоків за припущення „*Going concern*“ (відповідність принципу безперервної діяльності) та оцінкою за сценарієм, який передбачає банкрутство підприємства (порушення зазначеного принципу). Цей підхід є логічним та порівняно простим з точки зору техніки його практичного застосування.

Практична імплементація зазначеної пропозиції дозволить отримувати більш точні оцінки витрат на капітал, розраховувати ефективність антикризових проектів, визначати вартість окремих активів та об'єктів приватизації. Алгоритм розрахунку ставки дисконтування з урахуванням ризику дефолту дозволяє пояснити низькі стартові ціни приватизації низки державних підприємств, які знаходяться в кризі. Ігнорування чинника ймовірності дефолту і, відповідно, непрямих витрат банкрутства призводить до невірних оцінок ризиків, ставок дисконтування та величини майбутніх грошових потоків, які може генерувати підприємство. У разі залучення інвестиційного капіталу, значні непрямі витрати банкрутства та висока ціна залучення капіталу своїм наслідком мають низьку вартість об'єкта вкладень, що досить чітко прослідковується на прикладі низької стартової ціни приватизації підприємств хімічної промисловості України. В роботі доведено зв'язок між ризиками дефолту (PD) та ризиками, що визначаються волатильністю дохідності (β_L). В табл. 2 показано результати зведених розрахунків ціни залучення інвестиційного капіталу (Квк) з урахуванням надбавки за ризик банкрутства (R) підприємств вибіркової сукупності. Відповідна надбавка є оцінкою величини непрямих витрат банкрутства.

Таблиця 2

Ставка витрат на капітал з урахуванням фактора ймовірності банкрутства підприємств вибіркової сукупності, 2015р.

Підприємство	Показники				
	β_L	Квк	PD	R	Квк +R
1. ПАТ "ОПЗ»	7,36	156,8	0,28	61,4	218,2
2. ПАТ "Свема"	1,62	36,85	0,875	265,0	301,8
3.ПАТ "Черкаське хімволокно"	7,36	156,84	0,875	1104,7	1261,5
4.ПАТ "Дніпроазот"	2,3	51,93	0,155	9,7	61,6
5.ПАТ "Северодонецьке об'єднання АЗОТ"	1,62	36,86	0,63	64,6	101,3
6.ПАТ "АЗОТ"	7,36	156,8	0,875	1104,7	1261,5
7.ПАТ "Рівнеазот"	7,36	156,8	0,875	1104,7	1261,5
8. ПАТ "Нафтохімік Прикарпаття"	7,36	156,8	0,875	1104,7	1261,5
9. ПАТ "Дніпродзержинський КХЗ"	2,9	64,0	0,155	11,9	75,9
10. ПАТ "НПК - ГАЛИЧИНА")	4,3	93,7	0,28	36,8	130,6
11. ПАТ "Суміхіпром"	7,36	156,8	0,8	1104,7	1261,5
12. ПАТ "Вінницяпобутхім"	1,1	26,7	0,015	0,42	27,1
13. ТОВ "КарпатиНафтохім"	1,128	26,5	0,875	193,0	219,6
14. Костянтинівський державний хімічний завод	4,3	93,8	0,63	161,5	255,4
15. ПАТ «Запоріжжкокс»	1,2	29,8	0,045	1,45	31,3
16. ПАТ «Укрпластик»	1,5	36,3	0,1	6,8	43,1
17. ПАТ «Галичфарм»	2,3	52,2	0,1	9,76	61,9
18. ПАТ «Фармак»	1,2	28,2	0,045	1,37	29,5

Джерело: розраховано автором

Проведений кореляційний аналіз змінних бета, PD та ставки витрат на капітал засвідчив наявність істотного зв'язку між ними. Коефіцієнт кореляції між

бета та PD склав 0,57; між бета та ставкою витрат на капітал з урахуванням ризику дефолту 0,82; між значенням ймовірності дефолту та ставкою витрат на капіталу 0,78. Таким чином, виправданим є урахування чинника ризику дефолту, що характеризує непрямі витрати банкрутства, у процесі розрахунку ставки витрат на капітал. Підприємства вибіркової сукупності, проти яких порушена справа про банкрутство та які знаходяться у скрутному фінансовому становищі, характеризуються високими показниками ймовірності дефолту, бета і витрат на капітал.

Аналіз позиченого капіталу підприємств досліджуваної сукупності дозволяє констатувати надзвичайно ризикову політику їх фінансування. Свідченням цього є те, що на значній кількості підприємств має місце перевищення величиною позиченого капіталу суми їх активів, критичною часткою (більше 90 відсотків) поточних зобов'язань у структурі позиченого капіталу та спрямування короткострокових позик на фінансування довгострокових активів. У комплексі із високим рівнем витрат на позичений капітал, така ситуація практично унеможлиблює залучення позичкового капіталу підприємствами на традиційних умовах. За наявності ознак глобальної чи локальної фінансової кризи, ставки на кредитному ринку, аналогічно як і ставки дохідності за державними облігаціями, характеризуються значним рівнем волатильності. В дисертації обґрунтовано, що структура ставки витрат на капітал залежить від рівня розвитку ринку капіталів та політики центрального банку. У країнах з нерозвиненим ринком капіталів, структура ставки витрат на капітал є дещо викривленою у сторону переважання питомої ваги локальної безризикової процентної ставки та премії за ризик країни. В умовах обмежених можливостей впливу на ставку витрат на капітал, менеджмент підприємства має сконцентруватися на способах зменшення фактора бета та на мінімізації надбавки за ризик дефолту.

У розділі 3 «Напрямки удосконалення антикризового фінансування підприємств» досліджено можливості мобілізації внутрішніх резервів фінансування антикризових заходів на промислових підприємствах, визначено інноваційні підходи до антикризового фінансування підприємств, а також обґрунтовано пропозиції щодо удосконалення нормативно-правового забезпечення фінансування підприємств, що знаходяться в кризі.

Проведене дослідження дозволяє виокремити три фінансові пріоритети антикризового управління: подолання кризи ліквідності та платоспроможності; проведення антикризових заходів виробничо-технічного характеру; фінансування заходів із нейтралізації негативного екологічного впливу напівбанкрутих підприємств. Важливість останнього зумовлена шкодою, яка завдається навколишньому середовищу хімічними підприємствами через брак сучасних технологій з очистки шкідливих викидів. У рамках вирішення завдання виведення підприємств хімічної промисловості з кризи паралельно слід імплементувати принципи сталого розвитку підприємств. Це означає, що разом із мобілізацією фінансових ресурсів, необхідних для відновлення платоспроможності та прибутковості, слід вирішувати можливі екологічні та соціальні проблеми. Зокрема, оцінка ефективності санаційних заходів має здійснюватися з урахуванням показників, що характеризують рівень вирішення екологічних та

соціальних питань. Відповідні заходи мають бути закладені також і в плани антикризових заходів.

У роботі обґрунтовано, що комплекс внутрішніх резервів антикризового фінансування можна мобілізувати у разі реалізації політики перебазування промислових підприємств за межі крупних населених пунктів. Зазначені резерви пов'язані із суттєвою різницею в ціні земельних ділянок у межах та поза межами населених пунктів, меншими витратами на персонал та на інфраструктурні послуги. За межами крупних населених пунктів нижчими є також місцеві податки та збори, а також нижчі екологічні вимоги до промислових об'єктів, що є особливо актуальним для підприємств хімічної промисловості. Мультиплікативним резервом фінансової стабілізації хімічних підприємств – виробників добрив, засобів захисту рослин іншої продукції для сільського господарства є надання державної підтримки організаціям агропромислового комплексу для закупівлі зазначеної продукції. Мультиплікативний ефект підтримки полягає у тому, що надаючи фінансове сприяння (наприклад, у вигляді здешевлення кредитів) для сільськогосподарських підприємств, держава тим самим сприяє розвитку хімічної промисловості.

Внутрішні інновації на підприємстві є необхідною, однак не достатньою умовою успішного фінансового оздоровлення підприємств. В дисертації обґрунтовано, що за кризової ситуації суб'єкти господарювання мають вдаватися до інноваційних та нестандартних форм залучення капіталу, таких як санаційні консорціумні кредити, мезонінні та краудфандингові схеми фінансування. Для успішної реалізації антикризової програми доцільно використовувати пакет фінансових інструментів, до якого включатиметься і мезонінний капітал. Встановлено, що за антикризового фінансування, вартість залучення позичкового капіталу є вищою, ніж ціна залучення власного капіталу діючих інвесторів (за стабільної діяльності підприємства – навпаки). Рівень ризику та дохідності капіталу, залученого на основі інструментів мезонінного фінансування є вищою, ніж за використання традиційних способів залучення позичкового капіталу. Водночас, ставка витрат на залучення мезонінного капіталу є нижчою або зіставною із ціною залучення власного капіталу за стандартних умов. Ціна мезонінних ресурсів для фінансування антикризових проектів є вищою, ніж ціна залучення коштів власників підприємства, що знаходиться в кризі.

В роботі досліджено потенціал краудфандингового фінансування антикризових проектів. Незважаючи на те, що краудфандинг асоціюється перш за все із колективним фінансуванням незначних за обсягом соціальних проектів, цю модель мобілізації коштів можна з успіхом використовувати для фінансування різного роду проектів у бізнесі. Для фінансування антикризових проектів пропонується створення краудінвестингової платформи «Фінансування антикризових бізнес-проектів». Через зазначену платформу можуть бути мобілізовані кошти для фінансування проектів з перебазування екологічно-небезпечних підприємств за межі крупних населених пунктів, проектів із впровадження екологічних технологій на хімічних підприємствах, проекти з фінансової санації містоутворюючих підприємств. Краудфандингове фінансування у цьому разі має інвестиційний характер і передбачає отримання

певної (прямої чи опосередкованої) вигоди для оферентів капіталу. Однак, мотивація капіталодавців при цьому є не лише фінансова, а й соціальна, екологічна та психологічна. Для запобігання зловживанню краудфандинговими схемами мобілізації коштів, підвищення рівня захищеності як капіталодавців, так і кінцевих бенефіціарів коштів, необхідним є державне регулювання цього сегменту фінансових послуг. В роботі обґрунтована необхідність прийняття законодавчого акту, який би регулював фінансові відносини, пов'язані з краудфандингом. Закон має передбачати інструменти захисту дрібних інвесторів від вкладення коштів у необґрунтовані та нетранспарентні проекти і містити норми щодо:

- регламентування порядку участі у краудфандингових проектах фандерів-фізичних осіб, у тому числі, визначення максимальної межі вкладень одного інвестора (фізичної особи);
- самодекларування: надання фандером інформації краудфандинговій платформі щодо джерел доходів та розміру його статків та встановлення мінімального рівня місячних доходів, що дозволяють бути фандером;
- регламентування порядку участі у проектах фандерів – юридичних осіб, у тому числі інституційних інвесторів;
- функціонування краудфандингових платформ, як фінансових посередників на ринку краудфандингу;
- оприлюднення актуальної інформації про проекти, що фінансуються через краудфандинг;
- застереження щодо ризиків, які можуть призвести до повної втрати фандерами своїх внесків, а також неотримання очікуваних прибутків;
- здійснення державного нагляду за відповідним сегментом фінансових послуг (відповідна функція має бути покладена на Нацкомфінпослуг).

Прийняття відповідного законодавчого акту дозволить стандартизувати краудфандингові продукти, підвищити професійний рівень та відповідальність учасників краудфандингових платформ, урегулювати участь інституційних інвесторів у краудфандингу, а також запобігати фінансовим маніпуляціям на ринку.

Поряд із законодавчим забезпеченням інноваційних форм фінансування антикризових заходів, для активізації процесів фінансової санації необхідно реформувати нормативно-правові акти, що регламентують процеси санації, реорганізації та банкрутства підприємств. Така необхідність підтверджується мізерною кількістю справ про банкрутство, що завершуються фінансовою санацією, а також вкрай низьким місцем України у рейтингу ефективності процедури вирішення проблематики неплатоспроможності підприємств, який формується Світовим банком у рамках рейтингу *Doing Business*. Для забезпечення реальних позитивних зрушень у питаннях активізації антикризового фінансування підприємств в дисертації обґрунтовано ряд рекомендацій, спрямованих на спрощення процедури санації та банкрутства, зменшення їх вартості та збільшення коефіцієнту повернення боргу. Резервами зниження фінансових витрат є зменшення витрат на діяльність арбітражних керуючих, залучення різного роду експертів та накладних витрат (у тому числі корупційних),

пов'язаних із веденням справи у суді. Критерієм ефективності роботи розпорядника майна, керуючого санацією та ліквідатора має бути величина коефіцієнта повернення боргу. Для заохочення інвесторів та кредиторів до фінансування антикризових проектів слід запровадити реальну (а не декларативну) систему мотиваційних інструментів на регуляторному рівні. Йдеться про надання пріоритетності (у частині розподілу ліквідаційної виручки) кредиторам, які готові надати санаційні кредити після порушення провадження у справі про банкрутство, фіскальні важелі (наприклад, виведення з під оподаткування санаційного прибутку), послаблення вимог щодо резервування, стимули до запровадження банківських продуктів, спрямованих на антикризове фінансування підприємств.

ВИСНОВКИ

У дисертації проведено теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення актуального науково-практичного завдання, що полягає у поглибленні теоретико-методичних підходів та розробленні практичних рекомендацій щодо удосконалення антикризового фінансування підприємств. За результатами проведеного дослідження обґрунтовано наступні висновки та пропозиції:

1. На підставі дослідження економічної природи фінансової кризи виокремлено видимі та приховані характеристики кризи. Видимими ознаками кризи є збитковість та проблеми з платоспроможністю підприємства. Прихованими ознаками є розбалансованість діяльності, порушення фінансової рівноваги та втрата контролю зі сторони менеджменту над фінансовими процесами, що мають місце в компанії. Визначено, що під фінансовою кризою слід розуміти ситуацію погіршення параметрів фінансового стану підприємства та втрату фінансової рівноваги унаслідок загострення конфліктів у внутрішньому та зовнішньому фінансовому середовищі. Корпоративні конфлікти своїм наслідком мають погіршення фінансових відносин із шехолдерами та стейкхолдерами до критичного рівня, за якого підприємство нездатне мобілізувати фінансові ресурси для забезпечення фінансової рівноваги, здійснення інвестиційної та операційної діяльності. За результатами дослідження з'ясовано специфічні особливості та канали впливу макроекономічних і мікроекономічних факторів кризи на фінансовий стан підприємств, а також визначено, що через фактори демотивації кредиторів, число банкрутств в Україні знижується, незважаючи на тенденцію до погіршення фінансового стану підприємств.

2. Визначено місце антикризового управління фінансами та антикризового фінансування у загальній системі антикризового управління. Доведено, що антикризове управління фінансами є самостійною системою, яка включає в себе три функціональні підсистеми: антикризове фінансування, антикризове інвестування та антикризовий контролінг. Для забезпечення ефективного управління фінансами в умовах кризи необхідно впроваджувати сучасні технології превентивного реагування на загрозу кризи. До таких технологій в роботі віднесено інтегроване запровадження системи раннього попередження і реагування на кризу та систему збалансованих показників.

3. В роботі систематизовано доміанти антикризового фінансування, перелік яких включає: пріоритетні цілі залучення коштів; визначення стратегічної передумови залучення ресурсів із зовнішніх джерел; необхідність використання нестандартних та новітніх схем фінансування; пріоритетний критерій прийняття рішень щодо антикризового фінансування; необхідність застосування механізмів зменшення інформаційних ризиків та генерування позитивних сигналів щодо санаційної спроможності підприємства (антикризова фінансова комунікація). Визначено, що інструментами зменшення інформаційних ризиків є план антикризових заходів, санаційний аудит та позитивні сигнали щодо потенціалу санації.

4. Встановлено, що ключовим фактором прийняття рішень щодо антикризового фінансування є ціна капіталу – ставка відсотка, яка є інтегральним вираженням комплексу ризиків, факторів та витрат, пов'язаних із наданням підприємствам капіталу, а також очікуваної результативності санації. Проведений фінансовий аналіз вибіркової сукупності хімічних підприємств дозволив виокремити ризики та фактори, що впливають на здатність підприємств залучати капітал та на його ціну. Дослідження показало, що хімічна галузь України знаходиться у перманентній фінансовій кризі, оскільки за всі роки аналізованого періоду зведені фінансові результати відповідних підприємств мали від'ємне значення. Свідченням значних інформаційних ризиків є формальний підхід до оприлюднення істотної фінансової інформації та маніпулювання показниками звітності. Суттєво знижують довіру до підприємств зі сторони капіталодавців численні факти штучного вимивання з підприємств ліквідних ресурсів. Доведено, що має місце класична принципал-агент проблема, коли агенти (представники менеджменту) перекладають відповідальність за незадовільну діяльність підприємств на вплив зовнішніх, незалежних від них факторів.

5. З огляду на високі ризики та витрати на капітал, значна частина підприємств хімічної промисловості зазнають складнощів із залученням інвестиційного капіталу. Має місце проблема рециркуляції: дефіцит фінансових ресурсів через високі процентні ставки та ризики; високі ризики та процентні ставки через незадовільні фінансові параметри, що є наслідком дефіциту фінансових ресурсів. У дисертації доведено, що премія за ризик банкрутства може знаходити свій вираз у високих очікуваних доходах від об'єкту інвестицій або ж у низькій вартості придбання відповідного об'єкту. Відтак низька вартість ряду хімічних підприємств, що знаходяться в кризі, є наслідком високої ціни на капітал, що, серед іншого, зумовлена значними непрямими витратами банкрутства. Через значні ризики, у разі продажу чи приватизації таких підприємств, потенційні інвестори будуть готові сплачувати меншу вартість. Для підвищення якості фінансових рішень, в роботі обґрунтовано необхідність корекції ставок дисконтування на специфічну надбавку за ризик дефолту.

6. Ризики та витрати на позичений капітал є ключовими факторами прийняття рішень щодо залучення коштів. Залучення додаткових кредитних ресурсів можливе лише за зменшення ризиків дефолту та комплексу нормативно-правових інструментів, спрямованих на заохочення кредиторів до фінансування антикризових проектів. Залежно від впливу на стан ліквідних ресурсів на

підприємстві, інструменти залучення капіталу доцільно класифікувати як активні та пасивні. За результатами використання активних інструментів на підприємство безпосередньо залучаються додаткові грошові кошти (позитивний cash-flow). Наслідком використання пасивних фінансових інструментів (реструктуризація боргу, трансформація боргу у власність) є покращення фінансових показників (структури капіталу, середньо- та довгострокової ліквідності) підприємства та створення умов для залучення додаткового капіталу, однак, безпосереднього залучення грошових коштів не відбувається.

7. Встановлено, що комплекс внутрішніх резервів фінансової стабілізації хімічних підприємств пов'язаний із їх можливим перебазуванням за межі крупних населених пунктів. Зазначені резерви пояснюються суттєвою різницею в ціні земельних ділянок у межах та поза межами населених пунктів, меншими витратами на персонал та на інфраструктурні послуги, нижчими місцевими податками та зборами, а також меншими екологічними вимогами до промислових об'єктів, що є особливо актуальним для підприємств хімічної промисловості. Питання фінансування санації промислових підприємств слід розглядати у взаємозв'язку з екологічними наслідками їх діяльності та з реалізацією політики сталого розвитку. Зокрема, оцінка ефективності антикризових заходів має здійснюватися з урахування показників, що характеризують рівень вирішення екологічних та соціальних проблем.

8. Визначено, що у кризовій ситуації суб'єкти господарювання мають вдаватися до нестандартних форм залучення капіталу, таких як трансформація боргу у власність, мезонінне фінансування, а також до краудфандингових схем. Для практичної реалізації антикризового потенціалу мезонінного фінансування доцільно сформувати національну мережу мезонінних фондів з широким залученням до цього процесу банків та страхових компаній. Одним із інноваційних інструментів мезонінного фінансування є краудфандинг. Обґрунтована доцільність використання у рамках антикризового фінансування моделі краудінвестингу, що базується на платформі «Фінансування антикризових бізнес-проектів». Сформовано рекомендації щодо законодавчого урегулювання мезонінних та краудфандингових схем фінансування.

9. Для забезпечення реальних позитивних зрушень у питаннях активізації антикризового фінансування підприємств має бути здійснена переорієнтація акцентів у нормативно-правовому регулюванні антикризових процесів у напрямку спрощення процедур санації та банкрутства, зменшення їх вартості та збільшення коефіцієнта повернення боргу. Зменшити фінансові витрати на процедури санації та банкрутства доцільно через мінімізацію витрат на судові процедури та діяльність арбітражних керуючих. Критерієм ефективності роботи останніх має бути величина коефіцієнта повернення боргу. Встановлено, що для заохочення інвесторів та кредиторів до фінансування антикризових проектів слід запровадити реальну (а не декларативну) систему мотиваційних інструментів. Йдеться про надання пріоритетності кредиторам, що надають кредити після порушення провадження у справі про банкрутство, фіскальні важелі (наприклад, виведення з під оподаткування санаційного прибутку), послаблення вимог щодо резервування, у разі участі у фінансуванні проектів санації.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях:

1. Павловський С. В. Мікроекономічні кризові явища трансформаційного періоду / С. В. Павловський // Проблеми розвитку внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект: сборник научных трудов. – Донецк ДонГУ, 2001. – Часть 2. – С.428-430 (0,2 д.а.).
2. Павловський С. В. Макроекономічні впливи на фінансову діяльність українських підприємств /С. В. Павловський // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 9-10. – С. 13-17 (0,5 д.а.).
3. Павловський С. В. Антикризове управління у транзитивній економіці / С. В. Павловський // Збірник наук. праць. - К.: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України. – 2003. – Вип. 38. – С. 135-141 (0,5 д.а.).
4. Павловський С. В. Внутрішні резерви фінансування антикризових заходів на промислових підприємствах /С. В. Павловський // Ринок цінних паперів України. – 2012. – № 1-2. – С.59–64 (0,5 д.а.).
5. Павловський С. В. Інтегрування системи раннього попередження та реагування на фінансову кризу в концепцію збалансованих показників /С. В. Павловський // Ринок цінних паперів України. – 2012. – № 8. – С.51–59 (0,5 д.а.).
6. Павловський С. В. Терещенко О.О. До питання щодо удосконалення фінансового механізму антикризового управління підприємством /С. В. Павловський, О. О. Терещенко // Фінанси України. – 2016. – № 6. – С. 108-123. (0,75 д.а., особисто автору – 0,5д.а.; визначено напрямки удосконалення фінансового механізму антикризового управління).

У наукових фахових виданнях України, що зареєстровані в міжнародних базах:

7. Павловський С. В. Фінансування підприємств у період фінансової кризи: альтернативні рішення / С. В. Павловський // Науковий вісник Херсонського державного університету (Index Copernicus (Польща), Національна бібліотека ім. В.І. Вернадського (Україна)). – 2016. – Випуск 17 (3). – С. 112-117 (0,75 д.а.).
8. Павловський С. В. Ризики і витрати на залучення підприємствами інвестиційного капіталу в період фінансово-економічної кризи / С. В. Павловський // Бізнес Інформ (Ulrichsweb Global Serials Directory (США), Research Papers in Economics (США), РІНЦ (Росія), Index Copernicus (Польща), Directory of Open Access Journals, CiteFactor (США), getCITED (США), Research Bible (Японія), Національна бібліотека ім. В.І. Вернадського (Україна)). – 2016. - №2. – С. 340-346 (0,75 д.а.).

В інших виданнях:

9. Павловський С. В. Роль стратегії в антикризових заходах / С. В. Павловський // Глобалізація та регіоналізація економічного розвитку: матеріали міжнар. наук.–практ. конф. (25 лютого 2003 р., м. Київ). – К.: ІСЕМВ НАН України, 2003. – С.115-116 (0,1 д.а.).
10. Павловський С. Система раннього попередження та реагування у антикризовому фінансовму управлінні / С. Павловський // Теорія і практика економічного аналізу: сучасний стан, актуальні проблеми та перспективи

розвитку: матеріали V міжнар. наук.–практ. конф. (29 вересня – 1 жовтня 2011 р., м. Тернопіль). – Тернопіль, 2011. – С.259-261 (0,1 д.а.).

11. Павловський С. Коплекс антикризових резервів, пов'язаних із перебазуванням підприємств / С. Павловський // Актуальні проблеми розвитку економіки в умовах глобалізації: матеріали міжнар. наук.–практ. конф. (26-27 квітня 2012 р., м. Чортків). – ТНЕУ, 2012. – С. 311-312 (0,1 д.а.).

12. Павловський С. Ставка витрат на капітал як критерій прийняття антикризових фінансових рішень у корпоративному секторі економіки/ С. Павловський. // Економічний потенціал країни: наукові підходи та практика реалізації: матеріали міжнар. наук.-практ. конф.(26-27 лютого 2016р. м. Одеса). – Одеса: ОНУ ім. Мечникова, 2016. – С.182-185 (0,1 д.а.).

АНОТАЦІЯ

Павловський С.В. Фінансування підприємств в системі антикризового управління. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2017.

Дисертацію присвячено дослідженню теоретико-методичних підходів до фінансування підприємств, які знаходяться в кризі, та обґрунтуванню рекомендацій щодо удосконалення антикризового фінансування підприємств реального сектору економіки. В роботі визначено місце антикризового фінансування у системі антикризового управління та формалізовано ключові елементи, функції та інструменти антикризового управління фінансами підприємств. Обґрунтовано доміанти та принципи антикризового фінансування.

Проведено оцінку ризиків та витрат, пов'язаних із залученням капіталу підприємствами, що знаходяться в кризі. Визначено ключові фактори, що впливають на залучення підприємствами інвестиційного та позиченого капіталу. Доведено, що комплексним критерієм прийняття рішень щодо антикризового фінансування є ціна залучення капіталу. Запропоновано порядок визначення непрямих витрат банкрутства та премії за ризик дефолту. Розкрито ключові внутрішні резерви фінансування антикризових заходів на промислових підприємствах, а також обґрунтовано ряд інноваційних підходів до антикризового фінансування. Сформульовано рекомендації щодо удосконалення нормативно-правового забезпечення фінансування підприємств, що знаходяться в кризі.

Ключові слова: фінансова криза, антикризове фінансування, ризик банкрутства, фінансова діагностики, фінансова санація, ставка витрат на капітал, мезонінний капітал, краудфандинг, дефолт.

АННОТАЦИЯ

Павловский С.В. Финансирование предприятий в системе антикризисного управления. - Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 - деньги, финансы и кредит. - ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана», Киев, 2017.

Диссертация посвящена исследованию теоретико-методических основ финансирования предприятий, находящихся в кризисе, их критической оценке и развитию, а также обоснованию практических рекомендаций по усовершенствованию антикризисного финансирования предприятий реального сектора экономики.

Исследована экономическая природа кризисных явлений на предприятиях и определены особенности финансового кризиса в корпоративном секторе экономики Украины. В работе определено место финансирования в системе антикризисного управления и формализованы ключевые элементы, функции и инструменты антикризисного управления финансами предприятий. В диссертации получила дальнейшее развитие концепция отношений принципал-агент в части способности агентов на микроуровне взять под контроль влияние макроэкономических факторов финансового кризиса, обоснованы доминанты и принципы антикризисного финансирования предприятий.

Проведена оценка рисков и расходов, связанных с привлечением капитала предприятиями, находящимися в кризисе. Определены ключевые факторы, влияющие на привлечение предприятиями инвестиционного и заемного капитала. Доказано, что комплексным критерием принятия решений в сфере антикризисного финансирования является цена привлечения капитала (ставка расходов на капитал). Усовершенствованы научно-практические подходы к определению влияния прямых и косвенных расходов банкротства на антикризисные решения и на цену привлечения капитала предприятиями. Апробирован алгоритм включения надбавки за риск дефолта в цену привлечения ресурсов. Обоснована связь между структурой локальных процентных ставок (ставок расходов на капитал) и уровнем развития экономики и финансового рынка страны.

Проанализированы основные финансовые параметры выборочной совокупности химических предприятий и раскрыты факторы влияния на финансирование предприятий химической промышленности в условиях финансового кризиса. Установлено, что комплекс внутренних резервов финансовой стабилизации химических предприятий связан с их возможным перебазируанием за пределы крупных населенных пунктов. Обоснована возможность и необходимость гибридного финансирования антикризисных мероприятий, в частности, на основе использования мезонинного капитала. Предложено инновационный подход к привлечению капитала для финансирования антикризисных мер на основе краудфандинга, в частности, обоснована необходимость создания краудинвестиционных платформ для финансирования антикризисных проектов. Определены рекомендации по законодательному обеспечению краудфандинговых моделей финансирования и реформированию нормативно-правовых актов, регламентирующих процессы санации, реорганизации и банкротства предприятий.

Ключевые слова: финансовый кризис, антикризисное финансирование, риск банкротства, финансовая диагностика, финансовая санация, ставка затрат на капитал, мезонинный капитал, краудфандинг, дефолт.

ANNOTATION

Pavlovskiy S. V. The financing of enterprises in the system of anti-crisis management. - Manuscript.

Dissertation for the degree of candidate of economic sciences, specialty 08.00.08. – money, finance and credit. – SHEE «Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman», Kyiv, 2017.

Thesis is devoted to the investigation of the theoretical and methodological approaches to financing of companies that are in crisis and substantiation of recommendations for improving anti-crisis funding of enterprises of the real economy sector. The place of anticrisis funding in the system of anti-crisis management and formalized key elements, functions and instruments of anti-crisis finance management of companies were identified in this paper. Dominants and principles of anticrisis financing were also proved.

It was also evaluated the risks and costs which are associated with raising capital by companies that are in crisis. The key factors which affect on the process of implication of investment and borrowed capital by companies were also defined. It was proved that complex criteria of making decisions on anti-crisis funding is the cost of the raising capital. A procedure for determining indirect costs of bankruptcy and default risk premia were proposed. The key internal reserves of anti-crisis funding measures at industrial plants were disclosed, as well as reasonable number of innovative approaches to the anti-crisis funding were justified. Recommendations on improving legal support of financing the companies that are in crisis were also represented in this work.

Keywords: financial crisis, anti-crisis financing, the risk of bankruptcy, financial diagnosis, financial readjustment, the rate on capital outlay, mezzanine capital, crowdfunding, default.