

ФІНАНСОВА АРХІТЕКТУРА ПІДПРИЄМСТВА ЯК ОСНОВА ПРОТИДІЇ ФІНАНСОВОМУ РЕЙДЕРСТВУ

CORPORATE FINANCIAL ARCHITECTURE AS THE BASIS FOR COMBATING ASSET MISAPPROPRIATION

У статті розглянуто особливості формування фінансової архітектури підприємства, її складові елементи. Визначено, що прийняття рішень щодо формування фінансової архітектури підприємства є водночас основою для захисту від фінансового рейдерства. Захист від рейдерства є складовим елементом фінансової безпеки підприємства, якщо розглядати його в контексті фінансової архітектури, оскільки методи рейдерства безпосередньо пов'язані з усіма складниками фінансової архітектури. На основі аналізу структури власності більше 50 провідних підприємств України в розрізі різних галузей реального виробництва визначено, що одним з основних захисних механізмів є реєстрація власників підприємств в інших країнах, як правило, в офшорах.

Ключові слова: фінансова архітектура, структура капіталу, структура власності, фінансове рейдерство.

В статье рассмотрены особенности формирования финансовой архитектуры предприятия, ее составные элементы. Определено, что принятие решений по формированию финансовой архитектуры предприятия является одновременно основой для защиты от финансового рейдерства. Защита от рейдерства является составным элементом финансовой безопасности предприятия, если рассматривать его в контексте финансовой архитектуры, поскольку методы рейдерства непосредственно связаны со всеми составляющими

финансовой архитектуры. На основе анализа структуры собственности более 50 ведущих предприятий Украины в разрезе различных отраслей реального производства определено, что одним из основных защитных механизмов является регистрация владельцев предприятий в других странах, как правило, в офшорах.

Ключевые слова: финансовая архитектура, структура капитала, структура собственности, финансовое рейдерство.

The article describes the features of the formation of the corporate financial architecture and its structure. It is determined that from the point of view of ensuring company financial security it is important to change the ownership structure of a company. It is investigated that one of the most important problems in providing company financial security is protection of the owners' interests. The issue of protection against asset misappropriation is an integral part of the company financial security if we consider it in the context of financial architecture, because methods of asset misappropriation directly related to all three components of the company financial architecture. Based on the analysis of the ownership structure of more than 50 leading Ukrainian companies in terms of different sectors of real production it is proved that one of the main defense mechanisms is the registration of business owners in other countries usually offshore.

Key words: corporate financial architecture, capital structure, ownership structure, asset misappropriation.

УДК 336.64

Малиш Д.О.

асистент кафедри фінансів,
банківської справи та страхування
Сумський державний університет

Душак М.І.

аспірант кафедри фінансів,
банківської справи та страхування
Сумський державний університет

Постановка проблеми. Формування фінансової архітектури підприємства передбачає вирішення питань щодо структури капіталу підприємства, структури його власності, а точніше рівня її концентрації та стану корпоративного управління. З погляду забезпечення фінансової безпеки підприємства великого значення набуває сформована структура власності на підприємствах. Це питання є вкрай актуальним, особливо враховуючи ситуацію щодо законодавчого забезпечення захисту прав власників.

Необхідно зазначити, що питання відносин власності та захисту прав власності є дуже актуальними не лише в Україні, а й у багатьох інших країнах. Захист прав власності активів є ключовим завданням у частині забезпечення економічної безпеки підприємства і має безпосередній зв'язок зі станом фінансової безпеки підприємства. Крім того, враховуючи, що структура власності є невід'ємним елементом фінансової архітектури, вона має виняткове значення під час формування фінансової стратегії розвитку підприємства та забезпечення фінансової безпеки підприємства. Важливість фор-

мування відносин власності та структури власності на підприємстві, у тому числі формування прозорої структури власності з розумінням кінцевих бенефіціарів, відіграє виняткову роль у банківських та фінансових установах і має законодавче підґрунтя щодо оприлюднення такої інформації. Стосовно суб'єктів господарювання реального сектору економіки такої жорсткої вимоги не існує, хоча підприємства в межах фінансової звітності, яку вони щорічно оприлюднюють, надають інформацію щодо власників істотної участі та тих, хто володіє пакетом акцій, що перевищує 5% зареєстрованого капіталу. Водночас це, як правило, підприємства у вигляді акціонерних товариств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Варто зазначити, що проблемі формування фінансової безпеки підприємства у вітчизняній науковій літературі приділено значну увагу. Значний внесок у розвиток даної проблеми зроблено такими науковцями, як О.Ю. Амосов [1], І.О. Бланк [2], Ю.І. Васькова [3], М.М. Єрмошенко [4], О.М. Ляшенко [5], О.М. Підхомний [6] та ін. Водночас питання забезпечення фінансової без-

пеки підприємства через призму сформованої фінансової архітектури є практично не дослідженим, а саме в такому ключі можна знайти механізми захисту інтересів стейкхолдерів, у тому числі й власників підприємства. Стосовно проблеми захисту прав власності і, відповідно, формування структури власності підприємств варто зазначити, що це питання широко вивчається серед вітчизняних науковців. Так, серед робіт, присвячених цій проблематиці, варто виокремити роботи В.М. Антоненка, О.О. Іваничко [7], Н.О. Бабіної [8], С.В. Васильчик, Л.Б. Сельвестр [9], І.Ю. Зайцевої [10], С.С. Молодецького [11], Т.І. Сабецької [12], В.О. Швець [13], Л.С. Яструбецької [14] та ін. Водночас поєднання цих двох напрямів дослідження в одне дасть змогу виявити механізми формування фінансової безпеки підприємства від фінансового рейдерства, що є одним із найпоширеніших економічних злочинів в Україні.

Постановка завдання. Метою статті є дослідження стану та структури фінансової архітектури підприємства як основи протидії фінансовому рейдерству.

Виклад основного матеріалу дослідження. Відносно проблеми захисту прав власності варто відзначити, що за результатами щорічного всесвітнього огляду, що проводиться аудиторською компанією Pricewaterhouse Coopers [15], уже досить тривалий час першу позицію посідає незаконне привласнення майна – 64% від усіх економічних злочинів, на другій позиції знаходиться кіберзлочинність – 32%, а на третій – хабарництво та корупція – 24%. Негативним є той результат, що Україна увійшла до топ-15 країн, які вважають, що мають дуже слабкий захист на рівні законодавства прав власності, та посіла у цьому списку сьоме місце. На відміну від загальносвітових тенденцій рейтинг економічних злочинів в Україні є дещо іншим. Так, за даними Pricewaterhouse Coopers [16], на першому місці в Україні серед економічних злочинів є хабарництво та корупція, причому порівняно з 2016 р. у 2018 р. значення цього показника значно погіршилося – із 56% до 73%. На другій позиції знаходяться злочини, пов'язані з незаконним привласненням майна, але у цьому разі ситуація протилежна, адже в 2018 р. порівняно з 2016 р. питома вага таких злочинів скоротилася на 16%, із 62% до 46%, що можна відзначити як позитивну тенденцію в захисті прав власності на майно. Крім того, порівняно зі світовими тенденціями, в яких друге місце серед економічних злочинів посідає кіберзлочинність та її частка стабільно зростає, в Україні цей вид економічних злочинів знаходиться лише на п'ятій позиції, поступившись, окрім двох вище згаданих, ще й шахрайству у сфері закупівель та у сфері управління персоналом.

Незаконне привласнення майна у світовій та вітчизняній практиці відбувається шляхом рей-

дерства. Рейдерство можна розглядати як певний вид бізнесу, оскільки він може відбуватися в межах чинного законодавства, зокрема шляхом придбання акцій та їх концентрації у власності однієї особи. На підставі аналізу наукової літератури, присвяченій проблемам рейдерства, виділено такі види:

- силове рейдерство – як незаконний вид рейдерства з використанням силових методів захвату майна підприємства;

- рейдерство як елемент корупційних схем – використання службового становища державними службовцями для зміни контролю над підприємством (шляхом здійснення перевірок із боку фіскальних органів та органів внутрішніх справ, подання судових позовів тощо);

- рейдерство з використанням шахрайських дій та кіберзлочинів;

- фінансове рейдерство – зміна контролю над активами підприємства в рамках чинного законодавства шляхом здійснення операцій із фінансовими інструментами на фінансовому ринку.

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

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

- отримання контролю над рентабельними та стратегічно привабливими підприємствами для розширення власного бізнесу та захоплення більшої частки ринку;

- отримання контролю над збитковими підприємствами з потужною виробничою базою, але неефективним менеджментом;

- отримання контролю над збитковими підприємствами з подальшою можливістю репрофілювання, як правило, вони розташовані на привабливих земельних ділянках.

У першому випадку фінансове рейдерство може призвести до монополізації ринку, що є нега-

тивним наслідком. У другому та третьому – фінансове рейдерство можна вважати певним елементом санації підприємства та очищення ринку.

Питання захисту від рейдерства є складовим елементом фінансової безпеки підприємства, якщо розглядати його в контексті фінансової архітектури, оскільки методи рейдерства безпосередньо пов'язані з усіма трьома складниками фінансової архітектури (рис. 1). Сформована структура капіталу може бути підставою для здійснення легального, «білого», поглинання. Це відбувається в умовах, коли підприємство суттєво нарощує позиковий капітал і рівень фінансової незалежності підприємства є критично низьким, у такому разі можна здійснити викуп акцій за заниженою ціною. При цьому у підприємства можуть бути відсутні захисні механізми, зокрема у вигляді нарощення власного капіталу через здійснення додаткової емісії.

Сформована структура власності також може стати підставою для здійснення рейдерського захоплення. Це може відбуватися, коли підприємство має розпорошену структуру власності і при цьому права міноритарних акціонерів не захищені. Цей метод вимагає значного часу, а також доступу до реєстрів акціонерів. При цьому для вирішення питання контролю над фінансовою діяльністю підприємства необхідно мати блокуючий пакет акцій. Розмір блокуючого пакету акцій залежить від рівня концентрації акцій між власниками підприємства. З погляду захисту інтересів власників підприємства основним захисним механізмом є формування контрольного пакету акцій 50% + 1 акція. Іншим варіантом є розподіл контролю між підконтроль-

ними юридичними особами. Крім того, враховуючи низький рівень захисту прав власності, значна кількість підприємств переносить контроль над своїми активами в інші країни або в країни з офшорами.

Велике значення має також корпоративне управління, яке сформоване на підприємстві. Наявність корпоративного кодексу, його дотримання всіма стейкхолдерами є важливою умовою забезпечення фінансової безпеки підприємства. У результаті проведеного дослідження можна зробити висновок, що стан корпоративного управління на вітчизняних підприємствах є вкрай низьким, у більшості підприємств на офіційних сайтах відсутня інформація щодо стану корпоративного управління, відсутня інформація про склад наглядової ради, коли інформація щодо наглядової ради висвітлена, то здебільшого члени наглядових рад мають безпосереднє відношення до власників.

У результаті проведеного дослідження на базі 55 провідних підприємств установлено, що у більшості з них стан власників є усталеним, тобто протягом аналізованого періоду власники або не змінювалися, або змінилися лише один раз. Водночас у підприємств ПАТ «Дніпровагонмаш», ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», ПАТ «Дніпроазот», ПАТ «Полтаваобленерго» структура власності є неусталеною, оскільки за період із 2007 по 2016 р. власники змінювалися майже кожного року.

Необхідно також зазначити, що за винятком ПАТ «Мотор Січ» (32,55%), ПАТ «Кременчуцький колісний завод» (30,11%), ПАТ «Дніпроазот» (33%), ПАТ «Київмедпрепарат» (37,96%) усі інші підприємства мають рівень концентрації власного

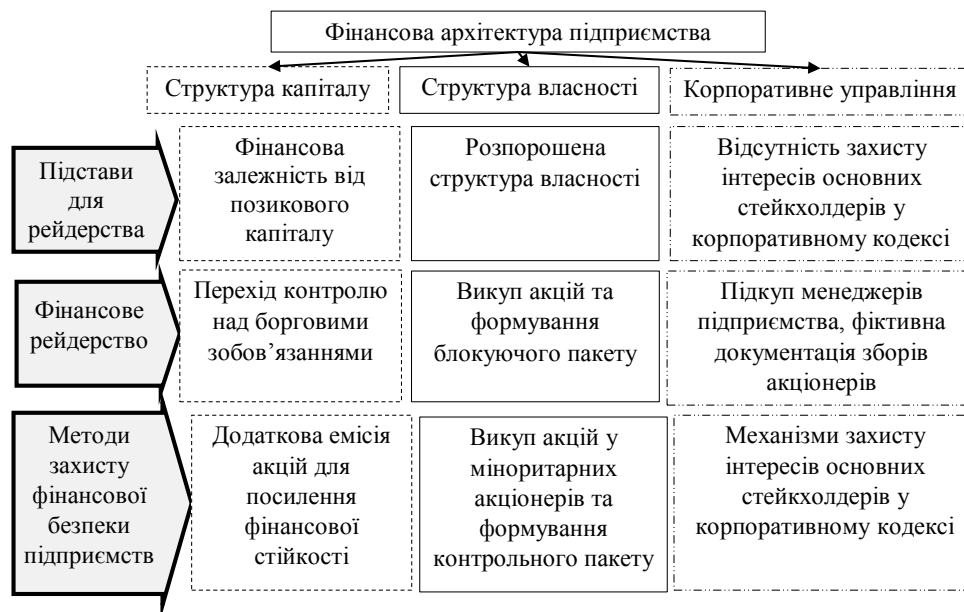


Рис. 1. Фінансова архітектура як основа для фінансового рейдерства

Джерело: складено автором

Таблиця 1

Зведена інформація щодо стану власності на досліджуваних підприємствах

Галузь	Підприємство	Зміна власника			Концентрація зареєстрованого капіталу	Істотна участь власників	
		0-1	2-3	4>		Вітчизняний	Іноземний
Машинобудування	Запоріжтрансформатор	1			98,48	98,48	
	Гідросила МЗТГ	1			91,5	91,5	
	Мотор Січ		2		32,55	15,24	17,31
	Дніпровагонмаш			5	80,39	34,1	46,29
	Азовмаш	0			100	100	
	Крюківський вагонобудівний завод			5	94,17	25	69,17
	Кременчуцький колісний завод	1			30,11	30,11	
	Насосенергомаш	0			83,33		83,33
	Сумське МНВО		3		97,25	83,736	13,5124
Хімічна	Дніпроазот			4	33		33
	Азот		3		95,6728	20,1	75,57
	Сумхімпром	1			100	100	
Металургія	Азовсталь	1			96,22		96,22
	Запоріжсталь		3		86,96	21,83	65,13
	ММК ім. Ілліча	1			99,32		99,32
	Арселор Міттал Кривий Ріг	1			95,13		95,13
	Дніпровський меткомбінат	1			97,13		97,13
Добувна	Північний ГЗК		3		96,4		96,4
	Південний ГЗК	0			92,31	25,78	66,53
	Центральний ГЗК	1			99,75		99,75
	Полтавський ГЗК		2		97,34		97,34
	Інгулецький ГЗК		3		99,77		99,77
	Євраз Суша балка	1			99,25		99,25
Харчова	Світоч	1			96,96		96,96
	Полтавакондитер	1			92,5		92,5
	Харківська бісквітна фабрика	1			91,66	91,66	
	Одесакондитер	0			88,28		88,28
	АВК	1			77,8		77,8
	Ласосці	0			99,5		99,5
	Житомирський маслозавод		2		94,36	94,36	
	Вінтер	0			93,84	93,84	
	Геркулес	0			100	100	
	Монделіс Україна	0			99,94		99,94
	Конті	0			49,98	49,98	
Теле-комуні-кації	Укртелеком	1			92,79	92,79	
	Київстар	1			73,8		73,78
	МТС Україна	1			99		99
Фармацевтика	НВЦ Борщагівський хіміко-фармацевтичний завод		3		72,24	30,66	41,58
	Фармак		3		67,99		67,99
	Фармацевтична фірма «Дарниця»						
	Галичфарм	1			88,67	88,67	
	Київмедпрепарат	0			37,96	37,96	
	Київський вітамінний завод	1			83,68		83,68
Енергетика	Центрэнерго	1			78,28	78,28	
	Вінницяобленерго		2		97,44	75	22,44
	Тернопільобленерго		3		91,1	51	40,1
	Чернівціобленерго		2		95	95	
	Запоріжжяобленерго		2		89,08	60,25	28,83
	Донецькобленерго		2		96,5	25	71,5
	Дніпрообленерго		3		92,45	25	67,45
	Львівобленерго		2		89,18		89,18
	Полтаваобленерго			5	94,82	12,59	82,23
	Харківобленерго		3		94,8	65	29,8
	Сумиобленерго		3		93,5	25	68,5
	Київобленерго	1			89,02		89,02

Джерело: складено автором на основі відкритих джерел

капіталу досить високий. Як правило, більшість підприємств має від одного до чотирьох-п'яти власників. При цьому із 55 досліджуваних підприємств 30 мають власників іноземного походження, більшість з яких зареєстрована в офшорах.

Якщо проаналізувати ситуацію в розрізі галузей, то підприємства металургійної та добувної галузей мають власників – юридичних осіб – нерезидентів. При цьому необхідно відзначити, що більшість власників зареєстрована в регіонах, де існують офшори. Варто також зазначити, що три підприємства із цих галузей мають однакового власника. Ситуація, що склалася у галузі енергетики, свідчить, що більшість із них знаходиться під контролем іноземних юридичних осіб, окрім того, із 12 проаналізованих компаній шість мають однакових власників, зареєстрованих на Кіпрі. Для визначення чинників, що є визначальними під час формування структури капіталу підприємств, було здійснено аналіз множинної регресії. Залежною змінною вибрано показник рентабельності власного капіталу як результат ефективності використання сформованого капіталу підприємства. Незалежними змінними вибрано цілу низку показників: коефіцієнт концентрації зареєстрованого капіталу як показник, що характеризує ступінь корпоративного контролю; розмір активів підприємства як показник, що характеризує масштабність діяльності підприємства; чисельність працюючих на підприємстві; коефіцієнт зносу основних засобів як показник, що характеризує стан виробничих потужностей підприємства; фінансові витрати, які відображають вартість позикового капіталу підприємства; індекс інфляції як показник, що може впливати на розмір фінансових результатів діяльності та вартість передусім позикового капіталу; фондовіддача, яка відображає ефективність використання активів підприємства.

У результаті проведеного аналізу як у розрізі кожного окремого підприємства за аналізований період, так і в розрізі вибірки підприємств у кожному окремо взятому періоді було отримано такі результати: лише на двох підприємствах, а саме ПАТ «Північний гірничо-збагачувальний комбінат» та ПАТ «Полтавакондитер», було виявлено наявність кореляційної залежності між незалежною та залежними змінними. Вони виявилися різними для двох підприємств, а саме для ПАТ «Полтавакондитер» це фондовіддача та індекс інфляції, а для ПАТ «Північний гірничо-збагачувальний комбінат» – показники «коефіцієнт концентрації зареєстрованого капіталу» та «коефіцієнт зносу». Водночас результати множинної регресії засвідчили відсутність статистичної значущості для даних показників. Аналіз, проведений у розрізі окремих періодів дослідження, засвідчив відсутність кореляції між вибраними показниками по вибірці підприємств – 55 спостережень.

З одного боку, причиною цього є проблема якісного формування фінансової звітності підприємствами, здебільшого спостерігається ситуація, коли частина інформації відсутня або є помилковою, тобто під час перевірки звітності результати її не відповідали офіційно оприлюдненій інформації. З іншого боку, це можна розглядати як відсутність передусім лінійної залежності, але не можна відкидати певних нелінійних взаємозв'язків.

Висновки з проведеного дослідження. Отже, з погляду забезпечення фінансової безпеки підприємства великого значення набуває сформована на підприємстві фінансова архітектура, яка включає у себе структуру капіталу, структуру власності та корпоративне управління. Зазначено, що сформована структура власності на підприємстві та рівень її концентрації є основою протидії фінансовому рейдерству. Основними методами захисту фінансової безпеки підприємства є: додаткова емісія акцій для посилення фінансової стійкості, викуп акцій у міноритарних акціонерів та формування контрольного пакету, механізми захисту інтересів основних стейкхолдерів у корпоративному кодексі.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Амосов О.Ю. Фінансова безпека підприємства в сучасних економічних умовах: теоретичний аспект. *Проблеми економіки*. 2010. № 4. С. 76–80.
2. Бланк І.А. Управление финансовой безопасностью предприятия. Киев : Эльга, Ника-Центр, 2004. 784 с.
3. Васькова Ю.І. Фінансова безпека підприємства – провідна складова економічної безпеки та засіб попередження кризи підприємств. *Наука і економіка*. 2014. № 1(33). С. 230–234.
4. Єрмошенко М.М., Горячева К.С. Фінансова складова економічної безпеки: держава і підприємство : монографія. Київ : НАУ, 2010. 232 с.
5. Ляшенко О.М. Специфічні властивості фінансової безпеки підприємства. *Управління проектами та розвиток виробництва*. 2012. № 4(44). С. 27–32.
6. Підхомний О.М. Фінансова безпека України: методологія аналізу та стратегічні орієнтири : дис. ... докт. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» ; Львівський національний університет імені Івана Франка. Львів, 2015. 455 с.
7. Антоненко В.М., Іваничко О.О. Дослідження рейдерської привабливості підприємства як чинника фінансово-економічної безпеки і об'єкта фінансового менеджменту. *Приазовський економічний вісник*. 2018. № 3(08). С. 139–145.
8. Бабіна Н.О. Рейдерство як загроза економічній безпеці підприємства. *Ефективна економіка*. 2016. № 3. URL : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4845>.
9. Васильчик С.В., Сельвестр Л.Б. Рейдерство – хвороба економіки, яка прогресує. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2009. № 19.13. С. 111–115.
10. Зайцева І.Ю. Рейдерство в Україні та дослідження його впливу на фінансову безпеку підприємств

ства. *Вісник економіки транспорту і промисловості*. 2012. № 39. С. 229–232.

11. Молодецький С.С. Виникнення та сучасний стан рейдерства в Україні. *Вчені записки Університету «КРОК»*. 2014. № 35. С. 11–18.

12. Сабецька Т.І. Механізми протидії рейдерству як складова формування стратегії економічної безпеки підприємства. *Економіка і суспільство*. 2017. № 8. С. 341–348.

13. Швець В.О. Рейдерство та силове підприємництво: схожість та відмінність. *Вісник Одеського національного університету. Правознавство*. 2011. № 16.19. С. 135–143.

14. Яструбецька Л.С. Особливості організації рейдерських захоплень підприємств в Україні. *Економіка і суспільство*. 2017. № 9. С. 1107–1112.

15. Global Economic Crime Survey. *PricewaterhouseCoopers*. 2016. URL : https://www.pwc.by/be/publications/pdf/Global_Economic_Crime_Survey_%202016_Global_Report.pdf.

16. Всесвітнє дослідження економічних злочинів та шахрайства 2018 року: результати опитування українських організацій. *PricewaterhouseCoopers*. 2018. URL : <https://www.pwc.com/ua/uk/survey/2018/pwc-gecs-2018-ukr.pdf>.