



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.07.032>

УДК 336.6:330.342

JEL: G20, G28, G32

П.О. КЕРІМОВ, канд. екон. наук,
науковий співробітник відділу публічних фінансів
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна
e-mail: pkerimov@zoho.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7793-7788>

ПІДПРИЄМСТВА ІЗ СПОТВОРЕНИМИ МОДЕЛЯМИ ФІНАНСУВАННЯ: ПОШИРЕНІСТЬ І НАСЛІДКИ

Розглянуто поширеність в Україні підприємств із спотвореною (захисною) моделлю фінансування. Надано базову класифікацію таких підприємств, оцінено їх частку у відповідних галузях на базі репрезентативної вибірки. Досліджено вплив їх наявності на податкові доходи державного бюджету.

Ключові слова: зомбі-підприємства; квазіризикова модель фінансування; недоброчесна модель фінансування; інституційне середовище; податкові надходження.

Проблематика підприємств із спотвореними моделями фінансування є досить популярною в сучасній західній літературі й насамперед стосується зомбі-підприємств. В Україні частка таких підприємств набагато перевищує відповідну їх частку як у західних країнах, так і в Японії — країні, де їх уперше зафіксували. Але стан інституційного середовища в Україні дозволяє функціонування також й інших видів підприємств із спотвореними моделями фінансування, які, на відміну від класичної моделі зомбі-підприємства, покладаються або на повернення раніше виведених до офшорів власних прибутків під виглядом позики (квазіризикові підприємства), або на зловживання механізмом комерційного кредиту (недоброчесні підприємства).

Ц и т у в а н н я: Керімов, П. (2024). Підприємства із спотвореними моделями фінансування: поширеність і наслідки. *Економіка України*. 67. 07 (752). 32-48. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.07.032>

© Видавець ВД «Академперіодика» НАН України, 2024. Рецензія опублікована на умовах відкритого доступу за ліцензією CC BY-NC-ND license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

Питання підприємств із спотвореними моделями фінансування в Україні майже ніким не досліджувалося. Їх виникнення є пристосуванням підприємств у 1996—2020 рр. до викривлень у інституційному середовищі (Керімов, 2023), які прослідковувались у незмінно субстандартних показниках контролю за корупцією і політичної стабільності за методиками Worldwide Governance Indicators (WGI) та International Country Risk Guide (ICRG). Самі по собі ці показники не дозволяють робити висновків про суть проблеми, однак дані рейтингу Doing Business стосовно України¹, а також дослідження поширеності й причин виникнення підприємств з від'ємним власним капіталом (Зимовець, Керімов, 2021), а також вартості кредитування в Україні (Керімов, 2022) указують на ряд її можливих складових.

1. Непередбачуваність судових рішень і високі затрати на взаємодію з судовою системою в Україні. Зокрема, однією з причин здійснення IPO на Варшавській і Лондонській біржах підприємства вказували привабливість підзвітності юрисдикції іншої країни у випадку необхідності (наприклад, IPO Astarta Holding).

2. Ризик втрати контролю над бізнесом унаслідок рейдерського захоплення чи експропріації, а також наявність нерегулярних передбачуваних платежів, у тому числі у формі відвертого рекету. Це дає додаткову мотивацію для офшоризації бізнесу і виведення активів за кордон, а також сприяє мінімізації інвестицій усередині країни. Ризик втратити майно внаслідок бойових дій тільки посилює цю тенденцію, особливо для підприємств із значною часткою фізичних активів.

3. Підвищена вартість кредитних ресурсів і страхування, на які прямо впливають субстандартні значення показників інституційного розвитку (що входять до оцінки ризику країни), закладається у вартість товарів і послуг українських підприємств, що потенційно зменшує їх конкурентоспроможність.

У результаті цих та інших викривлень інституційного середовища підприємства намагаються пристосовуватися до них за допомогою спотворених (захисних) моделей фінансування. Як правило, такі моделі є специфічними для країни виходячи з природи викривлень у інституційному середовищі й структури стимулів і обмежень, яка задається законодавством відповідної країни. Спотворені (захисні) моделі фінансування можна визначити як моделі фінансування, що порушують принципи корпоративних фінансів (наприклад, принцип максимізації прибутку як основного стимулу підприємницької діяльності) або логіку ринкової поведінки. Загальновизнаним прикладом підприємств із спотвореною моделлю фінансування є зомбі-підприємства, які вперше були зафіксовані в Японії у 1990-х роках як відповідь на економічну рецесію й викривлену систему стимулів (зокрема, структуру нормативів достатності капіталу,

¹ Economic profile of Ukraine. *Doing Business 2020*. URL: www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/u/ukraine/UKR.pdf

підвищені репутаційні втрати від відмови в кредитуванні певних пріоритетних підприємств, пов'язане кредитування в межах фінансово-промислових груп тощо (Chakraborty, Peek, 2017)) для банків, які сприяли кредитуванню ними авторитетних, але, очевидно (для них), некредитоспроможних підприємств. Зомбі-підприємства використовували банківські кредити, а також державну допомогу не для реформування, а для консервування неефективностей у своїх виробничих процесах, зокрема, для підтримки роздутих штатів чи виконання проєктів, які нікому не були потрібні (наприклад, побудова дамб і каналів у селищах) (Kerr, 2002), одночасно відволікаючи ці кошти від потенційно більш конкурентоспроможних фірм і проєктів і забезпечуючи підвищені вхідні бар'єри в галузі з високими частками таких підприємств. Різні дослідження дають різний історичний максимум частки зомбі-підприємств у Японії залежно від методології і періоду їх оцінювання. Так, Дж. Накамура (Nakamura, 2023) указує на частку до 13 % (у 2002 р.), а Р. Кабальєро, Т. Хоші й А. Каш'яп (Caballero, Hoshi, Kashyap, 2008) — до 11 % (у 1997 р.).

Згідно з попередніми розрахунками, частка зомбі-підприємств в Україні становила 42 % (Зимовець, Керімов 2021). Таким чином, попередні дослідження підтверджують наявність підвищеної частки підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування в Україні, що зумовлює необхідність точнішого оцінювання її розміру в розрізі їх видів, а також у визначенні доцільності державного втручання й можливих заходів державної політики відносно таких підприємств.

Отже, **мета статті** — оцінити частку підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування в Україні й визначити їх вплив на податкові надходження.

Об'єктом даного дослідження є українські підприємства із спотвореними (захисними) моделями фінансування, предметом — їх поширеність і вплив на податкові надходження.

В Україні інституційне середовище не є тотожним інституційному середовищу в Японії 30 років тому, отже, місцевий варіант підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування має певні особливості. Зокрема, на відміну від Японії, державна допомога майже не була фактором у формуванні й підтриманні функціонування зомбі-підприємств. Так, починаючи з 2012 р., євроінтеграційні амбіції України покладали на неї зобов'язання гармонізувати власне законодавство із законодавством ЄС, що в практичному вимірі означало заборону дискримінаційної державної допомоги², під визначення якої підпадала державна допомога будь-яким окремим галузям чи підприємствам. Однак навіть до цього багато програм державної допомоги в Україні були суто декларативними або через узагалі

² Article 107 (ex Article 87 TEC). Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. *Official Journal* 115. 2008. Sep 05. P. 0091-0092. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:12008E107&from=EN> (дата звернення: 16.03.2024).

відсутність вимірюваних цілей (наприклад, Концепція розвитку автомобілебудування на період до 2015 року³), або через відсутність фінансування (більш-менш регулярно в Україні фінансувалися лише програми розвитку видобувної галузі). Інвестиційні програми розвитку найбільших автомобілебудівних підприємств (СП АвтоЗАЗ-Деу⁴, ЗАТ ЛуАЗ⁵ і ВАТ ЛАЗ⁶), які ухвалювались у формі постанов Кабінету Міністрів України, так і не досягли прописаних у них виробничих цілей. Урешті-решт, автомобілебудівники отримали податкові канікули з податку на прибуток на 10 років, протягом яких вони не мали прибутку. Подібна ситуація була також характерною і для підприємств аерокосмічної галузі.

Крім того, помітною відмінністю є історичне коріння багатьох українських промислових підприємств, більшість з яких являють собою деформовані радянські виробничі практики. Так, СРСР будував свій воєнно-промисловий комплекс у такий спосіб, щоб у жодній з менших республік не було повного виробничого циклу і підприємства залежали від продуктів промисловості інших республік, що, у свою чергу, призвело до розриву цих виробничих ланцюгів після здобуття незалежності. Логічними кроками в нових умовах були б реорганізація і переорієнтація виробництва на нові ринки із зміною контрагентів і постачальників, але, крім відсутності необхідної управлінської кваліфікації, цей процес також ускладнювався значним технологічним відставанням пострадянських підприємств (а отже, і відсутністю як потенційних постачальників, так і потенційних клієнтів поза пострадянським простором).

Ще однією характерною особливістю українського інституційного середовища є підвищений ризик втрати контролю над підприємством через рейдерське захоплення або апропріацію, який збільшувався і зменшувався залежно від переможців попереднього виборчого циклу, але ніколи не зникав зовсім. Разом з відкритістю економіки для руху капіталу, зокрема в офшорні зони, це стимулювало розвиток і поширення схем оптимізації опо-

³ Про схвалення Концепції розвитку автомобільної промисловості та регулювання ринку автомобілів на період до 2015 року. Розпорядження Кабінету Міністрів України № 452-р. від 03.08.2006 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/452-2006-%D1%80#Text>

⁴ Про затвердження Інвестиційної програми спільного українсько-корейського підприємства з іноземною інвестицією у формі закритого акціонерного товариства «АвтоЗАЗ — ДЕУ». Постанова Кабінету Міністрів України № 362 від 04.03.1998 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/362-98-п#Text>

⁵ Про затвердження Інвестиційної програми виробництва автомобілів відкритим акціонерним товариством «Луцький автомобільний завод». Постанова Кабінету Міністрів України № 56 від 18.01.2005 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1473-2003-п#Text>

⁶ Про затвердження Інвестиційної програми виробництва вантажних автомобілів, автобусів, комплектуючих виробів і запасних частин до них закритим акціонерним товариством «Львівський автомобільний завод». Постанова Кабінету Міністрів України № 1100 від 17.07.2003 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1100-2003-п#Text>

даткування через офшори. Натомість, подібно до ситуації із зомбі-підприємствами в Японії, пов'язане кредитування є досить значимим фактором і в Україні. До 2019 р. статистика за цими показниками не публікувалась (а до 2016 р. і не відстежувалася через відсутність у законодавстві такого поняття⁷), однак, згідно з даними НБУ, частка пов'язаного кредитування для підприємств української промисловості залежно від їх розміру складала від 64 до 95 % у 2019—2023 рр.⁸, причому більші значення, як правило, мали менші підприємства. Це відображає наявну проблему з так званими «фірмами-прокладками», які, наприклад, реалізують продукцію, що виробляє інше, більше підприємство з метою оптимізації оподаткування шляхом використання його спрощеної системи. Утім, навіть «найменший» рівень у 64 % пов'язаних кредитів, характерний для великих підприємств, все ще є надзвичайно високим.

Перелічені фактори призвели до збільшення різноманіття підприємств із спотвореною (захисною) моделлю фінансування в Україні. Поширення набули такі їх види.

1. Зомбі-підприємства — вид підприємств із спотвореними моделями фінансування, який характеризується хронічною нездатністю розрахуватися за своїми зобов'язаннями. Вони використовують пов'язане кредитування для компенсації збитковості своєї господарської діяльності.

2. Квазіризикові підприємства — вид підприємств із спотвореними моделями фінансування, який характеризується завищенням витрат через використання позик від пов'язаних кредиторів, зареєстрованих у офшорах, і виведенням доходів у офшор як оплату за ці позики. Це слугує оптимізації оподаткування через заниження прибутку і захисту від потенційного рейдерського захоплення підприємства.

3. Підприємства з недоброчесною моделлю фінансування — вид підприємств із спотвореними моделями фінансування, який характеризується надвисокою часткою простроченої кредиторської (і часто — відповідною часткою дебіторської) заборгованості у валюті балансу. Це відображає можливість не розраховуватися вчасно за своїми зобов'язаннями в рамках комерційного кредитування.

Виходячи з самої природи таких захисних моделей фінансування підприємства, які їх використовують, є некредитоспроможними за будь-якою стандартною оцінкою кредитоспроможності — чи то коефіцієнти ліквідності, платоспроможності, співвідношення боргів до власного капіталу, процентних витрат до доходів, чи то частка простроченої кредиторської за-

⁷ Кредитування пов'язаних осіб: Тривале прибирання. *Український тиждень*. 2016. 19 чер. URL: <https://tyzhden.ua/kredytuvannia-pov-iazanykh-osib-tryvale-prybyrannia/> (дата звернення: 16.03.2024).

⁸ Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України) нефінансовим корпораціям, за розміром суб'єкта господарювання та ознакою пов'язаності. НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/Loans_MSE.xlsx (дата звернення: 16.03.2024).

боргованості⁹. Додатково значна кількість таких підприємств має від'ємний власний капітал, що взагалі робить оцінку коефіцієнтів, які включають співвідношення з цим показником, нерепрезентативною. Український фондовий ринок не може слугувати джерелом інформації щодо вартості, а опосередковано — і фінансового стану або кредитоспроможності українських підприємств — унаслідок надлишкової кількості бірж з низькою ліквідністю¹⁰ і недостатньою кількістю унікальних емітентів¹¹. Це також унеможливає більш сприятливу оцінку таких підприємств, наприклад, оцінку згадуваної Т. Фейрчайлдом (Fairchild, 2018) «прихованої вартості»¹².

Отже, в Україні частина підприємств під впливом несприятливого зовнішнього середовища почала використовувати спотворені (захисні) моделі фінансування з метою продовження власного існування, оптимізації оподаткування й захисту від потенційної втрати контролю за підприємством. Функціонування цих моделей базується на експлуатації викривлень у інституційному середовищі, наприклад, на використанні високих витрат і непередбачуваності взаємодії з судочинством разом з негнучкістю у виборі контрагентів задля уникнення чи відстрочення сплати боргів. Теоретично, результати від наявності таких підприємств повинні значною мірою збігатися з результатами від наявності звичайних зомбі-підприємств, а саме:

- підвищення вхідних бар'єрів у галузь і консервація неефективних виробничих процесів (Banerjee, Hoffman, 2018);
- порушення нормальних процесів банкрутства і створення нових підприємств (Caballero, Hoshi, Kashyap, 2008);
- потенційне спрямування державної допомоги на підтримку підприємств без перспектив розвитку і скорочення бюджетних доходів через зменшення податкових надходжень.

Оцінка кількості таких підприємств у промисловості України раніше не проводилась. В. Зимовцем і П. Керімовим (2021) було здійснено лише попередню оцінку частки зомбі-підприємств і підприємств з від'ємним власним капіталом. Ураховуючи, що наявність від'ємного власного капіталу не є необхідною умовою для класифікації підприємства як підприємства із спотвореною (захисною) моделлю фінансування, їх частки необхідно оці-

⁹ Calculating (Small) Company Credit Risk. *Investopedia*. URL: <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/default-probabilities-small-medium-corporations.asp> (дата звернення: 16.03.2024).

¹⁰ Інформація про торги акціями з індексного кошика. *Українська біржа*. URL: <https://www.ux.ua/ua/marketdata/> (дата звернення: 16.03.2024).

¹¹ Параметри ЦП індексу ПФТС. *Фондова біржа ПФТС*. URL: https://pfts.ua/images/files/Index_Basket_History_150424UA_1.xls (дата звернення: 16.03.2024).

¹² Прихована вартість (veiled value) — це додатна різниця між вартістю акцій підприємства, розрахованою за відношенням ринкової капіталізації його акцій до їх балансової вартості, і його ж вартістю, розрахованою за альтернативними формами (наприклад, ціна акцій до доходів чи прибутків підприємства тощо). Іншими словами, підприємства з таким акціями — це підприємства, які ринок оцінює значно вище, ніж оцінили б оцінщики.

нювати окремо. Задля здійснення такої оцінки необхідними є критерії віднесення до зомбі-підприємств, підприємств з квазіризиковою і недоброчесною моделями фінансування.

Більш-менш загально визнаним критерієм віднесення до зомбі-підприємств є значення коефіцієнта покриття процентних витрат менше 1 протягом трьох і більше років поспіль. Даний критерій використовується спеціалістами Світового банку (Banerjee, Hoffman, 2018). Додаткову умову, яку ставлять у рамках цього підходу, а саме те, що досліджувані підприємства мають бути старшими за 10 років, можна вільно ігнорувати, адже промислові підприємства, які входять до вибірки, усі так чи інакше є старшими за 10 років (навіть якщо в минулому вони проводили кероване банкрутство і перевели свої активи на нову юридичну особу). Цього критерію достатньо для класифікації підприємства як зомбі-підприємства, адже він означає хронічну неспроможність розрахуватися за основним тілом боргу.

Коефіцієнт покриття процентних витрат розраховується за формулою

$$ICR = \text{ЕВІТ} / \text{Фінансові витрати}, \quad (1)$$

де ICR — коефіцієнт покриття процентних витрат, ЕВІТ — дохід до вирачування процентних витрат і податків.

Критерієм класифікації підприємства як підприємства з квазіризиковою моделлю фінансування є значення показника VGR (Value Gap Ratio — частки не покритих активами зобов'язань) вище 25 %. Дане значення обрано за аналогією до дослідження Т. Анга (Ang, 2015), який вивчав частку підприємств з від'ємним власним капіталом на американському фондовому ринку (NYSE, AMEX, Nasdaq) за 1962—2006 рр.

Частка не покритих активами зобов'язань розраховується за формулою

$$VGR = 1 - (\text{ВК}/3), \quad (2)$$

де VGR — частка не покритих активами зобов'язань, ВК — власний капітал, 3 — зобов'язання.

Критерієм класифікації підприємств як підприємств з недоброчесною моделлю фінансування є наявність простроченої на 60 і більше днів кредиторської заборгованості. Розрахунок показника проводився за стандартною формулою.

Оцінювання частки підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування здійснювалося за вибіркою з 282 переважно великих промислових підприємств за 14 галузями. На момент створення вибірки (2016 р.) на підприємства з кожної субвибірки припадало по 25 % загальногалузевого чистого прибутку і загальногалузових активів. Результати оцінювання частки підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування такі.

1. Частка зомбі-підприємств. За відсутності попередніх даних жодне з підприємств вибірки не визначалось як зомбі в перший період спостережень, а тому перші зомбі-підприємства зафіксовано у 2008 р. (перший рік, коли умова про три роки поспіль з коефіцієнтом покриття процентних

витрат, меншим за 1, могла бути виконана) у харчовій промисловості, машинобудуванні й роздрібній торгівлі. Уже наступного року зомбі-підприємства фіксувалися в сільському господарстві й гумопластмасовій галузі, а починаючи з 2011 р. — по всіх субвибірках, крім фармацевтичної галузі й енергопостачання. Частка зомбі-підприємств коливається від 0 до 77 % по різних субвибірках, причому найбільші значення, як правило, спричинено невеликим обсягом вибірки (через високу концентрацію відповідних галузей). Якщо агрегувати всі субвибірки по переробній промисловості (що формує найбільшу субвибірку в понад 150 підприємств), то частка зомбі-підприємств по ній зростає протягом періоду спостереження з 6 до 37 %. Середня частка таких підприємств по всій вибірці сягає 31 (табл. 1).

Дану оцінку зроблено по підтверджених у 2006—2020 рр. зомбі-підприємствах, але через фрагментарність даних їх реальна частка може бути помітно вищою, адже, крім уже оговореного неврахування можливості того, що підприємства були зомбі-підприємствами до початку спостережень, низка з них має прогалини в статистичних рядах, які дозволили б класифікувати їх як зомбі-підприємства в разі, коли ICR, розраховане за пропущеними даними, було б меншим від 1. При врахуванні таких потенційних зомбі-підприємств їх частка по промисловості в цілому сягала б 63 %, а по більшості галузей переробної промисловості — 75—100 %. Але навіть частка підтверджених зомбі-підприємств є вищою як порівняно з піковими значеннями в Японії під час періоду, що передував втраченому десятиріччю, — 13 % у 2002 р. (Nakamura, 2023), так і по розвинутих економіках — 12 % (Banerjee, Hoffman, 2018). Висока частка зомбі-підприємств, разом з високою концентрацією галузей, теоретично вказує на масивні обсяги заморожених у неефективних виробничих процесах ресурсів нарівні зі значним скороченням потенціалу зростання й розвитку відповідних галузей.

2. Частка підприємств з квазіризиковою моделлю фінансування. Їх частка за розглядуваний період колівалася в середньому від 36 % по видобувній галузі до 80 % по паперовій, причому у 2006—2015 рр. спостерігалася висхідна динаміка даного показника, після чого він почав спадати. Найменшою частка таких підприємств була у видобувній галузі (36 % у середньому за період) і сільському господарстві (45 %), найбільшою — у будівництві (72 %) і торгівлі (68%). Як правило, частка таких підприємств перевищувала відповідну частку зомбі-підприємств у відповідний період, що свідчить про застосування цієї моделі фінансування підприємствами, які не є зомбі. Найвища частка квазіризикових підприємств припадає на невеликі субвибірки, що може свідчити або про їх індивідуальні особливості, або про схильність великих підприємств використовувати цю модель фінансування (табл. 2).

3. Частка підприємств з недоброчесною моделлю фінансування. Частка таких підприємств колівалася протягом розглядуваного періоду від 29 % у видобувній до 59 % у будівельній галузі, причому пік динаміки цього показника припав на 2018 р. за рахунок його зростання в енергетичній, торговельній і будівельній галузях. Це вказує на те, що порівняно вища частка

Таблиця 1. Частка зомбі-підприємств в українській промисловості за підгалузями в період 2006—2020 рр., %

Галузь	Розмір вибірки	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
A01	26	0,0	0,0	0,0	3,9	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	15,4	15,4	19,2	19,2	19,2	19,2
B	17	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,9	5,9	5,9	5,9	11,8	11,8	17,7	17,7	17,7	17,7
C10	52	0,0	0,0	9,6	9,6	13,5	13,5	15,4	15,4	15,4	17,3	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1
C17	2	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
C19	9	0,0	0,0	0,0	0,0	22,2	22,2	33,3	55,6	55,6	77,8	77,8	77,8	77,8	77,8	77,8
C20	12	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	16,7	16,7	33,3	41,7	50,0	58,3	58,3	58,3	58,3	58,3
C21	4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C22	3	0,0	0,0	0,0	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3
C23	4	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
C24	16	0,0	0,0	0,0	0,0	31,3	50,0	50,0	56,3	56,3	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5
C26—30	55	0,0	0,0	9,1	9,1	16,4	20,0	21,8	21,8	21,8	25,5	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4
D35	20	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F	31	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
G	31	0,0	0,0	3,2	3,2	3,2	6,5	12,9	19,4	19,4	22,6	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0

Джерело: розроблено автором за: База даних емітентів. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку. URL: <https://smida.gov.ua/db/emitent> (дата звернення: 16.03.2024); Економічна статистика / Економічна діяльність / Промисловість. Державна служба статистики України. URL: ukrstat.gov.ua (дата звернення: 16.03.2024); первинні дані сайтів відповідних підприємств.

Таблиця 2. Частка підприємств з квазіризиковою моделлю фінансування в українській промисловості за підгалуззями в період 2006—2020 рр., %

Галузь	Розмір вибірки	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
A01	26	15,4	30,8	46,2	61,5	34,6	38,5	30,8	46,2	53,8	65,4	57,7	57,7	46,2	50	50
B	17	23,5	17,6	23,5	35,3	29,4	41,2	35,3	23,5	35,3	47,1	52,9	41,2	52,9	52,9	29,4
C10	52	38,5	55,8	57,7	51,9	32,7	63,5	59,6	53,8	55,8	57,7	59,6	61,5	57,7	55,8	44,2
C17	2	0	50	50	100	50	50	100	100	100	100	100	100	100	100	100
C19	9	44,4	66,7	66,7	55,6	44,4	44,4	66,7	66,7	66,7	77,8	88,9	77,8	77,8	88,9	66,7
C20	12	33,3	33,3	25	25	33,3	58,3	75	66,7	75	75	75	75	75	75	50
C21	4	25	50	50	50	50	50	50	50	50	25	50	50	50	50	50
C22	3	33,3	33,3	0	33,3	0	0	33,3	66,7	66,7	66,7	100	100	66,7	33,3	33,3
C23	4	50	100	75	75	0	75	75	100	50	75	75	75	75	100	25
C24	16	31,3	43,8	62,5	68,8	62,5	68,8	62,5	81,3	87,5	81,3	75	93,8	93,8	81,3	81,3
C26—30	55	34,5	38,2	40	60	45,5	54,5	50,9	58,2	52,7	50,9	50,9	52,7	50,9	40	36,4
D35	20	50	50	35	50	45	40	45	35	50	55	55	50	45	50	35
F	31	48,4	58,1	64,5	80,6	48,4	67,7	67,7	77,4	87,1	90,3	90,3	80,6	80,6	77,4	61,3
G	31	61,3	74,2	74,2	64,5	45,2	71	71	77,4	74,2	77,4	74,2	61,3	74,2	67,7	61,3

Джерело: розроблено автором за: База даних емігентів. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку. URL: <https://smida.gov.ua/db/emitent> (дата звернення: 16.03.2024); Економічна статистика / Економічна діяльність / Промисловість. Державна служба статистики України. URL: ukrstat.gov.ua (дата звернення: 16.03.2024); первинні дані сайтів відповідних підприємств.

Таблиця 3. Частка підприємств з недоброчесною моделлю фінансування в українській промисловості за підгалузями в період 2007—2019 рр., %

Галузь	Розмір вибірки	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
A01	26	52,9	40,0	43,8	35,0	31,8	41,7	44,0	40,0	38,5	38,5	46,2	34,8	33,3
B	17	13,3	13,3	38,5	20,0	33,3	40,0	37,5	31,3	31,3	37,5	33,3	31,3	21,4
C10	52	20,4	18,4	25,0	30,8	24,0	27,5	27,5	31,4	28,0	37,3	25,0	37,0	34,1
C17	2	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	50,0	0,0	0,0	50,0
C19	9	33,3	55,6	55,6	44,4	62,5	77,8	100,0	66,7	88,9	100,0	62,5	75,0	71,4
C20	12	0,0	0,0	33,3	57,1	22,2	27,3	63,6	63,6	66,7	66,7	41,7	41,7	50,0
C21	4	25,0	25,0	25,0	33,3	75,0	75,0	50,0	25,0	25,0	50,0	50,0	0,0	0,0
C22	3	0,0	33,3	50,0	0,0	0,0	0,0	66,7	33,3	33,3	100,0	100,0	100,0	100,0
C23	4	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	50,0	25,0	25,0	50,0	50,0
C24	16	18,8	12,5	60,0	60,0	50,0	56,3	81,3	75,0	62,5	68,8	68,8	66,7	71,4
C26—30	55	39,6	41,7	66,7	71,4	54,9	65,4	66,7	76,4	73,6	64,8	59,6	61,7	64,3
D35	20	56,3	31,3	12,5	17,6	17,6	11,1	15,8	21,1	36,8	36,8	42,1	40,0	76,5
F	31	40,0	46,4	85,0	68,2	52,0	69,0	58,6	71,0	54,8	58,1	56,7	50,0	56,5
G	31	16,0	28,0	43,8	36,8	32,0	46,2	50,0	51,9	42,3	45,5	50,0	44,0	50,0

Джерело: розроблено автором за: База даних емітентів. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку. URL: <https://smida.gov.ua/db/emitent> (дата звернення: 16.03.2024); Економічна статистика / Економічна діяльність / Промисловість. Державна служба статистики України. URL: ukrstat.gov.ua (дата звернення: 16.03.2024); первинні дані сайтів відповідних підприємств.

підприємств з недоброчесною моделлю фінансування є більш характерною для підприємств з довшим виробничим циклом (наприклад, для машинобудівних чи будівельних компаній), що створює стимул для її використання з метою оптимізації витрат, або через розриви в ліквідності. Середня частка підприємств з недоброчесною моделлю фінансування, як правило, перевищує середню частку зомбі-підприємств, але є меншою за середню частку підприємств з квазіризиковою моделлю фінансування за відповідний період (табл. 3).

Оскільки частки підприємств з квазіризиковою і недоброчесною моделями фінансування в економіці раніше не розраховувалися, база для порівняння для них відсутня. Однак їх частки в галузях є достатньо значними, щоб можна було говорити про взаємний перетин множин усіх трьох типів підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування, а також про те, що не тільки зомбі-підприємства (чи підприємства з від'ємним власним капіталом, яких у вибірці теж відносно багато (Зимовець, Керімов, 2021)) використовують квазіризикову або недоброчесну модель фінансування. Зомбі-підприємства, як правило, не спроможні поновити свій фінансовий стан самостійно, отже, відповідно до іноземного досвіду, потребують або значних капіталовкладень, реорганізації і зміни менеджменту для відновлення нормальної діяльності, або ліквідації для мінімізації їх негативного впливу на відповідну галузь. Потреба в таких заходах здебільшого зумовлюється їх згубним впливом на галузь, у якій вони працюють.

В Україні, однак, їх ніхто не чіпав, мотивуючи цей підхід тим, що навіть зомбі-підприємства генерують податкові надходження й сплачують податки. Але в західній науковій традиції питання зомбі-підприємств з цього ракурсу взагалі не розглядається (як правило, їх оцінюють виходячи з бюджетних витрат, а не як джерело бюджетних доходів). З огляду на це, цікавим експериментом була б приблизна оцінка впливу частки підприємств із спотвореними моделями фінансування на податкові доходи.

Проте можливість такої оцінки традиційно обмежена відсутністю багаторічних нерозривних рядів більш-менш порівнянних даних стосовно будь-якого явища через фрагментарність їх фіксації і постійні зміни форм звітування й методичних підходів до розрахунку. Так, дані по підприємствах із спотвореними моделями фінансування були розраховані за період з 2006 по 2020 р. виходячи з початкових даних 286 підприємств, однак обсяг вибірки майже унеможливив своєчасне її оновлення через неповну наявність доступних даних. Ураховуючи, що вибірка розбита по КВЕД, було б логічно співвідносити частку підприємств із спотвореними моделями фінансування за певним КВЕД з податковими доходами за тим самим КВЕД (такі дані надаються Державною податковою службою України¹³, однак

¹³ Надходження податків і зборів. *Державна податкова служба України*. URL: <https://tax.gov.ua/diyalnist-/pokazniki-roboti/nahodjennya-podatkov-i-zboriv--obovyaz/nahodjennya-podatkov-i-zboriv/nahodjennya-podatkov-i-zboriv-> (дата звернення: 16.03.2024).

тільки за період з 2014 по 2024 р., причому дані в розрізі КВЕД є доступними лише починаючи з 2018 р.). У свою чергу, це означає, що перетин цих даних є лише за три періоди (з 2018 по 2020 р.), чого недостатньо для повноцінного моделювання. Тому для визначення потенційної наявності й сили впливу частки підприємств із спотвореними моделями фінансування на податкові надходження було побудовано таблицю кореляції, а прогалини в доступних даних ліквідовано завдяки використанню прогнозних даних (табл. 4).

Обмеження такого підходу є очевидними, адже кореляція не означає причинно-наслідкового зв'язку, але за наявності сильної кореляції між змінними вона, як правило, зберігається і при моделюванні. Ті значення, які виділено в табл. 4 курсивом, заслуговують на увагу в даному конкретному випадку через їх близькість до 1. Так, хоча й парадоксально, але наявність зомбі-підприємств додатно корелює з податковими надходженнями від торговельної

Таблиця 4. Кореляція між часткою підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування в галузі й податковими надходженнями від неї у 2018—2020 рр.

Галузь	Підприємства-зомбі	Квазіризикові підприємства	Недоброчесні підприємства
Сільське господарство	-0,869	-0,707	+0,055
Видобувна	+0,524	-0,703	+0,798
Переробна	-0,332	-0,950	+0,461
Енергетика	—	+0,208	+0,852
Будівництво	-0,735	-0,868	+0,314
Торгівля	+0,977	+0,013	+0,776

Джерело: розраховано автором.

Таблиця 5. Кореляція між загальною часткою підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування в економіці й загальними податковими надходженнями в державний бюджет у 2017—2020 рр.

Вид податку	Зомбі-підприємства	Квазіризикові підприємства	Недоброчесні підприємства
Податок з прибутку підприємств	+0,164	+0,643	-0,273
Податок на додану вартість	+0,749	-0,242	+0,965
Податок з доходів фізичних осіб (державний бюджет)	-0,232	-0,771	+0,420
Сума податкових надходжень у державний бюджет у цілому	+0,207	-0,719	+0,824

Джерело: розраховано автором.

галузі, а наявність підприємств з недоброчесною моделлю фінансування — з податковими доходами від енергетичної. З урахуванням того, що недоброчесні підприємства ухиляються не стільки від сплати податків, скільки від погашення боргів перед контрагентами, а більшість вибірки по цій галузі становлять великі підприємства-монополісти, ця остання кореляція не є незвичайною. Пояснити додатну кореляцію наявності зомбі-підприємств з податковими доходами складніше, оскільки останні зростають одночасно з кількістю таких підприємств. Отже, зомбі-підприємства або не зменшують обсяг податків, які вони сплачують (що малоімовірно, бо через зменшення прибутку скорочується принаймні податок на нього), або їх частка в сплачених податках і була настільки малою, що її зникнення залишилося непоміченим.

Від'ємна кореляція між часткою зомбі-підприємств і податковими доходами в сільському господарстві пов'язана, імовірно, саме з тим, що підприємства, які втратили дохідність і, відповідно, почали сплачувати менше податку на прибуток, сплачували помітну частину в загальній його сумі. Інші податки є менш гнучкими (зокрема, податок на землю чи податок з доходів фізичних осіб), а тому зміна їх обсягу в міру перетворення підприємства на зомбі є малоімовірною. Частка квазіризикових підприємств показує потенційно значиму обернено пропорційну кореляцію з податковими надходженнями в переробній промисловості й будівництві, що є логічним, адже ця модель фінансування насамперед є моделлю оптимізації оподаткування. Результати попереднього моделювання, однак, не підтверджують вагомості виявлених кореляцій у межах 90 % довірчого інтервалу.

Дослідження впливу підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування на загальні податкові надходження можна дослідити за тією самою статистикою, однак інформація, як правило, є доступною за більшу кількість періодів. Кореляцію податкових доходів державного бюджету в розрізі основних податків і агрегованої частки підприємств із спотвореною (захисною) моделлю фінансування наведено в табл. 5.

Потенційно значиму кореляцію (у табл. 5 виділено курсивом) мають: частка зомбі-підприємств і доходи від ПДВ (прямо пропорційну); частка квазіризикових підприємств і доходи від податку з доходів фізичних осіб та загальна сума податкових надходжень (обернено пропорційну); частка недоброчесних підприємств і доходи від ПДВ та загальні податкові надходження (прямо пропорційну). Моделювання з використанням лінійної функції підтверджує значимість прямо пропорційної кореляції частки недоброчесних підприємств і доходів від ПДВ та загальних податкових надходжень у межах 90 % довірчого інтервалу.

Якщо максимізувати довжину часових рядів, можна використати тільки найбільш агреговані дані на кшталт загальних податкових надходжень у державний бюджет. За такого підходу з використанням лінійних регресій підтверджується лише вплив (прямо пропорційний) на загальні податкові надходження частки зомбі-підприємств, але вагомість такого впливу зберігається в рамках 99 % довірчого інтервалу.

ВИСНОВКИ

В українській промисловості високою є частка підприємств із спотвореною (захисною) моделлю фінансування, серед яких зомбі-підприємства, підприємства з квазіризиковою моделлю фінансування і підприємства з недоброчесною моделлю фінансування. Частка зомбі-підприємств у промисловості в разі перевищує частки, зафіксовані в Японії, країнах Європи і Америки. Для квазіризикових і недоброчесних підприємств база для порівняння відсутня, але частка спостережень з ознаками цих моделей фінансування за розглядуваний період сягає, відповідно, у середньому 53,8 і 40,7 %.

Дослідження впливу частки таких підприємств на податкові доходи бюджету стикається, насамперед, з браком необхідної інформації і низькою якістю доступних даних, а тому замість моделювання, як правило, фіксується взаємна кореляція цих показників. Виявлено, що потенційний вплив наявності підприємств із спотвореною (захисною) моделлю фінансування різний для різних типів таких підприємств і розрізняється за КВЕД і податками. Так, наявність зомбі-підприємств має прямо пропорційну кореляцію з податковими надходженнями від торговельної галузі, а наявність підприємств з недоброчесною моделлю фінансування — від енергетичної. Від'ємну кореляцію зафіксовано між часткою зомбі-підприємств і податковими доходами в сільському господарстві, а також між часткою квазіризикових підприємств і податковими надходженнями в переробній промисловості й будівництві. Результати попереднього моделювання не підтвердили значимість виявлених кореляцій за КВЕД.

У розрізі податків мала місце прямо пропорційна кореляція між часткою зомбі-підприємств і підприємств з недоброчесною моделлю та надходженнями від ПДВ, причому останнє підтверджується результатами попереднього моделювання в рамках 90 % довірчого інтервалу. Наявність квазіризикових підприємств має обернено пропорційну кореляцію з надходженнями від податку з доходів фізичних осіб.

Таким чином, попередньо можна стверджувати, що прямий вплив підприємств із спотвореною (захисною) моделлю фінансування на податкові надходження в державний (і зведений) бюджет є незначним. Імовірно, це зумовлено тим, що період, коли такі підприємства сплачували податки нормально, не потрапив у період дослідження, а отже, і шок, коли вони скоротили виплати податку з прибутку, теж залишився поза увагою. Розширити період дослідження неможливо, адже хоча частку підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування теоретично й можна розрахувати за більш ранні періоди, статистика щодо податкових надходжень з необхідним рівнем деталізації доступна лише з 2018 р. Оцінка непрямих втрат економіки від зростання частки підприємств із спотвореними (захисними) моделями фінансування вимагає радикально іншої архітектури дослідження, а тому може бути перспективним напрямом.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- Керімов, П. (2023). Спотворені моделі фінансування як пристосування до викривленого інституційного середовища. *Економіка України*. 66. 9 (742). 55-69. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.09.055>
- Kerimov, P., Zymovets, V. (2021). Quasi-risk and fraudulent financing models: the case of firms with negative equity in Ukraine. *Economic Studies*. 30 (8). P. 48—68. URL: https://www.iki.bas.bg/Journals/EconomicStudies/2021/2021-8/3_Kerimov.pdf
- Kerimov, P. (2022). Cost of credit and profitability of large industrial firms in Ukraine. *Economy and forecasting*. No. 2. P. 47—64. <https://doi.org/10.15407/econforecast2022.02.047>
- Chakraborty, S., Peek, J. (2017). Lending to Unhealthy Firms in Japan During the Lost Decade: Distinguishing between Technical and Financial Health. Center on Japanese economy and business. *Working Paper Series*. No. 357. URL: <https://academiccommons.columbia.edu/doi/10.7916/D8XD19CK/download>
- Kerr, A. (2002). *Dogs and Demons: Tales from the Dark Side of Japan*. Hill and Wang. 320 p.
- Nakamura, Jun-ichi (2023). A 50-year history of “zombie firms” in Japan: How banks and shareholders have been involved in corporate bailouts? *Japan and the World Economy*. Vol. 66. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2023.101188>
- Caballero, R., Hoshi, T., Kashyap A. (2008). Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*. Vol. 98. Iss. 5. P. 1943—1977. <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.1943>
- Fairchild, T. (2018). Negative Equity, Veiled Value and the Erosion of Price-to-Book. URL: https://www.osam.com/pdfs/research/44_Negative_Equity_Veiled_Value_and_the_Erosion_of_Price-to-Book-April-30-2018.pdf
- Banerjee, R., Hoffman, B. (2018). The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly Review*. September. P. 67—78. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf
- Ang, T. (2015). Are firms with negative book equity in financial distress? *Review of Pacific basin financial markets and policies*. Vol. 18. No. 3. P. 1—41. <https://doi.org/10.1142/S0219091515500162>

Надійшла 19.03.2024

Прорецензована 09.04.2024

Доопрацьована 07.06.2024

Підписана до друку 13.06.2024

REFERENCES

- Kerimov, P. (2023). Warped financing models as adjustments to the distorted institutional environment. *Economy of Ukraine*. 66. 9 (742). 55-69. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.09.055> [in Ukrainian].
- Kerimov, P., Zymovets, V. (2021). Quasi-risk and fraudulent financing models: the case of firms with negative equity in Ukraine. *Economic Studies*. Vol. 30(8). P. 48-68. URL: https://www.iki.bas.bg/Journals/EconomicStudies/2021/2021-8/3_Kerimov.pdf
- Kerimov, P. (2022). Cost of credit and profitability of large industrial firms in Ukraine. *Economy and forecasting*. No. 2. P. 47-64. <https://doi.org/10.15407/econforecast2022.02.047>
- Chakraborty, S., Peek, J. (2017). Lending to Unhealthy Firms in Japan During the Lost Decade: Distinguishing between Technical and Financial Health. Center on Japanese economy and business. *Working Paper Series*. No. 357. URL: <https://academiccommons.columbia.edu/doi/10.7916/D8XD19CK/download>
- Kerr, A. (2002). *Dogs and Demons: Tales from the Dark Side of Japan*. Hill and Wang. 320 p.

- Nakamura, Jun-ichi (2023). A 50-year history of “zombie firms” in Japan: How banks and shareholders have been involved in corporate bailouts? *Japan and the World Economy*. Vol. 66. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2023.101188>
- Caballero, R., Hoshi, T., Kashyap, A. (2008). Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*. Vol. 98. Iss. 5. P. 1943-1977. <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.1943>
- Fairchild, T. (2018). Negative Equity, Veiled Value and the Erosion of Price-to-Book. URL: https://www.osam.com/pdfs/research/44_Negative_Equity_Veiled_Value_and_the_Erosion_of_Price-to-Book-April-30-2018.pdf
- Banerjee, R., Hoffman, B. (2018). The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly Review*. September. P. 67-78. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf
- Ang, T. (2015). Are firms with negative book equity in financial distress? *Review of Pacific basin financial markets and policies*. Vol. 18. No. 3. P. 1-41. <https://doi.org/10.1142/S0219091515500162>

Received on March 19, 2024

Reviewed on April 9, 2024

Revised on June 7, 2024

Signed for printing on June 13, 2024

Pavlo Kerimov, PhD (Econ.),
Research Fellow of the Department of Public Finance
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine
26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

ENTERPRISES WITH WARPED FINANCING MODELS: PREVALENCE AND IMPLICATIONS

In 1996-2020, as a result of distortions in the institutional environment in Ukraine, enterprises with twisted financing system became widespread. In addition to zombie enterprises, an active studying of which around the world began after the 1990s crisis in Japan, Ukraine may also feature enterprises that inflate their expenditures using borrowings and loans from related offshore lenders (enterprises with quasi-risk financing model) and enterprises that mostly function on commercial loan which is more than standard 60 days delinquent (enterprises with unscrupulous financing model).

The prevalence of such enterprises in Ukrainian economy was assessed, their impact on tax revenues in the country was determined. Calculations of the shares of each type of enterprises with warped financing models by individual industries were performed based on representative sample for the period 2007-2019, basic econometric modeling of the impact of such enterprises on tax revenues in general and by main taxes was carried out. Correlation matrices of the studied parameters were given.

It was determined that, despite the extremely high share of enterprises with warped financing models, their direct impact on tax revenues is limited. In particular, the modeling confirmed only a directly proportional relationship between the share of zombie enterprises and total tax revenues to the state budget within the 99% confidence interval, and a directly proportional relationship between the shares of zombie enterprises and enterprises with unscrupulous financing model and VAT revenues within 90% confidence interval. A number of correlations which cannot be confirmed based on available statistics were identified.

Keywords: *zombie enterprises; quasi-risk financing model; unscrupulous financing model; institutional environment; tax revenues.*