



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.09.055>

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>

## СПОТВОРЕНІ МОДЕЛІ ФІНАНСУВАННЯ ЯК ПРИСТОСУВАННЯ ДО ВИКРИВЛЕНОГО ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА

---

*Досліджено наявність в Україні підприємств із спотвореними (квазіризиковою і шахрайською) моделями фінансування, які є пристосуванням цих підприємств до виживання в українських умовах непередбачуваності судових рішень, високого рівня інфляції, офшоризації економіки, ризику експропріації, а їх існування уможливорюється недосконалістю існуючого інституційного середовища. Окреслено економічний вплив подібних підприємств, їх ознаки.*

**Ключові слова:** інституційне середовище; інституційний розвиток; зомбі-підприємства; квазіризикова модель фінансування; від'ємний власний капітал.

---

Сучасний стан наукового дискурсу стосовно інституційного розвитку базується на положенні, що економічні й державницькі інституції зразку країн Західної Європи і США є еталонними й відтворюваними, а тому відхилення від них за структурою і / або функціоналом — це ознака або недостатнього рівня інституційного розвитку (коли йдеться про країни з не до кінця сформованими інституціями), або викривлення інституцій-

Ц и т у в а н н я: Керімов П.О. Спотворені моделі фінансування як пристосування до викривленого інституційного середовища. *Економіка України*. 2023. № 9. С. 55—69. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.09.055>

© Видавець ВД «Академперіодика» НАН України, 2023. Стаття опублікована на умовах відкритого доступу за ліцензією CC BY-NC-ND license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

ного розвитку (коли йдеться про країни, де інституції структурно, але не функціонально відповідають західному еталону). Інституції визначаються як сукупність правил у соціальній і діловій поведінці, що структурують її у передбачувані паттерни (схеми або моделі), а також комплект організацій, які забезпечують функціонування означених правил. Таким чином, інституційним середовищем у країні може бути визначено сукупність наявних формалізованих (законодавчих) і неформалізованих правил поведінки економічних суб'єктів (у тому числі правил ведення бізнесу). Відповідно, здатність держави формувати і змінювати такі правила залежно від змін у внутрішньо- і зовнішньоекономічній ситуації з метою забезпечення функціонування економічної системи в цілому характеризує ефективність інституційного середовища в країні. Викривлення в інституційному середовищі відображаються в неефективності зазначених правил — невідповідності їх фактичних результатів очікуванню або масовому ухилянню економічних суб'єктів від їх виконання, а також опору спробам їх реформувати. Реальним вираженням викривлень інституційного середовища є їх відображення в *modus operandi* (звичках) суб'єктів господарювання, які слугують пристосуванням до них.

Розглянемо спотворені моделі фінансування підприємств, зокрема квазіризикову і шахрайську. Спотвореними є моделі фінансування, які порушують одне чи більше базових передбачень теорії фінансів. Наприклад, квазіризикова і шахрайська моделі фінансування суперечать принципу максимізації прибутку як основному рушію господарської діяльності.

Отже, **мета статті** — простежити взаємозв'язок між викривленнями в інституційному середовищі в Україні й моделями фінансування, які виникають як пристосування до них.

Об'єктом дослідження є генезис спотворених форм фінансування, а предметом — самі ці спотворені форми фінансування, в якості яких нами розглядаються шахрайська і квазіризикова моделі.

Як правило, причинами проблем у інституційному середовищі зовнішні консультанти визначають брак політичної волі, несерйозність підходу до реформ, корупцію і наявність корисливих інтересів. Стандартними рекомендаціями щодо їх вирішення є посилення вимог і / або відповідальності для чиновників, реструктуризація інституцій через скорочення штатів і фінансування, приватизація, децентралізація і зміна структури стимулів.

Як показує досвід країн Африки, подібний універсальний підхід не спрацьовує. Так, Й. Бангура вказує, що причиною цього є необхідність урахувати індивідуальні особливості інституційного середовища в країні, які дістають своє відображення у двох основних протиріччях: конфлікті між інтересами чиновників і завданнями, які перед ними стоять, і конфлікті між формальними і неформальними правилами в країні. Прикладом першого конфлікту, зокрема, може слугувати спротив реформам з боку поточної еліти і / або їх викривлення у своїх інтересах, а

другого — ігнорування і / або нецільове використання населенням нових і незвичних механізмів залучення чи перерозподілу ресурсів [1].

Досвід країн Латинської Америки говорить, що розвиток інституційного середовища спричиняє підвищення конкуренції між підприємствами всередині країни. Причому місцеві підприємства втрачають позиції швидше, ніж ТНК, у міру того як специфічні знання й пристосування до функціонування при нерозвинутому інституційному середовищі перестають бути конкурентною перевагою. У цілому розвиток інституцій у країні призводить до відходу від стратегій, спрямованих на використання місцевих ресурсів, і, отже, до викривлень місцевого інституційного середовища [2].

З попереднім висновком цікаво поєднується теза про неоднорідність зростання іноземних інвестицій у країну в міру реформування різних складових інституційного середовища. Зокрема, приріст іноземних інвестицій був пов'язаний з приватизацією (роздержавленням) бізнесу в країні, розвитком банківського (але не парабанківського) сектору в економіці, лібералізацією зовнішньої (але не внутрішньої) торгівлі й становленням правових інституцій (але не конкурентної політики). Таким чином, іноземні інвестори зацікавлені, насамперед, у максимізації своїх доходів незалежно від їх джерел, у тому числі з використанням своїх організаційних переваг (легшого доступу до іноземних ресурсів) і монопольних прибутків (за рахунок пригнічення місцевого бізнесу), що потребує стабільного, а не конкурентного інституційного середовища [3].

На основі аналізу близько 19,5 тис. підприємств на ринках, які розвиваються, зроблено висновок, що вплив маркетингу на діяльність підприємства, як правило, є тим сильнішим, чим розвинутішими є інституції на ринку, де підприємство функціонує. Виняток становить розвиток законодавчого середовища, яке стимулює, насамперед, інновації в продуктах, а не в маркетингу [4]. Автор пов'язує зростання впливу маркетингу із зростанням купівельної спроможності в країнах з вищим рівнем інституційного розвитку, однак причинно-наслідкового зв'язку між цими явищами немає. Таким чином, на ринках із слабкими інституціями вигрешною стратегією є формування мережі зв'язків з партнерами і чиновниками, на ринках з високим рівнем інституційного розвитку — інвестиції у маркетинг і технологічні інновації.

Дослідження впливу інституційного розвитку (як на домашньому, так і на цільовому ринку) на стратегію заходу китайських фірм на іноземні ринки дозволяє зробити висновок, що підприємство з іноземним ринком походження може використовувати знання, набуті на інституційно більш розвинутому ринку, як конкурентну перевагу, що частково компенсує необізнаність у місцевих законах [5]. Так, китайські компанії при заході на інституційно менш розвинуті ринки надають перевагу *greenfield investment*, тобто створенню дочірнього підприємства з нуля, а на інституційно більш розвинуті — купують уже існуючі фірми.

Отже, стратегія фінансування, як й інші стратегії розвитку підприємств, підпадає під вплив інституційних чинників у такі способи.

1. У разі низького рівня інституційного розвитку найбільшою конкурентною перевагою є знання про те, як функціонувати в таких умовах. Практичне вираження цього знання здебільшого упирається в можливість використання інституційних викривлень на свою користь (доступ до фінансових ресурсів через кишенькові офшорні банки, стратегії захисту від рейдерського захоплення і апропріації, контакти із зарубіжними контрагентами, лобіювання і купівля чиновників тощо). ТНК можуть частково компенсувати брак такого знання преференційним доступом до іноземних ресурсів і досить успішно використовують викривлення інституційного середовища для отримання, наприклад, монопольних прибутків.

2. У міру розвитку інституцій у країні зростає конкурентність середовища ведення бізнесу в ньому, а компанії, чия стратегія формувалася на базі використання викривлень інституційного середовища (включаючи ТНК), втрачають позиції. Усунення таких несправедливих переваг підвищують значущість менш ефективних конкурентних переваг, зокрема технологічних і маркетингових інновацій. Зростання прозорості законодавства і конкурентності середовища спричиняє обмеження ТНК своєї діяльності на ринку.

Викривлення в інституційному середовищі ведуть до виникнення в місцевого бізнесу пристосувань до такого середовища, які можуть набувати різних форм. Зокрема, створюються паразитичні форми підприємств, які використовують викривлення інституційного середовища для продовження свого існування в ситуації, коли воно мало б припинитися з об'єктивних причин. Яскравим прикладом таких підприємств є зомбі-підприємства.

Зомбі-підприємства — це хронічно неплатоспроможні підприємства-боржники, які, однак, зберігають доступ до кредитних ресурсів від (здебільшого) пов'язаних банків. Існує широкий спектр ознак, за якими підприємство можна кваліфікувати як зомбі. Зокрема, такі підприємства характеризуються низькою дохідністю протягом тривалих періодів часу, що не дозволяє їм повною мірою обслуговувати свої борги; вони мають бути вже усталеними підприємствами з налагодженим виробничим процесом; іноді як окремий критерій висувають отримання кредитів і / або фінансування на пільгових засадах. Перелічені умови, проте, потребують числової фіксації, а тому формальним фактором приналежності до зомбі-підприємств вважається їх неспроможність розрахуватися по відсоткових платежах по боргах три і більше років поспіль, що виражається в значенні коефіцієнта покриття відсотків (interest coverage ratio) менше 1 за умови, що підприємству понад 10 років.

Уперше це явище було зафіксовано в Японії як результат економічної кризи 1990-х років [6], коли значне знецінення цінних паперів і землі у зв'язку з кризою призвело до втрати вартості майна, яке використовувалося

лось як застава у банках. Знецінення майна мало бути компенсоване реструктуризацією активів, а отже, і потенційною втратою банками нормативів щодо мінімального обсягу капіталів, а тому створювало для них вибір: або списувати частину капіталу через непрацюючі кредити, або рефінансувати ці непрацюючі кредити і сподіватися, що їх боржники зможуть відновити нормальну виробничу діяльність і погасити заборгованість. Ситуація погіршувалася також тим, що тоді державна політика спрямовувалася на кредитну експансію, і «відмова кредитувати виробництва» могла викликати значні репутаційні ризики. Таким чином, фінансування явно неплатоспроможних позичальників стало раціональною поведінкою, що, у свою чергу, призвело до значного зростання в країні кількості зомбі-підприємств, частка яких сягнула свого максимуму в 1996 р. — 34 % від їх загальної кількості (або, якщо зважувати на частку цих підприємств у загальних активах, 16 %). Для порівняння: відповідні частки до кризи (1981 р.) становили 5 і 3 %.

Історія зомбі-підприємств у Японії мала такі характеристики: серед інструментів фінансової допомоги, які підтримували функціонування зомбі-підприємств, були пільгова ставка відсотку, обмін боргових зобов'язань на акції, списання боргів, а також мораторії на сплату основної суми боргу або відсотків [7]. Галузі з недостатньою продуктивністю (наприклад, будівництво і торгівля нерухомістю) отримували більше банківських кредитів, ніж продуктивніші галузі (наприклад, переробна промисловість) [8]. Обсяги кредитування погано функціонуючих підприємств зростали з 1993 по 1999 р. (період поглиблення кризи), причому під час кризи основні банки, що обслуговували такі підприємства, з більшою (порівняно з непов'язаними банками) імовірністю надавали їм нові кредити. Банки з гіршою звітністю і пов'язані банки (такі, що були в одному конгломераті з боржником) виявляли більшу схильність надавати кредити явно неплатоспроможним боржникам. Незалежні банки не показували подібної поведінки [9].

Також характерною рисою динаміки кількості зомбі-підприємств є приріст їх чисельності в кризові періоди, причому із закінченням останніх кількість зомбі-підприємств не повертається до докризового рівня. Така динаміка є універсальною [10]. Наприклад, згідно з дослідженням 14 розвинутих економік у період 1980–2016 рр., частка зомбі-підприємств зросла з 2 до 12 % за рахунок підприємств, які після набуття статусу зомбі-підприємства не банкрутіли, а продовжили існувати в такому вигляді. Імовірність того, що зомбі-підприємство залишиться з таким статусом в наступному році зростала з 60 % у 1980 р. до 85 % у 2016 р. Експерти Банку міжнародних розрахунків, досліджуючи причини виникнення зомбі-підприємств, крім динаміки характерної для японських фірм підтримки ненадійних боржників пов'язаними банками, констатують, що розширення популяції зомбі-підприємств корелює із зниженням відсоткових ставок, яке дозволяє виживати підприємствам з менш оптимізованою діяльністю [11].

Зомбі-підприємства, виникнення яких часто пов'язане з негативною макроекономічною ситуацією в країні, самі справляють чітко вимірюваний негативний вплив на економіку країни. Цей вплив реалізується в таких основних аспектах: 1) перетягування на себе ресурсів галузі та їх замороження в неефективних процесах виробництва; 2) зниження загальногалузевої і загальноекономічної продуктивності. Розглянемо ці аспекти детальніше. Зомбі-підприємства призводять до ефекту перевантаження в галузі, до якої вони належать, перебираючи на себе наявні обмежені ресурси для їх субоптимального використання. Цей ефект уперше був змодельований у 2008 р. [7]. Виходячи з моделі, яка базувалася на вибірці японських підприємств з 1981 по 1993 р., автори дійшли висновку, що після завершення кризи наявність зомбі-підприємств порушує нормальні процеси відтворення в економіці. Будучи штучно захищеними економічними агентами, які зберігають неефективні шаблони поведінки за рахунок потенційно більш ефективних новостворених фірм, під час кризових явищ вони сповільнювали зменшення кількості робочих місць у галузях, де їх частка була більшою, що дозволило авторам зробити висновок, що зомбі-підприємства є дуже неефективною програмою збереження зайнятості. Той факт, що вони залишалися на ринку (інколи в статусі олігополій чи навіть монополій), створював додаткові бар'єри для входження на ринок нових підприємств, а також означав, що навіть ті банки, які не були пов'язані із зомбі-підприємствами (а отже, і не прагнули співпрацювати з ними), не мали альтернативних позичальників.

За моделлю дослідників [7], передбаченням був нелінійний спад у галузі продуктивності підприємств, які не були зомбі, порівняно з часткою зомбі-підприємств, паралельно із сповільненням приросту зайнятості. Аналіз промислової статистики підтвердив цей прогноз. Зокрема, для типової торговельної фірми зменшення інвестицій становило 43,2 % у 1981—1992 рр. порівняно з гіпотетичним сценарієм збереження кількості зомбі-підприємств на докризовому рівні, а зменшення зайнятості — 9,5 %. Їх висновки були підтверджені подальшими дослідженнями. Так, зростання частки зомбі-підприємств у галузі на 1 % призводить до зниження в реінвестиціях в основні засоби (capital expenditure rate) інших підприємств галузі, які не відносяться до зомбі, на 1 % [11], що обертається 17-відсотковим скороченням відносно середньої по економіці частки інвестицій. Те саме стосується і трудових ресурсів: приріст частки зомбі-підприємств у галузі на 1 % призводить до зменшення приросту зайнятості в галузі на 8 %. Дослідники також розраховали, що внесок зомбі-підприємств знижує загальну продуктивність галузі, до якої вони належать, отже, і загальну продуктивність економіки. Так, зростання частки зомбі-підприємств в економіці на 1 % спричиняє спад приросту продуктивності в економіці на 0,3 % [11].

Зомбі-підприємства не є виключно японським феноменом. Їх існування було зафіксовано також у країнах Європи, Америки і в Україні, звичай-

но, з певною місцевою специфікою. Квазіризикова модель — це модель фінансування, за якої підприємства одного власника розподіляються на центри доходів, зосереджені в офшорах, і центри витрат, які залишаються в Україні [12]. Центри витрат підтримуються в мінімально робочому стані за рахунок інвестицій і кредитних ресурсів, які надаються з центру доходів, що отримує весь дохід центру витрат у вигляді плати за такі ресурси, причому цей дохід не оподатковується. Той факт, що в обох компаній у даній сфері спільний власник, здебільшого є неочевидним завдяки характерній для офшорів політиці захисту особистих даних. Таким чином, центр доходів має можливість оптимізувати оподаткування, а центр витрат має кредитора, який ніколи не стане вимагати повернення боргу через суд, попри наявні прецеденти демонстрації центрами витрат від'ємного власного капіталу протягом значних (до 10 років) проміжків часу. Саме існування центру доходів не є очевидним, адже він перебуває в іноземній юрисдикції і може не бути пов'язаним з центром витрат навіть відносинами, характерними для різних підприємств одного холдингу. Таким чином, центр витрат з точки зору місцевої української статистики виглядає як просто хронічно збиткове підприємство, яке, попри свою некредитоспроможність, продовжує отримувати кредити і, попри роки чи навіть десятиріччя роботи без прибутку, не одержує позову щодо ініціації процедури банкрутства. З огляду на це, його існування порушує принцип максимізації прибутку як основного мотиву підприємницької діяльності. Перевагою такої схеми для її учасників є також те, що вона дозволяє хеджувати ризики: центр доходів перебуває під захистом офшорного законодавства, а центр витрат окремо від центру доходів є лише хронічно збитковим підприємством, чия виробнича активність припиниться, щойно припиниться потік інсайдерських кредитів. Або, іншими словами, центр доходів захищено від хижацького поглинання фактом перебування в іноземній юрисдикції, а центр витрат — його нежиттєспроможністю і несамодостатністю.

Причинами виникнення такої моделі фінансування частково є відповідь бізнесу на непередбачувану макроекономічну ситуацію і постійний ризик експропріації (який виражається в переході де-факто контролю над рядом державних підприємств до переможців останнього виборчого циклу), а частково — мислення подібних управлінців, спрямоване на максимізацію короткострокової особистої вигоди за рахунок отримання вигоди в майбутньому. Такі підприємства обмежують можливості розвитку нових підприємств подібного профілю і завдяки своїм розмірам викривляють загальногалузеву статистику, ускладнюючи відстеження дійсних трендів в українській економіці (зокрема, в окремі кризові роки агрегований показник власного капіталу за рядом галузей промисловості був меншим 0). Отже, квазіризикова модель фінансування являє собою пристосування до викривлення інституційного середовища, що поєднує в собі захисну стратегію і оптимізацію оподаткування. З точки зору іно-

земного дослідника, така модель фінансування може бути охарактеризована як місцевий український різновид зомбі-підприємств.

Крім очевидних особливостей функціонування підприємств з квазі-ризиковою моделлю фінансування, як-то значні обсяги боргу перед афілійованими кредиторами (що виражається насамперед у довгостроковому функціонуванні підприємств попри чотири і більше років від'ємного власного капіталу, адже афілійованість з підприємствами на офшорах довести важко), для них також є характерними нетипові процедури банкрутства. Така нетиповість проявляється або в тривалості даної процедури (два і більше років), або в нехарактерних деталях, наприклад, ініціація малим кредитором чи кредитором, який нещодавно викупив борг такого підприємства. Частина банкрутств таких підприємств має характер навмисного знецінення перед поглинанням (найяскравішим прикладом може слугувати випадок ПАТ «Сумхімпром») або чітко виражений керований характер (банкрутство ПАТ «Росава»). Таким чином, квазіризикова система фінансування є шкідливою для держави (навіть у випадку її формальної законності) схемою фінансування, отже, має бути обмежена у використанні.

Квазіризикова модель фінансування співіснує і частково перетинається з шахрайською моделлю фінансування. Остання визначається нами як підхід до фінансування бізнесу, що базується на використанні недостатнього рівня захищеності прав малих і середніх кредиторів в Україні й полягає у відмові великих підприємств погашати свою кредиторську заборгованість. Така ситуація залишає малих і середніх кредиторів перед вибором: або спробувати повернути борги через суд (при тому, що судові витрати значно перевищуватимуть обсяг наявного боргу), або розстрочити заборгованість у надії, що вона буде сплачена в майбутньому. Ця ситуація уможливується такими основними факторами.

1. Наявність значного розриву в можливостях великих і малих суб'єктів господарювання — ініціація банкрутства з боку невеликого кредитора без підтримки іншої рівновеликої із позичальником ФПП є майже неможливою.

2. Недосконалість судового процесу в країні — непередбачувані за тривалістю й результатами судові процеси є стимулом для суб'єктів господарської діяльності мінімізувати участь у них.

3. Фіксовані ланцюги створення вартості — значна кількість великих підприємств так і не змогла реформуватися після розпаду СРСР, що створило проблему підприємств, чия продукція не є конкурентоспроможною поза вузьким колом пострадянських підприємств, а отже, вони залежать одне від одного і не можуть просто взяти і змінити контрагентів.

4. Висока інфляція в Україні робить затягування виплати боргу максимально вигідним для позичальника, адже повертає він значно менше купівельної спроможності, ніж позичав. Проблема погіршується при використанні кредиторської заборгованості, що не передбачає періодичних відсоткових платежів чи капіталізації боргу.



Таким чином, викривленнями інституційного середовища, які роблять можливим функціонування підприємств з квазіризиковою і шахрайською моделями фінансування, є порушення принципу верховенства права і неефективна судова система. Судитися — достатньо дорога справа, щоб бути не вигідною для малих суб'єктів господарювання, і достатньо непередбачувана, щоб бути не вигідною і для великих. Низький рівень захисту прав власності формує попит на стратегії захисту від рейдерського захоплення і націоналізації, а відсутність механізмів протидії офшоризації дозволяє з метою оптимізації оподаткування «розбивати» підприємства на розміщені в Україні центри витрат і розміщені в офшорах центри доходів. Такий стан справ відображається в нижчих за середні оцінках показників контролю за корупцією і верховенства права згідно з методологією оцінки якості державного управління WGI<sup>1</sup> й оцінки ризику країни за методологією ICRG<sup>2</sup>.

Оскільки і квазіризикова, і шахрайська моделі фінансування відображаються в тривалому існуванні фірми з нежиттєспроможними фінансовими показниками, основний критерій входить у їх дефініцію — *від'ємний балансовий (власний) капітал протягом трьох і більше років*. При цьому на підставі даного критерію можна виокремити такі додаткові критерії використання фірмою квазіризикової і шахрайської моделей фінансування [12].

1. Частка непокритих зобов'язань (Value gap ratio — VGR). Даний індикатор є часткою непокритих активами ( $A$ ) зобов'язань ( $L$ ) фірми і обчислюється за формулою

$$VGR = (1 - A / L).$$

Тут він використовується для агрегованого (середньогалузевого) рівня, а тому як орієнтир для його нормальних значень брались емпіричні дані, отримані іншим дослідником [13], який, у свою чергу, розрахував їх на базі широкої вибірки підприємств з від'ємним балансовим (власним) капіталом, лістингованих починаючи з 1985 р. на NYSE, AMEX або Nasdaq. У період 2015—2019 рр. середні значення VGR по українських підприємствах становили 35,16 % проти розрахованого Т. Ангом для США значення у 21,9 %. Динаміка даного показника також є показовою: для нього характерне зростання, причому його динаміка збігається з динамікою зростання частки зомбі-підприємств, тобто збільшується в кризові періоди (для України, наприклад, з близько 2 % у 2012 р. до 6 % у 2015-му) і не зменшується після їх закінчення.

2. Відхилення від норми у фінансових показниках підприємства. Зокрема, найбільш показовими відхиленнями є:

- наявність від'ємного власного капіталу на підприємстві протягом трьох і більше років при збереженні його діяльності;

<sup>1</sup> *Worldwide Governance Indicators*. URL: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>

<sup>2</sup> *The International Country Risk Guide*. PRS Group. URL: <https://www.prsgroup.com/explore-our-products/icrg/>

**Фінансові показники фірм з від’ємним власним капіталом (ВК)  
у період 2006—2019 рр.**

Квартиль	ЕВІТ/ТА	RE/ТА	CF/TD	Строк погашення КЗ	NS/ТА
Орієнтовні значення	-0,00555	-0,00066	-0,0173	60	1,312
<i>Фірми з від’ємним ВК, які збанкрутіли</i>					
1	-0,19093	-1,33152	-0,00102	18710,1	0,005
2	-0,07536	-1,03968	0,00440	132,4	0,190
3	0,00000	-0,70433	0,02611	31,1	1,420
4	0,09659	-0,44410	0,10447	5,1	2,005
<i>Фірми з трьома і більше роками від’ємного ВК</i>					
1	-0,05311	-1,19914	-0,02109	3223,3	0,322
2	0,00391	-0,69985	0,01192	199,6	0,849
3	0,03772	-0,29947	0,03808	76,6	1,321
4	0,44793	-0,05322	0,83187	20,9	20,430

Джерело: адаптовано автором за [12].

- перевищення строку погашення кредиторської заборгованості (КЗ) у 60 днів при збереженні діяльності підприємства;

- додатний грошовий потік (CF), ЕВІТДА, нерозподілений прибуток (RE) і чистий дохід (NS) до загальних активів (валюти балансу, ТА) за від’ємного власного капіталу. Додатне співвідношення грошового потоку (CF) до загальної суми кредитів (TD) додатково вказує на можливість підприємств обслуговувати борг попри наявний у них від’ємний власний капітал (який, у свою чергу, свідчить про відсутність такої можливості).

Так, відповідно до розрахунків, проведених за репрезентативною вибіркою переважно великих промислових підприємств за 2006—2019 рр., критеріям використання квазіризикової або шахрайської моделі фінансування відповідають підприємства, які відносяться до 3 і 4 кварталів і не збанкрутіли (табл.).

Таким чином, критеріями, що вказують на використання фірмою квазіризикової або шахрайської моделі фінансування, є продовження функціонування підприємства попри несплату ним боргів і наявність від’ємного балансового (власного) капіталу протягом трьох і більше років, при збереженні додатних доходів і прибутків. Основним критерієм відмінностей між квазіризиковою і шахрайською моделями фінансування є використання першою офшорів і пов’язаних кредиторів для оптимізації оподаткування, а другою — інституційної нерівності всередині країни (відмінність у захисті прав власності великих і малих кредиторів) для несплати своїх боргів.

## **ВИСНОВКИ**

Проведене дослідження дозволяє зробити ряд висновків.

1. Інституційне середовище як сукупність правил ведення бізнесу всередині країни і організацій, які забезпечують їх дотримання, є підґрунтям для стратегій функціонування підприємств у країні, а отже, викривлення в інституційному середовищі трансформується в спотворення відповідних стратегій.

2. Яскравим прикладом підприємств з такими спотвореними стратегіями функціонування є зомбі-підприємства, які виникають унаслідок порушення механізму ініціації банкрутства завдяки викривленню структури стимулів щодо їх фінансування.

3. Набір викривлених стимулів залежить від країни та історичного періоду, в якому функціонує підприємство. Так, зомбі-підприємства в Японії фінансувалися за допомогою а) державної політики стимулювання кредитування і б) їх належності до місцевих ФПГ, тобто фінансування пов'язаними особами. Український різновид зомбі-підприємств, а саме підприємства з квазіризиковою і шахрайською моделями фінансування, також є результатом фінансування пов'язаними особами, однак з активним використанням для цього пов'язаних офшорних фірм.

4. Виникнення квазіризикової і шахрайської моделей фінансування пов'язане з невідповідністю захисту прав великих і малих суб'єктів господарювання, тривалістю, непередбачуваністю й дороговизною судових процесів, а також історично сформованою взаємозалежністю промислових підприємств (спадок радянського виробничого циклу) і високоінфляційним середовищем. Ці фактори відображаються в оцінці інституційного середовища у вигляді низького рівня контролю за корупцією і верховенства права.

5. Для виявлення факту використання підприємством квазіризикової або шахрайської моделі фінансування пропонується використовувати показник частки непокритих зобов'язань, що розраховується як одиниця мінус співвідношення активів і зобов'язань підприємства, причому чим нижчим є цей показник, тим краще. Як додаткові показники доцільно залучати наявність від'ємного власного капіталу на підприємстві протягом трьох і більше років, перевищення строку погашення кредиторської заборгованості в 60 днів і додатний грошовий потік, EBITDA, нерозподілений прибуток і чистий дохід до загальних активів (валюти балансу) за від'ємного власного капіталу. Основним критерієм відмінностей між квазіризиковою і шахрайською моделями фінансування є використання першою офшорів.

Існування квазіризикової моделі фінансування забезпечувалося можливістю ухилятися від ініціації процедури банкрутства, а у випадку її ініціації — затягувати судову справу на роки. Для вирішення останньої проблеми у 2012 р. до відповідних кодексів були внесені жорсткі максимальні часові рамки для розгляду справи (правда, з щедрим пере-

хідним періодом, тобто реальний вплив цих норм можна відстежувати лише із статистики за 2019 р. і новішої), які, проте, усе ще не завжди виконуються. Тому основною проблемою залишається контроль за корупцією, що створює значну невизначеність у судових процесах стосовно як строків, так і результатів. Тактичні заходи, наприклад, повернення до законодавства вимог щодо достатності власного капіталу для підприємств (наприклад, автоматична ініціація банкрутства в разі наявності від'ємного власного капіталу протягом двох років), скоріше за все, не матиме бажаного результату без забезпечення неухильного дотримання чинного законодавства.

Подальші дослідження пристосувань підприємств України до викривленого інституційного середовища, зокрема спотворених моделей фінансування, мають значні перспективи в частині виявлення інших стратегій пристосування підприємств до функціонування в українських умовах і оцінювання поширеності вже виявлених, що, у свою чергу, відкриває можливості для встановлення обсягів їх впливу на економіку країни. Окремим питанням залишаються пошук і коригування викривлень у інституційному середовищі країни, які стимулюють появу таких стратегій.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Bangura Y. Economic restructuring, coping strategies and social change: implications for institutional development in Africa. *Development and change*. 1994. Vol. 25. Iss. 4. P. 785-827. <https://doi.org/10.1111/j.1467-7660.1994.tb00536.x>
2. Hermelo F.D., Vassolo R. Institutional development and hypercompetition in emerging economies. *Strategic Management Journal*. 2010. Vol. 31. No. 13. P. 1457-1473. URL: <https://www.jstor.org/stable/40961192>
3. Bevan A., Estrin S., Meyer K. Foreign investment location and institutional development in transitional economies. *International Business Review*. 2004. Vol. 13. Iss. 1. P. 43-64. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0969593103001082>
4. Wu Jie. Marketing capabilities, institutional development, and the performance of emerging market firms: a multinational study. *International Journal of Research in Marketing*. 2013. Vol. 30. Iss. 1. P. 36-45. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2012.07.001>
5. Liu Yulong, Yu Yang. Institutions, firm resources and the foreign establishment mode choices of Chinese firms: the moderating role of home regional institutional development. *Journal of Business Research*. 2018. Vol. 93(C). P. 111-121. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.04.026>
6. Hoshi T. Naze Nihon wa Ryu do sei no Wana kara Nogarareainoka? (Why is the Japanese Economy Unable to Get Out of a Liquidity Trap?). In: Zero Kinri to Nihon Keizai (Zero Interest Rate and the Japanese Economy). Mitsuhiro Fukao, Hiroshi Yoshikawa (Eds.). Tokyo, Nihon Keizai Shimbunsha, 2000. P. 233-266.
7. Caballero R.J., Hoshi T., Kashyap A.K. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*. 2008. Vol. 98. No. 5. P. 1943-1977. <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.1943>

8. Hosono Kaoru, Masaya Sakuragawa. Soft Budget Problems in the Japanese Credit Market. *Nagoya City University Discussion Papers in Economics*. 2003. No. 345. URL: <http://web.econ.keio.ac.jp/staff/masaya/dl/forthcomingpaper/sbc.pdf>
9. Joe P., Rosengren E.S. Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review*. 2005. Vol. 95. No. 4. P. 1144-1166. URL: <https://www.jstor.org/stable/4132709>
10. McGowan M.A., Andrews D., Millot V. The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries. *OECD Economics Department Working Papers*. 2017. No. 1372. 46 p. URL: [https://read.oecd-ilibrary.org/economics/the-walking-dead\\_180d80ad-en#page1](https://read.oecd-ilibrary.org/economics/the-walking-dead_180d80ad-en#page1)
11. Banerjee R.N., Hoffman B. The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly review*. 2018. P. 67-78. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1809g.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.htm)
12. Kerimov P., Zymovets V. Quasi-Risk and Fraudulent Financing. Models: The Case of Firms with Negative Equity in Ukraine. *Economic Studies Journal*. 2021. Iss. 8. P. 48-68. URL: <https://ideas.repec.org/a/bas/econst/y2021i8p48-68.html>
13. Ang T.C. Are firms with negative book equity in financial distress? *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*. 2015. Vol. 18. No. 03. P. 1-41. <https://doi.org/10.1142/S0219091515500162>

Надійшла 03.07.2023

Прорецензована 20.07.2023

Доопрацьована 06.08.2023

Підписана до друку 11.08.2023

## REFERENCES

1. Bangura Y. Economic restructuring, coping strategies and social change: implications for institutional development in Africa. *Development and change*, 1994, Vol. 25, Iss. 4, pp. 785-827. <https://doi.org/10.1111/j.1467-7660.1994.tb00536.x>
2. Hermelo F.D., Vassolo R. Institutional development and hypercompetition in emerging economies. *Strategic Management Journal*, 2010, Vol. 31, No. 13, pp. 1457-1473. URL: <https://www.jstor.org/stable/40961192>
3. Bevan A., Estrin S., Meyer K. Foreign investment location and institutional development in transitional economies. *International Business Review*, 2004, Vol. 13, Iss. 1, pp. 43-64. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0969593103001082>
4. Wu Jie. Marketing capabilities, institutional development, and the performance of emerging market firms: a multinational study. *International Journal of Research in Marketing*, 2013, Vol. 30, Iss. 1, pp. 36-45. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2012.07.001>
5. Liu Yulong, Yu Yang. Institutions, firm resources and the foreign establishment mode choices of Chinese firms: the moderating role of home regional institutional development. *Journal of Business Research*, 2018, Vol. 93(C), pp. 111-121. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.04.026>
6. Hoshi T. Naze Nihon wa Ryu do sei no Wana kara Nogarerareainoka? (Why is the Japanese Economy Unable to Get Out of a Liquidity Trap?). In: Zero Kinri to Nihon Keizai (Zero Interest Rate and the Japanese Economy). Mitsuhiro Fukao, Hiroshi Yoshikawa (Eds.). Tokyo, Nihon Keizai Shimbunsha, 2000, pp. 233-266.
7. Caballero R.J., Hoshi T., Kashyap A.K. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*, 2008, Vol. 98, No. 5, pp. 1943-1977. <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.1943>

8. Hosono Kaoru, Masaya Sakuragawa. Soft Budget Problems in the Japanese Credit Market. *Nagoya City University Discussion Papers in Economics*, 2003, No. 345. URL: <http://web.econ.keio.ac.jp/staff/masaya/dl/forthcomingpaper/sbc.pdf>
9. Joe P., Rosengren E.S. Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review*, 2005, Vol. 95, No. 4, pp. 1144-1166. URL: <https://www.jstor.org/stable/4132709>
10. McGowan M.A., Andrews D., Millot V. The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries. *OECD Economics Department Working Papers*, 2017, No. 1372. URL: [https://read.oecd-ilibrary.org/economics/the-walking-dead\\_180d80ad-en#page1](https://read.oecd-ilibrary.org/economics/the-walking-dead_180d80ad-en#page1)
11. Banerjee R.N., Hoffman B. The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly review*, 2018, pp. 67-78. URL: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/rqt1809g.htm>
12. Kerimov P., Zymovets V. Quasi-Risk and Fraudulent Financing Models: The Case of Firms with Negative Equity in Ukraine. *Economic Studies Journal*, 2021, Iss. 8, pp. 48-68. URL: <https://ideas.repec.org/a/bas/econst/y2021i8p48-68.html>
13. Ang T.C. Are firms with negative book equity in financial distress? *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 2015, Vol. 18, No. 03, pp. 1-41. <https://doi.org/10.1142/S0219091515500162>

Received on July 3, 2023

Reviewed on July 20, 2023

Revised on August 6, 2023

Signed for printing on August 11, 2023

*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

#### WARPED FINANCING MODELS AS ADJUSTMENTS TO THE DISTORTED INSTITUTIONAL ENVIRONMENT

The influence of institutional development on economic phenomena within the country, in particular on market entry strategies and functioning of enterprises, are studied. It is established that as the institutional environment develops, the focus of their activity shifts from attempts to use distortions in the institutional environment to their advantage (optimization of taxation and obtaining monopoly profits) to more competitive behavior (technical and marketing innovations).

Zombie enterprises are considered as an example of the enterprise functioning strategy based on the use of distortions in the institutional environment to one's advantage (a high level of concentration and oligopolization of the economy along with the government policy of lending promotion). The negative impact a high concentration of zombie enterprises has on the country's economy is shown, the existing approaches to their definition and approximately normal prevalence are considered.

The Ukrainian variety of zombie enterprises — enterprises with quasi-risk and fraudulent financing models — is studied. The distortions in Ukraine's institutional

environment, which made possible the functioning of enterprises with quasi-risk and fraudulent financing models, are characterized. In particular, those are the unpredictability and high cost of legal proceedings, which make the initiation of bankruptcy process from the position of a small creditor almost impossible; a significant gap in the protection of the rights between large and small business entities; the inherited common production cycle for a significant number of industrial enterprises and their inability to go beyond it in search of both sales markets and counterparties.

The characteristics of enterprises with quasi-risk and fraudulent financing models are given (stable negative equity while maintaining profitable operating activities, the presence of payables that are overdue for 60 days or more). The approximate level of prevalence of these financing models, which is characterized by the growth of the aggregate sectoral share of uncovered liabilities, is outlined.

**Keywords:** *institutional environment; institutional development; zombie enterprises; quasi-risk financing model; negative equity.*